

**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

André de Melo Modenesi

Fábio Henrique Terra

Fabício José Missio

Gary Dymski

Gilberto Tadeu Lima

Giuliano Contento de Oliveira

Igor Rocha

Lauro Mattei

Luiz Fernando Rodrigues de Paula

Marco Flávio da Cunha Resende

Brazilian **Keynesian** Review - [www.braziliankeynesianreview.org](http://www.braziliankeynesianreview.org)

Associação **Keynesiana** Brasileira - [www.associacaokeynesianabrasileira.org](http://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](http://www.associacaokeynesianabrasileira.org)

Brazilian **Keynesian** Review - [www.braziliankeynesianreview.org](http://www.braziliankeynesianreview.org)



## EDITORIAL

A editoria da Brazilian Keynesian Review (BKR) tem a satisfação de comunicar que o número 1 do seu volume 4 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 quatro trabalhos. No primeiro, ***A internacionalização de moedas locais de países emergentes: a experiência do peso mexicano e do renminbi chinês***, Noemi Levy busca entender as razões da internacionalização das moedas locais das economias emergentes, comparando os caminhos seguidos pelos países da América Latina e da Ásia.

A análise é dividida em três partes. Na primeira, a autora se propõe a estabelecer brevemente as bases para a internacionalização das moedas locais. Para tanto, leva-se em consideração a forma como as moedas das economias emergentes se internacionalizaram. A análise destaca que o sistema financeiro foi drasticamente modificado, com mudanças no arranjo institucional do mercado financeiro internacional e no sistema de pagamentos. Nesse novo cenário, o dinheiro aparece como uma dívida eminentemente privada, estruturalmente endógena no mercado financeiro, que se distingue por incorrer em um processo de globalização. Não obstante, apesar das referidas modificações, a forma de operação do sistema financeiro foi mantida com base em um sistema dual que combina moedas que operam como reservas internacionais e as “outras moedas”. Estas últimas, que circulam juntamente à moeda de reserva global (dólar), assumem a particularidade de, no auge do ciclo, serem transacionadas como ativos caso adquiram o status de moedas conversíveis no mercado internacional. Dessa forma fica claro o novo papel dos mercados financeiros. Por um lado, é uma fonte de financiamento, especialmente para países emergentes com estruturas produtivas relativamente fracas e pouco integradas, emitindo financiamento reduzido em sua própria moeda, acompanhados por processos de refinanciamento que transformam a dívida em termos de prazos e custos. Por outro lado, os mercados de câmbio são ativados, tornando-se uma fonte de redução de risco, mas também emergem inovações financeiras altamente instáveis, levando à conclusão de que nem todo financiamento é especulativo, mas tampouco está livre de instabilidade financeira.

Na segunda parte do artigo analisa-se a inserção dessas economias emergentes no mercado internacional. Para tanto, discute-se as características financeiras e produtivas dos países que experimentaram uma maior internacionalização de sua moeda. Em uma análise comparada entre as economias emergentes da América Latina (Brasil, Chile e México) e da Ásia (China), a autora mostra que tanto produtivamente quanto financeiramente os modelos adotados diferem significativamente entre os países. Do ponto de vista financeiro (da liberalização financeira) a argumentação vai no sentido de mostrar que altos volumes de capital entram na América Latina, em geral acima das necessidades de financiamento da conta corrente, o que implica afirmar que os fluxos financeiros se tornaram relativamente independentes da conta corrente. Na China, o ingresso de capital foi menor devido à regulamentação que acompanhou a liberalização do processo financeiro, que, aliado ao crescente dispêndio de formação bruta

de capital fixo, possibilitou a implantação de mais financiamentos denominados em moeda local. Assim, a liberalização financeira dos países da América Latina aumentou sua posição como devedores à frente da China.

Por fim, a terceira parte do artigo dedica-se a entender a evolução divergente da internacionalização bem sucedida da moeda, analisando as características das transações feitas usando as moedas internacionalizadas e o desempenho de seus mercados locais, relacionando-as com variáveis de produção. A autora apresenta uma série de dados mostrando que, no nível global, o movimento total de moedas entre países foi acelerado durante a primeira década do século XXI, incluindo as transações em moedas dos países emergentes. Ressalta-se, ainda, a composição diferente dos instrumentos utilizados na internacionalização das moedas. Como resultado, houve mudanças no grau de utilização internacional de algumas moedas de países emergentes, resultado de diferentes estratégias adotadas por estes.

No segundo artigo, intitulado ***Debate sobre política macroprudencial, conceitos e contexto brasileiro***, os autores Míriam Oliveira Silva Portuguese, Viviane Luporini e Luis Antonio Licha resumem os principais conceitos, na literatura econômica após a crise financeira de 2008, relacionados à política macroprudencial e apontam sua relação com a Hipótese da Estabilidade Financeira de Minsky. Mais especificamente, a ideia é mostrar as principais definições da política prudencial no contexto da gestão macroeconômica, incluindo a tentativa de fornecer definições estritas de risco sistêmico, estabilidade financeira e instrumentos macroprudenciais. Também destacam-se algumas questões que devem ser consideradas na implementação de políticas macroprudenciais, como a natureza pró-cíclica e o risco sistêmico, os canais de riscos globais e a cobertura de políticas que regulam o sistema bancário paralelo. Além disso, os autores descrevem a política macroprudencial no contexto do sistema financeiro brasileiro, com ênfase nas principais políticas implementadas no ambiente regulatório bancário relacionado a Basileia III e regulamentações não bancárias relacionadas a “bancos de fachada” (*shadow banks*).

A abordagem dos autores é centrada, em um primeiro momento, na revisão dos conceitos consensuais existentes em torno da política de estabilidade financeira antes da crise financeira global de 2008. Esse consenso baseava-se na ideia de que a moeda é neutra e, portanto, na inexistência de trade-off de longo prazo entre inflação e desemprego. No curto prazo, entretanto, esse trade-off existe, sendo causado principalmente pela rigidez temporária dos preços e dos salários nominais. Esse entendimento proporcionava a instrumentação da política monetária, em torno da busca pela estabilidade de preços (inflação baixa e crível), usando um núcleo de metas de inflação apoiado pela transparência sobre os objetivos e procedimentos da taxa de juros. Nesse contexto, segundo os autores, a estabilidade de preços é um objetivo político separado da estabilidade financeira, sendo este último alcançado pela regulação e supervisão microprudencial. Os autores adeptos desse consenso acreditavam na eficiência dos mercados na inovação, distribuição e precificação de riscos e, de certa forma, da capacidade dessas instituições de evitar às crises sistêmicas.

Em um segundo momento, os autores argumentam que a crise financeira de 2008 mostrou que a instabilidade do sistema financeiro pode ter consequências extremas para a economia real, particularmente em relação ao risco sistêmico. Ao contrário do indicado pela teoria dominante, a crise evidenciou que aspectos macroeconômicos devem ser levados em consideração pelas autoridades financeiras para conter crises financeiras e que a capacidade da regulamentação prudencial focada exclusivamente em bancos como forma de garantir a robustez do sistema financeiro é questionável. Desde então, a literatura econômica tem abordado a política prudencial no sentido macroeconômico com senso de urgência, estabelecendo metas, objetivos e instrumentos para apoiar a estabilidade financeira da

economia como um todo, afim de evitar crises financeiras ao invés de adotar exclusivamente políticas microprudenciais. No entanto, na visão dos autores, essa nova perspectiva enfrenta alguns desafios, principalmente na definição de objetivos claros, na mensuração da instabilidade, nos instrumentos a serem utilizados e na adequação do funcionamento do aparato institucional existente. Os autores argumentam que a adoção de uma política prudencial mais ativa para evitar crises financeiras não é nova na literatura econômica. Autores pós-keynesianos, especialmente Minsky, já apontavam que a economia enfrenta forças cumulativas em curso, isto é, forças endógenas que modificam o estado de economia, o que pode causar várias instabilidades nos mecanismos de mercado. Um estudo econométrico indica que a política macroprudencial não altera as médias das séries, que são *proxies* para risco sistêmico. A análise descritiva indica que as políticas são periódicas e implementadas com instrumentos direcionados para cada área de risco. Como conclusão, os autores alertam sobre a natureza endógena dos riscos no sistema financeiro, fator que ganhou aceitação crescente dentro dos autores tradicionais pós-crise, com reconhecimento de que alguns mecanismos dentro do sistema financeiro (criação de crédito) e ciclo financeiro (interação entre agentes) podem causar instabilidade. O papel da política macroprudencial seria, portanto, *ex ante*, ou seja, deve atuar antes da concretização de um risco e antes que o risco possa se propagar pela macroeconomia e pelo sistema financeiro.

No terceiro artigo, ***Ciclo Financeiro Global e Liberalização Financeira Externa: desdobramentos sobre o desempenho macroeconômico brasileiro entre 1995 e 2014***, avalia-se o impacto da liberalização financeira externa – nas dimensões *de jure* e *de facto* – sobre o desempenho macroeconômico brasileiro por meio do modelo econométrico de Vetores Autorregressivos (MS-VAR). Segundo os autores, André Moreira Cunha, Pedro Perfeito da Silva e Mateus Ramalho Ribeiro da Fonseca, ao utilizar um método que inclui mudanças de regime a partir de correntes Markovianas é possível lidar com a não linearidade de parâmetros e estimar regimes que representam os movimentos do ciclo financeiro global.

Para cumprir com os objetivos, inicialmente os autores apresentam argumentos que sustentam a percepção entusiasta dos adeptos da liberalização financeira externa (LFE) para, em seguida, apresentar as críticas apontadas para essa literatura. Destacam-se, assim, que a tradição pós-keynesiana oferece referências teóricas e normativas há muito consolidadas nesses temas. Do ponto de vista da literatura empírica, destacam o fato de existirem diversos indicadores que mensuram o grau de LFE de uma dada economia, podendo ser identificados em pelo menos dois tipos principais: os índices *de jure* e às medidas *de facto*. Os autores ressaltam que os resultados empíricos dos impactos da LFE sobre diversas variáveis macroeconômicas, em especial, o crescimento do produto, são ambíguos em ambas as dimensões. Na sequência, os autores fazem uma breve exposição da história do processo brasileiro de liberalização financeira. Discute-se as mudanças de situação na administração da conta capital e financeira, bem como a tradição brasileira dos estudos que avaliam cada medida normativa/regulatória, com ênfase naquelas que utilizam-se do Índice de Controle de Capitais (ICC).

O exercício econométrico aponta, entre seus principais resultados, os efeitos pouco significativos de medidas regulatórias liberalizantes e os desdobramentos macroeconômicos problemáticos associados aos choques positivos no grau de integração da economia brasileira aos mercados financeiros internacionais. Dessa forma, os autores concluem a necessidade do emprego de controles de capital, os quais devem combinar uma dimensão permanente, para mitigar os efeitos negativos da integração financeira, com uma dimensão cíclica, voltada para as pressões engendradas pelo ciclo financeiro global.

No último artigo da seção, ***Modelos de Crescimento, Regimes Kaldorianos e a Lei de Thirlwall: Ajustes e Equações de Fechamento***, Gabriel Porcile e Danilo Sartorello Spinola propõem

analisar a co-evolução entre estrutura produtiva, demanda efetiva, restrição externa e crescimento em um sistema internacional centro-periferia. Para tanto, os autores constroem uma abordagem teórica a partir da expansão do modelo Kaldoriano estruturado por Setterfield (2010), associando-o ao modelo de Thirlwall. Mais especificamente, os autores adicionam ao “modelo base” a taxa de crescimento compatível com a restrição no balanço de pagamentos (BOP) e diferentes mecanismos que determinam o crescimento da produtividade. Dessa forma, buscam observar como a taxa de crescimento de longo prazo interage com a taxa kaldoriana efetiva de crescimento e com a taxa natural gerando distintos possíveis padrões de ajuste. O trabalho discorre, em sequência, sobre possíveis fechamentos do modelo baseados em diferentes pressupostos teóricos. Os autores buscam representar distintos ambientes institucionais e restrições estruturais que levam em consideração, por exemplo, a presença de elasticidades exógenas e oferta infinita de trabalho; o caso oposto, com inelasticidade na oferta de trabalho; e, o fato das elasticidades renda de importações e exportações dependerem da taxa de emprego.

Em termos conclusivos, é possível observar que os diversos fechamentos do modelo permitem associá-los a distintas políticas de ajuste econômico em países em desenvolvimento. Em particular, aquelas políticas favoráveis à mudança estrutural e ao aprendizado tecnológico, reduzindo o hiato tecnológico e produtivo com os países da fronteira. Segundo os autores, esses são elementos centrais para um ajuste virtuoso no processo de desenvolvimento econômico.

A segunda parte desse volume da *Brazilian Keynesian Review* reúne contribuições sobre conjuntura econômica mundial e brasileira. No primeiro artigo, intitulado **Revisionismo histórico e ideologia: as diferentes fases da política econômica dos governos do PT**, Nelson Barbosa-Filho propõe dividir em quatro fases distintas a política econômica brasileira a partir de 2006. Assim, ao propor essa taxonomia, a análise do autor difere da maioria dos críticos que divide a política econômica brasileira de 2003-16 em apenas duas fases, pré e pós-2006.

Com essa nova temporalidade analítica, o autor oferece uma análise de política econômica brasileira a partir da sua evolução no tempo, comparando os resultados de fases distintas. A ideia é comparar o “Brasil com o Brasil”. Nesse caso, propõe-se a divisão do período de 1994 a 2017 em oito fases, cada uma com três anos, com base na estratégia de política econômica do governo e o cenário externo de cada período. Em seguida, destacam-se as principais medidas de política econômica que marcaram cada uma dessas fases. Em sequência, o artigo apresenta uma análise com o objetivo de comparar o Brasil com o resto do mundo (sobretudo com países com características similares às brasileiras). Considerando apenas o período 2003-17, destaca-se que o desempenho da economia brasileira foi influenciado não só pelas decisões de política econômica do governo, mas também pela situação internacional e pela evolução da demografia e outras tendências de longo prazo da sociedade brasileira. Na comparação do Brasil com as maiores economias latino americanas, evidencia-se o quão importantes são choques externos e crises políticas para a evolução do PIB per capita.

O autor conclui o artigo argumentando que uma análise objetiva dos números da economia brasileira revela que, contrário a percepção geral dos críticos, a “perda de qualidade” da política econômica não ocorreu após 2006 ou 2009. Os maiores problemas ocorreram em 2012-14 e começaram a ser corrigidos a partir de 2015, ainda sob o governo do PT, primeiro com um ajuste recessivo, depois via flexibilização fiscal e propostas de reformas de longo prazo, que é a fase gradualista em que nos encontramos desde 2016.

No artigo seguinte, **O impacto da crise econômica nas finanças públicas estaduais: o caso de Minas Gerais**, Raimundo de Sousa Leal Filho e Lúcio Otávio Seixas Barbosa apresentam uma análise que avalia os impactos da recessão econômica de 2015-2017 sobre as finanças públicas

do Estado de Minas Gerais. A análise se concentra, em particular, na discussão dos impactos da contração do nível de atividade econômica durante o triênio 2015-2017 sobre os resultados agregados das finanças públicas estaduais.

Os autores iniciam a análise mostrando que a recessão econômica brasileira (2014-2016), aliada à uma lenta recuperação posterior, refletiu o fraco desempenho econômico de todas as unidades da federação. Nesse cenário, piorou a já frágil situação fiscal dos estados, determinando com maior frequência os atrasos de pagamento aos servidores, as dificuldades de honrar compromissos e a presença de déficits crescentes. Em seguida, os autores mostram a fragilidade nas finanças públicas estaduais analisando o caso específico de Minas Gerais. Para tanto, discutem os impactos da contração do nível de atividade econômica durante o triênio 2015-2017 sobre os resultados agregados das finanças públicas estaduais a partir de duas estratégias: (i) mensuração da magnitude da perda de PIB associada à crise econômica no triênio 2015-2017, identificando a correspondente frustração na arrecadação dos principais tributos relacionados à atividade econômica (ICMS, PIS e COFINS) e (ii) análise da evolução dos principais agregados de receitas e despesas orçamentárias no mesmo período.

Em relação ao PIB real observado (mensurado a preços constantes de 2017), a análise realizada pelos autores concluiu que a perda de PIB associada com a crise econômica do triênio 2015-2017 correspondeu, no caso de Minas Gerais, a 6,8% em 2015, 11,2% em 2016 e 13,0% em 2017. Considerando a perda acumulada durante esses três anos a perda acumulada foi de R\$ 177,9 bilhões, correspondeu a 10,3% de todo o PIB gerado ao longo de 2015-2017. Para avaliar o impacto da crise econômica sobre a evolução dos principais agregados de receitas e despesas orçamentárias em Minas Gerais, os autores estimaram a frustração de receita derivada da queda do nível de atividade da economia. Para tanto, utilizaram a proporção da arrecadação de ICMS no PIB estadual em 2014 como um indicador da arrecadação que potencialmente se teria realizado caso o crescimento do PIB tivesse seguido a sua tendência histórica no período 2015-2017. Essa estimativa foi, então, confrontada com a arrecadação efetivamente observada e o resultado é justamente a receita que se deixou de arrecadar. Os resultados indicam que houve expressiva perda de arrecadação tributária decorrente da queda da atividade econômica. No total, foram quase 20 bilhões de perda de ICMS, IPI e Cofins no período de 2015-2017. Apenas em 2017, deixou-se de arrecadar cerca de 6.2 bilhões, que corresponde a mais de 60% do déficit orçamentário de 9,7 bilhões registrado em 2017.

Tenham todos uma agradável leitura!

Anderson Tadeu Marques Cavalcante, editor

Fabrcio José Missio, coeditor

Luiz Fernando de Paula, coeditor



## EDITORIAL

The Brazilian Keynesian Review (BKR) is pleased to announce that Volume 1 of its Volume 4 is now 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, accepting different research orientations, provided that the contributions have an interface with the Keynesian approach, such as Institutional, Structuralist or Evolutionary studies. BKR is an online journal that has semiannual periodicity and unrestricted access. The papers are published either in Portuguese or English. The journal consists of two parts. The first one contains academic articles in a more traditional way, and the second includes small articles dealing with the Brazilian or world economic situation.

The first section in this issue is composed of four papers. In the first one, ***The internationalization of local currencies of emerging countries: the experience of the Mexican peso and the Chinese renminbi***, Noemi Levy seeks to understand the reasons for the internationalization of emerging economies' currencies by comparing the development paths followed by some countries in Latin America and Asia. The analysis is divided into three parts.

In the first, the author briefly discusses the bases for the internationalization of local currencies. To do so, one must consider how the currencies of emerging economies have become internationalized. The analysis highlights that the international financial system was drastically modified in the last decades, with critical changes in the institutional arrangement and the payments system of the international financial market. In this new context, money appears eminently as private debt, and as structurally endogenous in the financial market. Nevertheless, despite these changes, the way in which the financial system was operated remained based on a dual system combining convertible currencies, which operate as international reserves, and "other currencies". The latter, which circulate in tandem with the global reserve currency (dollar), assume the peculiarity of being transacted as financial assets, at the peak of the economic cycle, but only if they assume the status of convertible currencies in the international market. In this way, the new role of financial markets becomes clearer. On the one hand, financial markets are a source of finance, especially for emerging countries with relatively weak and poorly integrated productive structures, offering refinancing processes that transform debt in terms of terms and costs. On the other hand, foreign exchange markets are activated, becoming a source of instruments for risk reduction, but also of highly unstable financial innovations, leading to the conclusion that not all finance is speculative, but neither is it free from financial instability effects.

The second part of the article analyzes the insertion of the emerging economies in the international market. For that, the financial and productive characteristics of the countries that have experienced a greater internationalization of their currency are discussed. In a comparative analysis between the emerging economies of Latin America (Brazil, Chile and Mexico) and Asia (China), the author shows that, both productively and financially, the models adopted differ significantly between countries. From a financial point of view (from financial liberalization) the argument goes to show that high volumes of capital to Latin America, are generally above the current account financing needs, implying that financial flows have become relatively independent of movements in the current account of these countries. In China, capital inflows were lower due to regulations that accompanied financial liberalization in the country, which, coupled with the increasing expenditure on gross fixed capital formation, allowed for the local currency to respond to a higher share of financing. Thus, the financial liberalization of Latin American countries increased their position as debtors in comparison to China.



Finally, the third part of the article discusses the divergent evolution of successful internationalization of a currency, analyzing the characteristics of the transactions made using internationalized currencies and the performance of local markets, relating both to real variables. The author presents a data series showing that, at the global level, the movement of currencies between countries has accelerated during the first decade of the twenty-first century, including transactions in currencies of emerging countries. It is also worth mentioning the different composition of the instruments used in the internationalization of currencies. As a result, there were changes in the degree of international usage of some currencies of emerging countries, which are related to the adoption of different strategies by these countries.

In the second article, entitled ***Macprudential policy debate, concepts and the Brazilian context***, the authors Míriam Oliveira, Viviane Luporini and Luis Antonio Licha summarize the main concepts related to macroprudential policies in the literature after the financial crisis of 2008, pointing out their relation to Minsky's Financial Stability Hypothesis. More specifically, the objective consisted in showing the main definitions of prudential policy in the context of macroeconomic management, including the attempt to provide strict definitions of systemic risk, financial stability and macroprudential instruments. Some issues that must be considered in the implementation of macro-prudential policies, such as the procyclical nature and systemic risk, the global risk channels, and the coverage of policies that regulate the shadow banking system, also stand out. In addition, the authors describe macroprudential policy in the context of the Brazilian financial system, emphasizing the main banking regulatory policies implemented after Basel III and nonbank banking regulations related to shadow banks.

The authors' approach centered on a review of the consensual concepts on financial stability policies prior to the global financial crisis of 2008. Such a consensus was based on the idea that money is neutral in the economic system and, therefore, there is no long-term trade-off between inflation and unemployment. In the short term, however, this trade-off is assumed valid, being mainly caused by temporary rigidity of prices and nominal wages. According to the authors, such understanding provided the required instrumentation for monetary policy to achieve price stability (e.g. low and credible inflation), using a core inflation target supported by transparency on interest rate objectives and procedures. In this context, price stability is a political objective that is apart from financial stability, the latter being achieved by microprudential regulation and supervision. The authors supporting these ideas believed in the efficiency of markets in innovation, distribution and risk pricing and, to a certain extent, the ability of these institutions to avoid systemic crises.

Contrary to what was stated by the dominant theory, the authors argue that the 2008 financial crisis showed that instability in the financial system could have extreme consequences for the real economy, particularly in relation to systemic risk. The crisis showed that the capacity of prudential regulation focused exclusively on banks as a way of guaranteeing the robustness of the financial system is questionable. Moreover, macroeconomic aspects must also be taken into account by financial authorities if the objective is to avoid financial crises. Since then, economic literature has addressed macroeconomic prudential policy with a sense of urgency, setting goals, objectives, and instruments to support financial stability. However, this new perspective faces some challenges, mainly in the definition of clearer objectives, in the measurement of instability, in the instruments to be used, and in the adequacy of the existing institutional apparatus. The authors argue that the adoption of a more active prudential policy is not a novelty in the economic literature. Post-Keynesian authors, especially Minsky, have already pointed out that the economy faces cumulative forces, that is, endogenous forces that modify the state of the economy, which can cause various instabilities in market mechanisms. An econometric study carried in the paper indicates that macroprudential policy does not

change the means of proxies for systemic risk. The descriptive analysis shows that the policies are periodic and implemented with instruments directed to each risk area. As a conclusion, the authors warn of the endogenous nature of risks in the financial system, a factor that has gained increasing acceptance within traditional post-crisis authors, with the recognition that some mechanisms within the financial system (credit creation) and financial cycle (interactions among agents) may cause instability. The role of macroprudential policy must therefore be in action before risk can materialize and spread through the macroeconomy and the financial system.

In the third article, ***Global Financial Cycle and External Financial Liberalization: developments on the Brazilian macroeconomic performance between 1995 and 2014***, the impacts of external financial liberalization - in *de jure* and *de facto* dimensions – are analyzed on the Brazilian macroeconomic performance. According to André Moreira Cunha, Pedro Perfeito da Silva, and Mateus Ramalho Ribeiro da Fonseca, by using a method that includes regime changes from Markovian chains, it is possible to deal with the nonlinearity of parameters and to estimate regimes that represent the movements of the global financial cycle.

In order to fulfill the paper's objectives, the authors initially present arguments that support the perception of advocates of external financial liberalization (EFL) and then present the criticisms pointed out in the literature. Thus, the post-Keynesian tradition offers theoretical and normative references that have long been consolidated in these themes. From the point of view of the empirical literature, the fact is that there are several indicators that measure the EFL degree of a given economy, being possible to identify at least two main types: *de jure* indices and *de facto* measures. The authors emphasize that the empirical results for EFL impacts on several macroeconomic variables, especially product growth, are ambiguous in both dimensions. Following that, the authors briefly expose the history of the Brazilian process of financial liberalization. They discuss the changes in management of the capital and financial account, as well as the Brazilian tradition in studies that evaluate each normative and regulatory measure, with emphasis on those that use a Capital Control Index (CCI).

Among its main results, the econometric exercise shows that liberalizing regulatory measures have mostly non-significant effects and that there are several problems associated with macroeconomic developments following positive shocks in the degree of integration of the Brazilian economy into the international financial markets. The authors thus conclude the need for capital controls, which must combine a permanent dimension to mitigate the negative effects of financial integration with a cyclical dimension, focused on the pressures generated by the global financial cycle.

In the last paper of this section, ***Growth Models, Kaldorian Regimes, and the Thirlwall Law: Adjustments and Closure Equations***, Gabriel Porcile and Danilo Sartorello Spinola analyze the co-evolution between productive structure, effective demand, external constraint, and growth in a international center-periphery system. In order to do so, the authors build a theoretical approach based on the expansion of the Kaldorian model, associating it with the Thirlwall model. More specifically, the authors add to a "base model" the growth rate compatible with balance of payments equilibrium and different mechanisms to determine productivity growth. In this way, they evaluate how the long-term growth rate interacts with Kaldor's effective growth rate and with the natural rate, and how this interaction generates distinct possible adjustment patterns. The paper discusses, in sequence, possible closures for the model based on different theoretical assumptions. The authors seek to represent different institutional environments and structural constraints that take into account, for example: a) the presence of exogenous elasticities and infinite labor supply; b) the opposite case, with inelasticity in the labor supply; and c) the fact that the income elasticities of imports and exports depend on the employment rate.

In conclusion, it is possible to observe that the various possible closures to the model allow associating them to different economic adjustment policies in developing countries. In particular, those policies favor structural change and technological learning, reducing the technological and productive gap with border countries. According to the authors, these are central elements for a virtuous adjustment in the process of economic development.

The second part of this volume of the Brazilian Keynesian Review brings together contributions on the world and Brazilian economic conjuncture. In the first article, titled **Historical Revisionism and Ideology: the different phases of the economic policies of the PT governments**, Nelson Barbosa-Filho proposes the division of Brazilian economic policy into four distinct phases from 2006 onwards. By proposing this taxonomy, the author differs from most critics who divide Brazilian economic policy, from 2003 to 2017 into just two phases, pre and post-2006.

With this approach, Nelson Barbosa-Filho offers a dynamic analysis of Brazilian economic policy, comparing economic results from different temporal settings. The first idea is to compare the Brazilian situation from two perspectives. Firstly, by dividing the period 1994-2017 into eight phases, each one consisting of three years based on the government's economic policy strategy and the external scenario of each period. Secondly, by computing the main economic policy measures that marked each of these phases. The paper also brings an analysis whereby Brazil is compared to the rest of the world (especially to countries with similar characteristics to Brazil). By considering a shorter period, it could be noted that the performance of the Brazilian economy was influenced not only by the government's economic policy decisions, but also by the international situation and by the evolution of demographic and other long-term tendencies of Brazilian society. In comparing Brazil with the largest Latin American economies, it is evident how important external shocks and political crises are for the evolution of GDP per capita.

The author concludes by arguing that an objective analysis of Brazilian economic figures reveals that, contrary to the general perception of the critics, the "loss in quality" of economic policy did not occur after 2006 or 2009. The biggest problems actually occurred in 2012-14, which economic policies began to correct after 2015, still under the government of the Labour's Party, first with a recessive adjustment and later through fiscal easing and long-term reform proposals, which is the gradualist approach we have been witnessing since 2016.

In the last article, **The impact of the economic crisis on state public finances: the case of Minas Gerais**, Raimundo de Sousa Leal Filho and Lucio Otávio Seixas Barbosa present an assessment of the impacts of the economic recession of 2015-2017 on the public finances of the State of Minas Gerais. The authors begin the analysis showing that the Brazilian economic recession (2014-2016), and the slow recovery afterwards, reflected the poor economic performance of all the units of the federation. In this context, the already fragile fiscal situation of the Brazilian states has worsened, provoking frequently delays in wage payments to state employees, difficulties in honoring commitments and the presence of increasing deficits. The authors show the fragility in the state public finances analyzing the specific case of Minas Gerais. To do so, they discuss the impacts of the contraction of the level of economic activity in the country during the years 2015-2017 over the state's public finance. The strategy is twofold: (i) to measure the magnitude of the GDP loss associated with the economic crisis in the period by identifying the fall in taxes' contributions and (ii) to analyze the evolution of the main aggregates of revenues and budgetary expenses in the same period.

Regarding the observed real GDP (measured at constant prices in 2017), the analysis carried out by the authors concluded that the loss of GDP associated with the economic crisis in the 2015-2017 period corresponded, in the case of Minas Gerais, to 6.8% in 2015, 11.2% in 2016

and 13.0% in 2017. Considering the accumulated loss during these three years, the figure reaches R\$ 177.9 billion, corresponding to 10.3% of the total GDP generated over 2015-2017. In order to evaluate the impact of the economic crisis on the evolution of the main aggregates of revenues and budget expenditures in Minas Gerais, the authors estimated the loss of revenue derived from the fall in the activity level of the economy. To do so, they used the ratio of ICMS taxation to state GDP in 2014 as an indicator of the potential revenue that would have been realized if GDP growth had followed its historical trend. This estimate was then confronted with the revenue actually observed and the result is precisely the revenue that was no longer collected. The results indicate that there was a significant loss of tax collection due to the fall in economic activity. In total, there were almost 20 billion lost in major taxes (ICMS, IPI and Cofins) in the period. In 2017 alone, the loss was close to R\$6,2 billion, which corresponds to more than 60% of the R\$9.7 billion budget deficit registered in 2017.

We hope you all have a pleasant read.

Anderson Tadeu Marques Cavalcante, editor

Fabício José Missio, coeditor

Luiz Fernando Rodrigues de Paula, coeditor

## **SUMÁRIO/SUMMARY**

- 16-31 The internationalization of local currencies of emerging countries: the experience of the Mexican Peso and the Chinese Renminbi**  
Noemi Levy
- 35-61 Macroprudential policy debate, concepts and the Brazilian context**  
Miriam Oliveira, Viviane Luporini e Antonio Luis Licha
- 62-83 Ciclo financeiro global e liberalização financeira externa: desdobramentos sobre o desempenho macroeconômico brasileiro entre 1995 e 2014**  
André Moreira Cunha, Pedro Perfeito da Silva e Mateus Ramalho Ribeiro da Fonseca
- 84-101 Modelos de crescimento, regimes Kaldorianos e a Lei de Thirlwall: ajustes e equações de fechamento**  
Gabriel Porcile e Danilo Sartorello Spinola

## **CONJUNTURA ECONÔMICA/CURRENT ECONOMIC ISSUES**

- 102-115 Revisionismo histórico e Ideologia: as diferentes fases da política econômica dos governos do PT**  
Nelson H. Barbosa-Filho
- 116-132 O impacto da crise econômica nas finanças públicas estaduais: o caso de Minas Gerais**  
Raimundo Leal Filho e Lúcio Barbosa