

**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

A Editoria da Brazilian Keynesian Review agradece a todos que atuaram como pareceristas ao longo de 2017

Bruno Perez

Gustavo Britto

Daniela Prates

João Pereira

Débora Pimentel

Luccas Attilio

Eduardo Strachman

Manoel Pires

Fábio Henrique Terra

Marco Flávio da Cunha Resende

Fabício Leite

Rafael Ribeiro

Fernanda Silva

Ramon Garcia Fernandez

Fernando Carvalho

Solange Leonel

Flavio Vieira

Ulisses dos Santos

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

Associação **Keynesiana** Brasileira - www.associacaokeynesianabrasileira.org



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 (coeditor) e Marco Flávio da Cunha Resende.

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: Eliane Araújo

Vice-Presidente: Carmem Feijó

Diretores:

Daniela Prates

Fábio Freitas

Fábio Henrique Bittes Terra

Octávio Conceição

Ricardo Silva Azevedo Araújo

Associação **Keynesiana** Brasileira - www.associacaokeynesianabrasileira.org

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



EDITORIAL

A editoria da Brazilian Keynesian Review (BKR) tem a satisfação de comunicar que o Número 2 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, sendo 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 e a segunda contempla pequenos artigos que tratam da conjuntura econômica brasileira ou mundial.

A seção de artigos acadêmicos tradicionais deste número é composta por cinco trabalhos. No primeiro, ***Modern Money Theory: a criticism from the periphery***, a partir de uma discussão sobre a moderna teoria da moeda (MMT), os autores Rodrigo Vergnhanini e Bruno De Conti apresentam uma visão crítica sobre a aplicação de tal abordagem a economias de países periféricos. Segundo os autores, a MMT tem apresentado uma série de questões que desmistificam alguns elementos do chamado “Novo Consenso Macroeconômico”. Mais especificamente, a MMT refuta a ideia de que somente a recessão e o desemprego constituem em uma trajetória eficiente para restaurar o crescimento equilibrado, oferecendo como alternativa uma teoria para alcançar o pleno emprego com a estabilidade de preços. Contudo, essa teoria alternativa tem atraído uma série de críticas, tanto ortodoxas quanto heterodoxas, especialmente em relação às restrições a políticas domésticas assumidas serem geralmente auto-impostas e não decorrentes de mercados internacionais. Nesse contexto, o artigo se propõe a fazer uma crítica heterodoxa à MMT, a partir de uma perspectiva da “hierarquia monetária internacional”. Argumenta-se que os países periféricos, no contexto da globalização financeira, não são totalmente soberanos na determinação de sua própria política macroeconômica.

Em especial, as moedas emitidas por países periféricos não cumprem funções clássicas de moeda a nível internacional. Assim, o artigo mostra que as políticas monetárias, fiscais e cambiais nos países periféricos têm restrições que não são consideradas pelo MMT e que de uma perspectiva periférica é possível contradizer a reivindicação principal de “soberania macroeconômica” dessa abordagem como uma regra geralmente aplicável. Como conclusão, ao considerar as assimetrias do Sistema Monetário Internacional para entender o dinamismo e as opções de políticas de qualquer país, os autores argumentam que, apesar da MMT ter apontado importantes questões sobre a obsessão do “Novo Consenso” por políticas favoráveis ao mercado nos países centrais, essa abordagem ainda afirma que todos os países são soberanos para operar com sua moeda nacional, ou seja, ser capaz de atingir o pleno emprego com estabilidade de preços. Não obstante, como destacado ao longo do artigo, isso não é observado na maioria dos países, principalmente nos periféricos.

No segundo artigo, intitulado ***Fiscal policy rules in a stock-flow consistent model***, Sylvio Antonio Kappes e Marcelo Milan aplicam o método SFC para estudar diferentes regras de política fiscal, de modo que se possa analisar o caso do Brasil. Os autores argumentam que, a partir de maio de 2016, o governo brasileiro anunciou uma série de medidas para enfrentar os desequilíbrios fiscais e a rigidez orçamentária. Os autores também ressaltam que em seu último relatório sobre o Brasil, o FMI destacou que reduções de despesas governamentais ajudariam a elevar a credibilidade, a retomar o investimento, a queda da inflação e a condução da política monetária. No entanto, os autores ressaltam que nem o governo brasileiro nem o FMI forneceram estimativas sólidas sobre os impactos de curto e longo prazo dessas medidas

fiscais. Dessa forma, os autores questionam a existência de uma ferramenta coerente para pensar políticas macroeconômicas como as implementadas no Brasil. Ademais, ao identificarem que o novo governo no Brasil adotou a abordagem ortodoxa em relação à política macro e que as novas políticas de austeridade se baseiam nesse raciocínio econômico, os autores questionam se essa abordagem pode ser considerada um guia confiável para a política fiscal. Em seguida, argumentam que o método Stock-Flow Consistent (SFC) é uma abordagem capaz de lidar de forma coerente com a teoria macroeconômica em geral e a política fiscal em particular. Nesse contexto, eles analisam quatro regimes fiscais diferentes e suas respostas a choques adversos em um modelo SFC. Os regimes são: (i) gastos do governo como uma proporção fixa do PIB; (ii) déficit do governo como uma proporção fixa do PIB; (iii) dívida do governo como uma proporção fixa do PIB; (iv) orçamento equilibrado. Uma das inovações da análise proposta pelos autores é a construção de um cenário com gastos governamentais como uma proporção fixa do PIB até agora não considerado na literatura.

Como conclusão, é possível destacar que regras mais expansionistas (ou menos contracionistas) apresentam maiores taxas de crescimento do produto. Ademais, existe uma relação inversa entre a dívida do governo e a dívida das empresas, com a dívida do governo atingindo o patamar do estado estacionário mais alto sob a regra de uma proporção gasto-renda, e mais baixa sob a regra do orçamento equilibrado; o contrário acontece no caso da dívida das empresas. Por fim, analisando a partir de níveis de rentabilidade, os autores concluem que o melhor cenário para as empresas é a regra da proporção Gasto-Renda (G/Y) e, para o setor bancário, a regra do orçamento equilibrado.

No terceiro artigo, ***A relação entre a política monetária e a gestão da dívida pública mobiliária no México: lições para o Brasil***, considera-se que a estratégia de acumulação preventiva de reservas cambiais pelas economias emergentes após as crises financeiras dos anos 1990 podem ser consideradas uma resposta racional dos respectivos bancos centrais por conta de sua inserção assimétrica no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo. Sob essa perspectiva, Daniela Magalhães Prates e Nicholas Blikstad analisam o caso mexicano em uma perspectiva comparada com o Brasil. Mais especificamente, a análise da experiência mexicana centra-se na relação entre a forma de condução da política monetária e a gestão da dívida pública mobiliária, com ênfase nas operações de esterilização do impacto monetário da variação das reservas internacionais. Assim, os autores buscam responder às seguintes perguntas: (i) quais são mecanismos utilizados pelo banco central mexicano nessas operações? (ii) quais são suas implicações para a dívida pública mobiliária?

Nesse contexto, segundo os autores, essa perspectiva permite identificar se o México utiliza instrumentos diferentes dos vigentes no Brasil e, em caso afirmativo, se seu efeito sobre essa dívida é menos intenso do que os verificados no país base de comparação. Para cumprir com os objetivos, após uma análise do histórico da evolução da institucionalidade da política monetária e da gestão da dívida pública mobiliária interna no México do início da década de 1980 até 1994, os autores mostram que a transição para a forma de condução da política monetária hoje vigente foi bastante lenta. Sendo assim, inicialmente é traçado um panorama geral de uma nova forma de condução da política monetária e do mercado de dívida pública mobiliária para, em seguida, analisar mais especificamente a política de acúmulo de reservas internacionais e as operações de liquidez do Banxico entre 1995 e 2015.

Como conclusão, os autores mostram que, diferentemente do caso brasileiro, que utiliza somente operações compromissadas, concentradas no curto prazo e contabilizadas na dívida bruta do governo geral, o México utilizou no período (1996-2015) três instrumentos de médio e longo prazos para evitar uma posição de superávit estrutural de liquidez no mercado monetário, quais sejam: depósitos compulsórios remunerados, títulos do Banco Central (também utilizados em outros países) e os Depósitos de Regulação Monetária com Títulos

Públicos Federais (DTPF), específico à experiência mexicana. Conforme demonstrado, a importância relativa desses três instrumentos variou no período, sendo que uma maior utilização recente da DTPF sugere que essa modalidade de depósito foi considerada mais bem-sucedida que os demais instrumentos, sobretudo por minimizar os custos das operações de esterilização. As operações ativas de curto prazo (como as operações compromissadas) são utilizadas somente para injeção de liquidez, quando necessário.

Uma vantagem adicional mostrada pelos autores da utilização desse conjunto maior de instrumentos no caso mexicano é a clara identificação e delimitação dos custos das políticas monetária e fiscais e, assim, maior transparência da política macroeconômica. Portanto, os autores concluem que a existência de um leque mais amplo de instrumentos de esterilização do impacto das intervenções no mercado de câmbio com um maior prazo de duração (em comparação com as operações compromissadas) aumentou a eficácia e o raio de manobra da autoridade monetária mexicana na gestão do excesso de liquidez internacional e tornou mais transparente a distinção entre os custos da política monetária e da política fiscal.

No artigo seguinte, ***Política monetária e ciclo financeiro global: uma análise sobre o caso brasileiro durante o regime de metas de inflação***, Mateus Ramalho Ribeiro da Fonseca, Pedro Perfeito da Silva e Eliane Cristina de Araújo investigam os desdobramentos de um aumento da taxa básica de juros sobre a estabilidade do nível de preços. O objetivo do trabalho é avaliar a efetividade da política monetária no Brasil para o período entre 2000 e 2014, caracterizado pela vigência do Regime de Metas de Inflação (RMI). Parte-se do argumento de que a elevação da taxa de juros tem um impacto misto sobre a inflação. Por um lado, quando avaliada isoladamente, uma política monetária contracionista pode ter um efeito positivo sobre o nível de preços devido ao fenômeno do *price-puzzle*; por outro, um aumento da taxa de juros pode estar associado a um processo de sobrevalorização cambial, a qual ajuda a conter a inflação. Além disso, a hipótese de que a sobrevalorização cambial responde à evolução do ciclo financeiro global também é considerada. Nesse sentido, observa-se uma tendência à redução da taxa de câmbio em economias emergentes como a brasileira em períodos de ascensão do ciclo, facilitando o cumprimento da meta durante tais períodos.

Para cumprir com os objetivos, os autores inicialmente fazem uma revisão da literatura teórica, ressaltando a crítica pós-keynesiana ao Novo Consenso Macroeconômico, bem como a discussão centrada nos impactos do ciclo financeiro global sobre países emergentes e em desenvolvimento. Em seguida, o trabalho traz uma breve exposição acerca literatura empírica focada no RMI. Em seguida, um exercício econométrico contribuiu para a literatura, ao utilizar vetores autorregressivos com correção de erros (VEC), a partir de uma amostra mensal compreendendo o período de janeiro de 2000 a dezembro de 2014.

Com base nos resultados encontrados na estimação, o estudo conclui que o aumento da taxa básica de juros pode gerar uma resposta mista por parte inflação (aumento dos preços, redução do nível de atividade). Assim, quando avaliada isoladamente, uma política monetária contracionista pode ter um efeito inflacionário devido ao fenômeno do *price-puzzle*. Contudo, a efetividade do controle inflacionário pode ser decorrência da sobrevalorização cambial, promovida tanto pela elevação da taxa de juros quanto pelo movimento do ciclo financeiro global. Dessa maneira, há o risco de que a queda da taxa de câmbio da economia brasileira em períodos de ascensão do ciclo facilite o cumprimento da meta durante tais períodos.

No artigo seguinte, ***Venture capital and microfinance: an instrumental approach***, Romar Correa e Amelia Correa constroem um modelo analítico baseado no trabalho do economista social Adolph Lowe para analisar a relação entre venture capital, microfinanciamento e investimento produtivo. Mais especificamente, os autores iniciam o artigo discutindo o problema do financiamento da atividade econômica, tal como apontado por Keynes, de que

poupadores e os investidores não são necessariamente idênticos. Ou seja, o problema do sistema capitalista é coordenar os dois conjuntos de decisões, sendo o desemprego o resultado do desajuste agregado entre esses dois conjuntos de planos.

Nesse contexto, surge no capitalismo uma série de opções que buscam resolver o problema do financiamento. Ou seja, além de sistemas financeiros sofisticados, surgem como parte integrante desse sistema outros tipos de arranjos financeiros com objetivos mais específicos. Os autores destacam o que eles definem como sendo os precursores dos *Venture Capitalists* (VCs), que foram algumas das primeiras empresas que atuaram como intermediários fornecendo capital próprio para financiamento de forma individualizada. Em um cenário contemporâneo, com inúmeras novas tecnologias, os investidores podem ter uma diversidade de opiniões, formando diferentes arranjos e permitindo que pessoas com diferentes pontos de vista se juntem e pressionem em direção a algum tipo de inovação financeira, especialmente em sistemas financeiros baseados no mercado. O paradigma dos sistemas financeiros nas microfinanças é consistente com esta agenda.

Em síntese, no artigo admite-se como perspectiva que a tarefa de desenvolvimento é transformar pequenos produtores – em geral envolvidos em atividades de mercado em pequena escala fora do escopo da empresa moderna - em microempresários. Para tanto, é necessário inovar em termos organizacionais. Essa inovação organizacional pode incluir esquemas de microcrédito, bem como colaborações na área de tecnologia, design e marketing. Segundo os autores, o modelo que abrange todas essas dimensões é o quadro estrutural de Adolph Lowe. Nesse contexto, conforme ressaltam os autores, embora os economistas heterodoxos tenham incorporado em suas análises o papel das “instituições”, o microfinanciamento raramente se encontra em seus modelos. É portanto oferecido um breve modelo com três setores, com fluxos de recursos ancorados em preços no setor de bens de consumo. A formação correta de preços, dada a estrutura de custos da produção, é fundamental para o fluxo de recursos (financeiros) entre os setores. A estrutura absorve, além da eficiência alocativa, a eficiência inovadora ou Schumpeteriana e a eficiência keynesiana.

A segunda parte da revista reúne contribuições sobre conjuntura econômica mundial e brasileira. No primeiro artigo, intitulado ***Financial systems, financial governance and economic development***, Jan Kregel mostra que o problema do desemprego e da desigualdade de renda pode ser explicado pela insuficiência de demanda e pela preferência pela liquidez. Mais especificamente, o autor relembra que para Keynes a escassez não é resultado da insuficiência de recursos, sendo possível observar a existência de "pobreza no meio da abundância" causada pelo impacto do excesso de demanda de liquidez nas taxas de juros. Isso produziria uma escassez de demanda por mão-de-obra e desemprego.

Esse mesmo fator também é a raiz da distribuição desigual de renda, pois a liquidez protege o investidor, enquanto gera perda de renda para o trabalhador. Ou seja, a chave tanto para a demanda insuficiente de mão-de-obra quanto para a desigualdade pode ser encontrada no medo da perda de ativos e de inadimplência nos empréstimos. Nesse contexto, Keynes defendeu à eutanásia do rentista e a defesa de um papel mais ativo do governo em fornecer liquidez, seja através de instituições financeiras governamentais ou através da manutenção de uma demanda por liquidez por meio da geração de maior rentabilidade.

Segundo Kregel, o desemprego e a distribuição desigual da renda têm as mesmas causas nos países em desenvolvimento. Essas economias usualmente são caracterizadas pelo papel dominante da produção agrícola, a qual pode ser mantida mesmo com a remoção de parte da força de trabalho empregada na sua produção. Assim, o principal problema dessas economias é a forma de usar a sua exuberante força de trabalho. A solução mais comumente aceita é a criação de um setor de manufaturas que ofereça emprego para o desemprego gerado na

agricultura. Dessa forma, o problema mais urgente em economias em desenvolvimento passa a ser como financiar a criação de setores alternativos capazes de absorver o desemprego criado pelo progresso técnico. Dessa forma, a criação de um sistema financeiro doméstico disposto a financiar a atividade produtiva se torna um pré-requisito para o desenvolvimento de fontes alternativas de emprego, seja por meio da criação de um setor industrial ou por meio da superação de qualquer restrição a este processo, provocada pela escassez de poupança nacional ou externa.

Em síntese, enquanto Schumpeter enfatizou a importância do sistema financeiro como motor do desenvolvimento econômico devido à sua capacidade ilimitada de criar poder de compra independentemente de qualquer restrição de poupança, a sobrevivência e a estabilidade deste sistema dependem de se evitar perdas que devem ser encorajadas como inerentes ao processo de desenvolvimento. Em um sistema de risco privado, a perda deve ser suportada pelo investidor, mas, como Keynes apontou, é a tentativa de evitar o risco que leva ao refúgio de liquidez e ao fato de o investimento não se expandir para aumentar o emprego. É isso que dificulta o financiamento para o desenvolvimento e produz desemprego.

A defesa da estabilidade do sistema financeiro (regulação prudencial) também significa tentar estabilizar os preços dos ativos para evitar a redução ao valor recuperável de passivos utilizados como meio de pagamento. Isso significa que haverá uma distribuição assimétrica de perdas que favorece os credores à custa do trabalho. Isso explica a desigualdade inerente de renda e riqueza em um sistema de desenvolvimento de financiamento privado. Portanto, a questão enfrentada por países em desenvolvimento diz respeito ao *design* de um sistema financeiro alternativo que ofereça mecanismos que suportem as perdas inerentes ao financiamento do desenvolvimento, ao mesmo tempo em que assegurem uma distribuição mais equitativa dos frutos do investimento e da inovação.

No segundo artigo da seção de conjuntura, ***O Brasil bateu no piso?***, Carlos Pinkusfeld Bastos e Gabriel Aidar buscam responder a pergunta enunciada no título do trabalho analisando os dados recentes da economia brasileira a partir da perspectiva teórica do Princípio da Demanda Efetiva. A análise dos dados macroeconômicos se inicia a partir de um nível mais agregado possível e, em seguida, direciona-se para a análise dos componentes de demanda e de desempenho da oferta, com algum grau de desagregação setorial. Posteriormente, os condicionantes do comportamento dos componentes da demanda efetiva e suas perspectivas no médio prazo são analisados.

Nesse contexto, ao assumir tal perspectiva, os autores mostram que tal piso não é teoricamente garantido, pois ele depende do desempenho dos componentes autônomos da demanda efetivamente dispendida por agentes privados e governo dentro da economia de um país e da demanda do resto do mundo através das exportações. Assim, diferentemente da abordagem marginalista, para a qual a “ideia do piso” é a tendência normal da economia, a avaliação de tendências da economia depende de uma série de condições histórico, sociopolíticas, institucionais nacionais e internacionais. Os autores buscam apontar que, no caso brasileiro, a aparente estabilização do produto seria resultado de uma inércia institucional, ou a operação de instrumentos de incentivo à demanda, relativamente “automáticos” ou ao menos não discricionários. Nesse sentido, chamam a atenção para o fato de que uma das poucas bases de sustentação de um governo com índices de aprovação extremamente reduzidos, qual seja, a melhoria de indicadores macroeconômicos, é resultado de fatores institucionais que são alvo de críticas e propostas de reformas pelo próprio governo.

Na conclusão, os autores ressaltam que o desempenho de alguns componentes da demanda agregada foram os responsáveis pela economia brasileira alcançar um mínimo socialmente tolerável (piso), como a política de reajuste do salário mínimo (com impactos sobre gastos da

previdência que estimularam os gastos de consumo) e algumas medidas excepcionais (como a liberação do FGTS), o desempenho favorável do setor externo, entre outros. Todavia, os autores destacam que, embora estes elementos de demanda agregada tenham tido um papel importante no estancamento da queda do PIB em 2017, em nenhum momento, dadas as condições político-institucionais domésticas e estruturais internacionais, esses mesmos elementos parecem capazes de puxar um ciclo expansivo mais vigoroso no médio prazo. É possível, portanto, que o Brasil viva uma situação de “estagnação secular” em condições socioeconômicas muito piores do que a dos países desenvolvidos.

No artigo seguinte, *A crise brasileira: um olhar a partir da demanda agregada e do multiplicador keynesiano de gastos*, Cassiano José Bezerra Marques Trovão apresenta uma interpretação para o movimento da atividade econômica no Brasil do período recente a partir da ótica da demanda agregada e do efeito multiplicador de gastos. Mais especificamente, o autor faz uma análise dos componentes da demanda agregada a partir das contas nacionais assumindo as seguintes hipóteses: i) em uma economia com capacidade ociosa, a produção responde a estímulos de demanda no curto prazo; ii) a elevação da produção é acompanhada por uma elevação do nível de emprego; e, iii) a identidade $Y \equiv DA$, passa a ser vista como uma igualdade ($Y = DA$) em que há um sentido de determinação que vai de DA para Y.

Assim, a partir da análise empreendida o autor conclui que a crise socioeconômica brasileira tomou proporções que impedem qualquer prognóstico de que esse cenário se reverterá no curto prazo. Ou seja, a queda dos componentes da demanda agregada em uma economia com capacidade ociosa elevada, somado a evolução do multiplicador de gastos no Brasil, que parece não colaborar, demonstram a dificuldade do processo de recuperação. O texto aponta, ainda, que a recuperação da economia nacional passa pela elevação dos componentes de demanda agregada, seja via consumo das famílias (em um cenário de elevado desemprego e de endividamento), de investimentos (em um ambiente econômico e político de grandes incertezas) e de gastos do Governo (em um cenário de contenção de gastos que incluem a PEC dos gastos e as reformas trabalhista e previdenciária). Em síntese, o autor conclui que se não houver uma alteração de rumo na economia orientada por uma gestão da política econômica que busque a superação do problema de insuficiência de demanda agregada e a ampliação do crescimento econômico, pode-se assistir a uma aceleração da deterioração das condições socioeconômicas em diversas dimensões.

Por fim, esse número da Brazilian Keynesian Review traz um breve debate entre Geoff Tilly e Marc Lavoie acerca do artigo de autoria deste último, *Rethinking monetary theory in light of Keynes and the crisis* (*Brazilian Keynesian Review*, 2(2), 2016). Geoff Tilly argumenta que há uma percepção equivocada, no artigo citado, sobre a importância de políticas monetárias em tempos de crise. O argumento é rebatido por Marc Lavoie, que indica a possibilidade de discutir políticas fiscais de um ponto de vista mais consistente sem necessariamente negar a importância da política monetária.

Tenham todos uma agradável leitura!

Anderson Tadeu Marques Cavalcante, editor

Fabício José Missio, coeditor

Luiz Fernando Rodrigues de Paula, coeditor

EDITORIAL

The Brazilian Keynesian Review (BKR) is pleased to announce that its new issue (number 2 of its volume 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 section of this issue, which brings traditional academic articles, is composed of five papers. In the first, ***Modern Money Theory: a criticism from the periphery***, drawing from a discussion of Modern Money Theory (MMT), authors Rodrigo Vergnhanini and Bruno De Conti present a critical view on the application of such approach to peripheral economies. According to the authors, MMT has presented a series of issues that demystify some elements of the so-called "New Macroeconomic Consensus". More specifically, MMT refutes the idea that only recession and unemployment constitute an efficient path to restore balanced growth, offering as an alternative a theory to achieve full employment with price stability. However, this alternative theory has attracted a number of criticisms, both orthodox and heterodox in nature, especially in relation to the restrictions on domestic policies assumed to be generally self-imposed and not derived from international markets. In this context, the article proposes to make a heterodox critique of the MMT, from a perspective of an "international monetary hierarchy". It is argued that peripheral countries, in the context of financial globalization, are not fully sovereign in determining their own macroeconomic policy.

In particular, money issued by peripheral countries do not fulfill classical functions of money at the international level. Thus, the article shows that monetary, fiscal and exchange rate policies in peripheral countries have restrictions that are not considered by the MMT and that from a peripheral perspective it is possible to contradict the argument of "macroeconomic sovereignty" of this approach as a generally applicable rule. In conclusion, in considering the asymmetries of the International Monetary System to understand the dynamism and policy choices of any country, the authors argue that although the MMT has raised important questions about the "New Consensus" obsession with market-friendly policies in the central countries, the MMT approach still claims that all countries are sovereign to operate with their national currency, ie be able to achieve full employment with price stability. However, as highlighted throughout the paper, this is not observed in most countries, especially developing ones.

In the second article, entitled ***Fiscal policy rules in a stock-flow consistent model***, Sylvio Antonio Kappes and Marcelo Milan apply the SFC method to study different fiscal policy rules in order to analyse the Brazilian case. The authors argue that, as of May 2016, the Brazilian government announced a series of measures to address fiscal imbalances and budgetary rigidity. The authors also point out that in their latest report on Brazil, the IMF stressed that cuts in government spending would help raise credibility, resume investment, lower inflation and help conduct the monetary policy. However, the authors emphasize that neither the Brazilian government nor the IMF provided robust estimates of the short- and long-term impacts of these fiscal measures. Thus, the authors question the existence of a coherent tool to think macroeconomic policies such as those implemented in Brazil. In addition, while identifying that the new government in Brazil has adopted the orthodox approach to macro

policy and that the new austerity policies are based on this economic reasoning, the authors question whether this approach can be considered a reliable guide for fiscal policy.

Then, the authors argue that the Stock-Flow Consistent (SFC) model is an approach capable of dealing consistently with macroeconomic theory in general and fiscal policy in particular. In this context, they analyze four different tax regimes and their responses to adverse shocks in an SFC model. The regimes are: (i) government spending as a fixed proportion of GDP; (ii) government deficit as a fixed proportion of GDP; (iii) government debt as a fixed proportion of GDP; (iv) balanced budget. One of the innovations of the analysis proposed is the construction of a scenario with government expenditures as a fixed proportion of the GDP (G/Y) that until now has not been considered in the literature.

In conclusion, it is possible to emphasize that more expansionist (or less contractionary) rules show higher rates of product growth. In addition, there is an inverse relationship between government debt and corporate debt, with government debt reaching the highest stationary state under the rule of an income-to-income ratio, and lower under the balanced budget rule; the opposite is true for corporate debt. Finally, analyzing profitability levels, the authors conclude that the best scenario for firms is the ratio of the G/Y ratio and, for the banking sector, the balanced budget rule.

In the third article, ***A relação entre a política monetária e a gestão da dívida pública mobiliária no México: lições para o Brasil*** (The relationship between monetary policy and public debt management in Mexico: lessons for Brazil), it is considered that the strategy of preventive accumulation of exchange reserves by emerging economies after the financial crises of the 1990s can be considered a rational response of the respective central banks on account of their asymmetrical insertion in the contemporary international monetary and financial system. From this perspective, Daniela Magalhães Prates and Nicholas Blikstad analyze the Mexican case in a comparative perspective with Brazil. More specifically, the analysis of the Mexican experience focuses on the relationship between monetary policy and public debt management, with emphasis on sterilization of the monetary impact of changes in international reserves. Thus, the authors seek to answer the following questions: (i) what are the mechanisms used by the Mexican central bank in these operations? (ii) what are their implications for public debt securities?

In this context, according to the authors, this perspective makes it possible to identify whether Mexico uses instruments different from those used in Brazil and, if so, whether its effect on debt is less intense than those verified in the Mexico. In order to fulfill the objectives, after an analysis of the history of the evolution of the monetary policy institutionality and the internal public debt management in Mexico from the early 1980s to 1994, the authors show that the transition to the way of conducting current monetary policy was quite slow. Thus, initially a general overview of a new way of conducting monetary policy and the public debt securities market is analyzed, and then, more specifically, to analyze the accumulation of international reserves and the liquidity operations of Banxico between 1995 and 2015.

As a conclusion, the authors show that, in contrast to the Brazilian case, which uses only repurchase operations, concentrated in the short term and accounted for in general government gross debt, Mexico used (in the period 1996-2015) three medium and long term instruments for to avoid a position of structural surplus of liquidity in the money market, such as remunerated compulsory deposits, Central Bank securities (also used in other countries) and Monetary Regulation Deposits with Federal Public Securities (DTPF), specific to the Mexican experience. As shown, the relative importance of these three instruments varied during the period, and a greater recent preference for DTPF suggests that this type of deposit was considered more successful than the other instruments, especially for minimizing the

costs of sterilization operations. Active short-term operations (such as repurchase agreements) are used only for liquidity injection, when necessary.

An additional advantage, shown by the authors, of the use of this larger set of instruments in the Mexican case is the clear identification and delimitation of the costs of monetary and fiscal policies and, thus, greater transparency of macroeconomic policy. The authors therefore conclude that the existence of a broader range of instruments to sterilize the impact of longer-term exchange market interventions (compared to repo operations) has increased the effectiveness and scope of the monetary authority Mexican monetary policy in managing excess international liquidity and made the distinction between the costs of monetary policy and fiscal policy more transparent.

In the following article, ***Política monetária e ciclo financeiro global: uma análise sobre o caso brasileiro durante o regime de metas de inflação*** (Monetary Policy and the Global Financial Cycle: an analysis of the Brazilian case during the Inflation Target Regime), Mateus Ramalho Ribeiro da Fonseca, Pedro Perfeito da Silva and Eliane Cristina de Araújo investigate the unfolding of an increase in the basic interest rate on the stability of the price level. The objective of this study is to evaluate the effectiveness of monetary policy in Brazil for the period between 2000 and 2014, a period characterized by the application of a Inflation Target Regime (IMR). The paper starts with the argument that the rise in the interest rate has a mixed impact on inflation. On the one hand, when evaluated in isolation, a contractionary monetary policy can have a positive effect on the price level due to the *price-puzzle* phenomenon; on the other hand, an increase in the interest rate may be associated with a process of exchange rate overvaluation, which helps containing inflation. Moreover, the hypothesis that the exchange rate overvaluation responds to the evolution of the global financial cycle is also considered. In this sense, there is a tendency of the exchange rate to be reduced in emerging economies such as the Brazilian in periods of rise of the cycle, facilitating the fulfillment of the target set during such periods.

To fulfill the paper's objectives, the authors initially review the theoretical literature, highlighting the post-Keynesian critique of the New Macroeconomic Consensus, as well as the discussion centered on the impacts of the global financial cycle on emerging and developing countries. Following that, the paper briefly presents the empirical literature focused on ITR. Then, an econometric exercise contributes with the literature, using error correction autoregressive vectors (VEC), from a monthly sample comprising the period from January 2000 to December 2014.

Based on the results found in the estimations, the study concludes that the increase in the basic interest rate can generate a mixed response in the inflation rate (price increases, reduction of activity level). Thus, when evaluated in isolation, a contractionary monetary policy may have an inflationary effect due to the *price-puzzle* phenomenon. However, the effectiveness of inflationary control may be due to exchange rate overvaluation, promoted both by the rise in interest rates and by the movement of the global financial cycle. Thus, there is a risk that the fall in the exchange rate of the Brazilian economy during periods of upward movement facilitates the achievement of the target during such periods.

In the following article, ***Venture capital and microfinance: an instrumental approach***, Romar Correa and Amelia Correa construct an analytical model based on the work of the social economist Adolph Lowe to analyze the relationship between venture capital, microfinance, and productive investment. More specifically, the authors begin the article by discussing the problem of the financing of economic activity, as pointed out by Keynes, that savers and investors are not necessarily identical. That is, the problem of the capitalist system is to

coordinate the two sets of decisions, unemployment being the result of the aggregate mismatch between these two sets of plans.

In this context, a series of developments that seek to solve the problem of financing appear in capitalism. That is, in addition to sophisticated financial systems, other types of financial arrangements with more specific objectives appear as part of the production system. The authors highlight what they define as the precursors of Venture Capitalists (VCs), who were some of the earliest companies to act as intermediaries providing equity capital for individualized financing. In a contemporary setting, with a host of new technologies, investors can have a diversity of opinions, form different arrangements, and allow people with different points of view to come together and push toward some kind of financial innovation, especially in market-based financial systems based. The financial systems paradigm in microfinance is consistent with this agenda.

In sum, the article admits as a perspective whereby the task of development is to transform small producers - usually involved in small-scale market activities outside the scope of modern enterprise - into microentrepreneurs. For this, it is necessary to innovate in organizational terms. This organizational innovation may include microcredit schemes as well as collaborations in the area of technology, design and marketing. According to the authors, the model that covers all these dimensions is the structural framework of Adolph Lowe. In this context, as the authors point out, although heterodox economists have incorporated in their analysis the role of "institutions", microfinance is rarely found in their models. A brief three-sector model is therefore offered, with resource flows anchored in prices in the consumer goods sector. Correct price formation, given the production cost structure, is critical to the flow of (financial) resources across sectors. The structure absorbs, in addition to the allocative efficiency, the innovative or Schumpeterian efficiency and the Keynesian efficiency.

The second part of this issue of the Brazilian Keynesian Review brings together short contributions on the Brazilian economic macroeconomic outlook and prospects. In the first article, entitled ***Financial systems, financial governance and economic development***, Jan Kregel shows that the problem of unemployment and income inequality can be explained by the lack of demand and liquidity preference. More specifically, the author recalls that for Keynes, scarcity is not a result of insufficient resources, and it is possible to observe the existence of "poverty in the midst of abundance" caused by the impact of excess liquidity demand on interest rates. This would lead to a shortage of demand for labor and unemployment.

This same factor is also the basis for unequal income distribution, since liquidity protects the investor, while generating loss of income for the worker. That is, the key to both insufficient labor demand and inequality can be found in the fear of asset loss and loan default. In this context, Keynes defended the euthanasia of the rentier and the defense of a more active role of the government in providing liquidity, either through governmental financial institutions or by maintaining a demand for liquidity through the generation of greater profitability.

According to Kregel, unemployment and the unequal distribution of income have the same causes in developing countries. These economies are usually characterized by the dominant role of agricultural production, which can be maintained even with the removal of part of the labor force employed in their production. So the main problem of these economies is how to use their exuberant workforce. The most commonly accepted solution is the creation of a manufacturing sector that offers jobs for the unemployed in agriculture. Thus, the most urgent problem in developing economies is to finance the creation of alternative sectors capable of absorbing the unemployment created by technical progress. Thus, the creation of a domestic financial system willing to finance productive activity becomes a prerequisite for the

development of alternative sources of employment, either through the creation of an industrial sector or by overcoming any restriction to this process, caused by the scarcity of national or foreign savings.

In sum, while Schumpeter emphasized the importance of the financial system as an engine of economic development because of its unlimited ability to create purchasing power independently of any savings constraint, the survival and stability of this system depend on avoiding losses that should be taken as inherent in the development process. In a market-based, private risk system, the loss should be borne by the investor but, as Keynes pointed out, it is the attempt to avoid the risk that leads to the liquidity refuge and to the fact that the investment does not expand to increase employment. This is what hampers financing for development and produces unemployment.

Defending the stability of the financial system (prudential regulation) also means attempting to stabilize asset prices to avoid the impairment of liabilities used as a means of payment. This means that there will be an asymmetric distribution of losses that favors creditors at the expense of labor. This explains the inherent inequality of income and wealth in a private financing development system. The issue faced by developing countries, therefore, is the design of an alternative financial system that provides mechanisms to support the inherent losses of development finance, while ensuring a more equitable distribution of the fruits of investment and innovation.

In the second article of this second section, *O Brasil bateu no piso?* (Did Brazil hit the floor?), Carlos Pinkusfeld Bastos and Gabriel Aidar seek to answer the question posed in the title of the paper by analyzing recent data of the Brazilian economy from the theoretical perspective of the Principle of Effective Demand. The analysis of the macroeconomic data starts from a more aggregated level possible, and then it is directed towards the analysis of the components of demand and performance of the supply, with some degree of sectoral disaggregation. Subsequently, the conditioners of the behavior of the components of the effective demand and their perspectives in the medium term are analyzed.

In this context, the authors show that such a floor is not theoretically guaranteed because it depends on the performance of the autonomous components of the demand effectively spent by private agents and the government, within the national economy, and foreign agents through the demand of the rest of the world for exports. Thus, unlike the marginalist approach, for which the "floor idea" is the normal trend of the economy, the assessment of economic trends depends on a series of historical, sociopolitical, institutional, national and international conditions. The authors seek to point out that, in the Brazilian case, the apparent stabilization of the product would be the result of an institutional inertia, or the operation of demand-inducing instruments, relatively "automatic" or at least non-discretionary. In this sense, they point to the fact that one of the few support bases of a government with extremely low approval rates, that is, the improvement of macroeconomic indicators, is the result of institutional factors that are the object of criticism and proposals for reforms by the government itself.

In conclusion, the authors point out that the performance of some components of aggregate demand were those responsible for the Brazilian economy achieving a socially tolerable minimum (floor), such as the minimum wage adjustment policy (with impacts on social security spending that stimulated consumption) and some exceptional measures (such as the release of FGTS – a national fund for workers), the favorable performance of the external sector, among others. However, the authors emphasize that, although these elements of aggregate demand played a significant role in the stagnation of the decline in GDP in 2017, at the same time, given the domestic political and institutional conditions and international

structural structures, these same elements do not seem capable of pushing a more vigorous cycle in the medium term. It is therefore possible for Brazil to experience a situation of "secular stagnation" in socioeconomic conditions much worse than that of developed countries.

In the following article, ***A crise brasileira: um olhar a partir da demanda agregada e do multiplicador keynesiano de gastos*** (The Brazilian crisis: a look from the aggregate demand and the keynesian expenditure multiplier), Cassiano José Bezerra Marques Trovão presents an interpretation for the recent economic activity's movements in Brazil from the perspective of the aggregate demand and the multiplier effect of expenses. More specifically, the author analyzes the components of aggregate demand from the national accounts assuming the following hypotheses: i) in an economy with idle capacity, production responds to demand stimuli in the short term; ii) the increase in production is accompanied by a rise in the level of employment; and, iii) the identity $Y \equiv DA$, is now seen as an equality ($Y = DA$) where there is a sense of determination that goes from DA to Y.

Thus, from the analysis undertaken, the author concludes that the Brazilian socioeconomic crisis has taken proportions that prevent any prognosis of the reversion of this scenario in the short term. That is, the drop in the components of aggregate demand in an economy with high idle capacity, together with the evolution of the expenditure multiplier in Brazil, which does not seem to cooperate, demonstrate the difficulty of the recovery process. The text also points out that the recovery of the national economy will be due to the increase in the components of aggregate demand, either through household consumption (in a scenario of high unemployment and indebtedness), investment, and government expenditures. However, a scenario of high unemployment and indebtedness, an economic and political environment of great uncertainties, and a scenario of cost reductions that includes the Congress Bill of expenditures and labor and social security reforms all play in the opposite direction for recovery. In summary, the author concludes that if there is no change in direction in the economy, which should be reoriented by an economic policy management that seeks to overcome the problem of insufficient aggregate demand and the expansion of economic growth. The scenario that remains is one of acceleration of socioeconomic decay in different dimensions.

Finally, this issue of the Brazilian Keynesian Review brings a brief debate between Geoff Tilly and Marc Lavoie about the latter's article, ***Rethinking monetary theory in light of Keynes and the crisis*** (Brazilian Keynesian Review, 2(2), 2016). Geoff Tily argues that there is a misperception in the above article about the importance of monetary policies in times of crisis. The argument is rebutted by Marc Lavoie, who points out the possibility of discussing fiscal policies from a more consistent point of view without necessarily denying the importance of monetary policy.

We hope you all have a pleasant read.

Anderson Tadeu Marques Cavalcante, editor

Fabrcio José Missio, coeditor

Luiz Fernando Rodrigues de Paula, coeditor

SUMÁRIO/SUMMARY

- 16-31 Modern Money Theory: a criticism from the periphery**
Rodrigo Vergnhanini e Bruno de Conti
- 32-55 Fiscal policy rules in a stock-flow consistent model**
Sylvio Antonio Kappes e Marcelo Milan
- 56-81 A relação entre a política monetária e a gestão da dívida pública mobiliária no México: lições para o Brasil**
Daniela Magalhães Prates e Nicholas Blikstad
- 82-106 Política monetária e ciclo financeiro global: uma análise sobre o caso brasileiro durante o regime de metas de Inflação**
Mateus Ramalho Ribeiro da Fonseca, Pedro Perfeito da Silva e Eliane Cristina de Araújo
- 107-123 Venture capital and microfinance: an instrumental approach**
Romar Correa and Amelia Correa

CONJUNTURA ECONÔMICA/CURRENT ECONOMIC ISSUES

- 124-129 Financial systems, financial governance and economic development**
Jan Kregel
- 130-149 O Brasil bateu no piso?**
Carlos Pinkusfeld Bastos e Gabriel Aidar
- 150-159 A crise brasileira: um olhar a partir da demanda agregada e do multiplicador keynesiano de gastos**
Cassiano José Bezerra Marques Trovão

SEÇÃO ESPECIAL/SPECIAL SECTION

- 160-163 Tily's 'semantic pirouettes' and Lavoie's post-'Keynesianism': a comment on M. Lavoie "Rethinking Monetary Theory in the light of Keynes and the Crisis"**
Geoff Tily
- 163-164 A rejoinder to Tily**
Marc Lavoie