

BRAZILIAN KEYNESIAN REVIEW

Determinantes da confiança do consumidor e dinâmica da política monetária no Brasil

Rafaela Maiara Caetano e Cleomar Gomes da Silva

Choques externos e desequilíbrios financeiros: uma interpretação sobre a crise brasileira

Martin Branco Kirsten e Henrique Morrone

The irrationality of the Petrobras refining divestments

Cássio Garcia Ribeiro, Guilherme Jonas Costa da Silva and Francielly de Fátima Almeida

Debt patterns of the peripheral economies of Europe: from the increased growth post-implementation of the Euro to the Great Recession

Yasmim Dalila Barbant and Leonardo Flauzino de Souza

The theoretical basis of the CGIL's analysis of the Italian economic decline

Guglielmo Forges Davanzati and Nicolò Giangrande

CURRENT ECONOMIC ISSUES

A agenda econômica anacrônica do governo Bolsonaro

Ricardo Carneiro

Por que a recuperação tem sido a mais lenta da nossa história?

Manoel Carlos Pires, Bráulio Borges e Gilberto Borça Jr.

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 Cavalcante

André Modenesi

Fábio Henrique Terra

Fabício 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 - <http://www.braziliankeynesianreview.org>

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 BKR também passa a incorporar uma seção especial com resenhas de livros recentemente publicados e outras publicações de interesse da Associação Keynesiana Brasileira, desde que aprovados pelo Comitê Editorial da Revista.

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

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 - <http://www.braziliankeynesianreview.org>



EDITORIAL

A editoria da *Brazilian Keynesian Review* (BKR) tem a satisfação de publicar o Número 1 do seu Volume 5, disponível irrestritamente na página eletrônica da revista www.braziliankeynesianreview.org. 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 perspectiva 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. 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, intitulado *Determinantes da confiança do consumidor e dinâmica da política monetária no Brasil*, Rafaela Maiara Caetano e Cleomar Gomes da Silva analisam os determinantes da confiança do consumidor e impactos na dinâmica da política monetária no Brasil. A hipótese assumida no trabalho é a de que o índice de confiança do consumidor brasileiro pode influenciar a atuação da política monetária por meio do canal das expectativas, impactando o lado real da economia. Para tanto, os autores realizam exercícios econométricos envolvendo modelos Autorregressivos de Defasagem Distribuída (ARDL) aliados à abordagem de cointegração para dados entre janeiro de 2003 e dezembro de 2016.

Resultados sugerem a existência de uma relação de longo prazo entre o índice de confiança do consumidor e as demais variáveis macroeconômicas analisadas, tais como o índice de preços do consumidor, o salário real, a taxa de juros Selic, o índice de atividade econômica do Banco Central do Brasil e um índice de títulos públicos. Em relação à dinâmica de curto prazo, os resultados sugerem que as variáveis econômicas influenciam a confiança do consumidor e, quando esta confiança é posta em xeque, ela se recupera de forma lenta. Em termos de dinâmica de política monetária, verificou-se a importância do comportamento da demanda, bem como a relação entre a taxa de juros Selic e a confiança do consumidor brasileiro. Os autores concluem que o canal das expectativas relaciona-se com as variáveis macroeconômicas e, em termos de política monetária, o relacionamento estável de longo prazo com o instrumento de política (medido pela taxa de juros

Selic) indica que a autoridade monetária deve levar em conta estes resultados para a tomada de decisões.

No segundo artigo, intitulado *Choques externos e desequilíbrios financeiros: uma interpretação sobre a crise brasileira*, de autoria de Martin Branco Kirsten e Henrique Morrone, investigam-se as causas da recessão brasileira iniciada em 2014. Mais especificamente, admite-se como hipótese que a deterioração das contas públicas é um sintoma da recessão, não sua causa. Para tanto, os autores buscam as principais relações de causa-efeito entre os setores institucionais da economia a partir do exame das séries temporais dos resultados dos setores privado e público e o saldo em conta corrente do Banco Central do Brasil no período de novembro de 2002 a junho de 2017.

A novidade apresentada no trabalho é a metodologia alternativa que utiliza o procedimento de Toda e Yamamoto (1995) para averiguar a causalidade “no sentido de Granger” entre os saldos dos setores institucionais. Após uma discussão acerca das diversas explicações para a dinâmica de fluxos em economias abertas, o que inclui as abordagens dos déficits gêmeos e da equivalência ricardiana ou ainda a crítica keynesiana a essas abordagens, os autores introduzem o modelo de balanços setoriais de Cripps e Godley (1976), que expõe uma abordagem contábil dos três setores institucionais, na qual o superávit do setor privado depende dos superávits das contas externas e do déficit público.

Conforme destacado pelos autores, os resultados das estimações contestam as interpretações liberais sobre a crise. Mais especificamente, identificou-se que existem evidências estatísticas para dar suporte a duas abordagens no caso brasileiro: primeiro, a abordagem keynesiana, em que o setor privado possui influência no setor público; em segundo, a abordagem estruturalista, em que o setor externo impacta o setor público. Ademais, os testes econométricos dão suporte para o argumento de que foi a reversão do cenário internacional e do forte endividamento do setor privado brasileiro que pressionaram o déficit do setor público. Os autores concluem, a partir dos resultados alcançados, que a crise decorreu principalmente do excessivo endividamento privado e de choques externos negativos, não sendo proveniente de desequilíbrios do setor público. Sendo assim, eles entendem que uma política de ajuste fiscal não seria adequada para combater a crise brasileira.

Na sequência de trabalhos, o artigo *The irrationality of the Petrobras refining divestments*, de Cássio Garcia Ribeiro, Guilherme Jonas Costa da Silva e Francielly de Fátima Almeida investiga, por meio de uma análise econométrica, as estratégias atuais que a Petrobras adotou no setor de refino. Mais especificamente,

os autores buscam avaliar se a estratégia de venda dos ativos da empresa no setor avaliado é adequada para o desenvolvimento do país e para o fortalecimento da Petrobras. A hipótese assumida é que o avanço da companhia nesse segmento poderia dinamizar o setor e criar condições para uma inserção mais bem-sucedida no cenário global, o que contribuiria para o crescimento do país. Nas seções iniciais do artigo os autores fazem uma análise detalhada da companhia e de sua trajetória e importância no setor de petróleo brasileiro. Em seguida, discute-se o seu desempenho na atividade de refino. Por fim, avaliam as consequências da recente crise enfrentada pela Petrobrás e as implicações dessa crise na referida atividade de refino.

Para cumprir com os objetivos, desenvolve-se a abordagem do crescimento liderado por exportações, estimando-se a(s) sensibilidade(s) das exportações de diferentes segmentos do setor de petróleo a partir de modelos de painéis dinâmicos. O período analisado compreende os anos 2006 a 2018. Dentre os resultados destacam-se o fato de que a sensibilidade da produção final de bens (óleo refinado) é relativamente menor quando comparada aos demais segmentos. Esse resultado confirma a estratégia adotada pela Petrobras de concentrar-se na produção e exportação de petróleo bruto e de insumos intermediários.

Os autores concluem que o país, uma vez inserido no mercado internacional de refino e dado o grande volume de petróleo no pré-sal brasileiro, oferece uma perspectiva interessante para a Petrobras se aumentar a produção de derivados e a consequente venda de excedente de produção no mercado internacional. Os dados revelam que o Brasil rompeu definitivamente as barreiras à entrada nesse setor, indicando que há uma janela de oportunidade para o país se tornar um importante player no mercado internacional de derivados. Não obstante, ressaltam os autores, a crise recente enfrentada pela companhia tem colocado o Brasil (e a própria companhia) em uma posição de exportador de petróleo e importador de derivados no cenário internacional. Assim, tendo em vista os resultados obtidos nos exercícios econométricos, os autores argumentam que a empresa deveria rever sua estratégia de venda de ativos nas áreas de refino e petroquímica e que, considerando que este setor é estratégico para o crescimento brasileiro, isso pode se tornar uma força propulsora capaz de promover importantes mudanças estruturais.

No quarto artigo dessa edição, Yasmim Dalila Barbant e Leonardo Flauzino de Souza analisam em *Debt patterns of the peripheral economies of Europe: from the increased growth post-implementation of the Euro to the Great Recession* as especificidades dos processos de endividamento de países da periferia europeia

(Grécia, Itália, Irlanda, Portugal e Espanha - doravante GIIPS) que orientaram a expansão da demanda (via consumo, investimentos, gastos públicos ou saldo líquido das exportações) e aumento do endividamento dos agentes econômicos domésticos (empresas, famílias e governos) no período pré-crise de 2008. Em outras palavras, o artigo busca mostrar que a crise da Zona do Euro é consequência da falta de demanda, atenuada por pequenos aumentos nas exportações líquidas.

Para tanto, os autores desenvolvem uma abordagem keynesiana integrada do ciclo econômico, combinando o crescimento liderado pela demanda com o endividamento público e privado dos agentes econômicos da periferia da zona do euro. Nesse perspectiva, a crise dos GIIPS e a mudança nos componentes de crescimento pelo lado da demanda podem ser explicadas pela restrição de liquidez imposta pelos mercados financeiros globais a partir do efeito de contágio da crise americana combinado com políticas de austeridade forçada em tempos de queda dos gastos privados. No artigo, a primeira seção dedica-se ao levantamento do debate teórico sobre o significado do endividamento para o sistema econômico, tanto na perspectiva ortodoxa quanto keynesiana; na seção seguinte, os autores mostram as características do crescimento liderado pela demanda, antes e depois da crise econômica de 2008, que moldaram o processo de endividamento dos agentes econômicos públicos e privados em cada um dos países do GIIPS.

Os principais resultados indicam que, de 2000 a 2008, todos os países apresentaram superávits no setor externo (déficits em conta corrente), o que caracterizou distintos processos de endividamento dos agentes econômicos domésticos. A reversão desses processos foi acompanhada por maiores déficits públicos e a substituição da dívida privada pela dívida pública. A lenta redução nos déficits líquidos de exportação, aliada às políticas de austeridade, ajudam a explicar a fraca recuperação dessas economias. Entre 2009 e 2017 pequenos alívios vieram do setor externo, com a redução dos déficits de exportação desses países após a desvalorização da moeda.

No artigo seguinte, *The theoretical basis of the CGIL's analysis of the Italian economic decline*, os autores Guglielmo Forges Davanzati e Nicolò Giangrande procuram entender como Confederação Geral do Trabalho da Itália (CGIL) interpretou as causas, os efeitos e os principais fatores responsáveis pelo declínio econômico italiano. Nesse contexto, o declínio econômico é tratado a partir de uma dupla perspectiva. Primeiro, os autores explicam o desempenho macroeconômico da economia italiana a partir da perspectiva pós-keynesiana; em sequência, eles propõem uma releitura da visão do CGIL, mostrando que ela é consistente com a referida abordagem teórica. Mais especificamente, os autores enfatizam que: i)

CGIL assume que a crise econômica italiana, representada pelo aumento do desemprego, é consequência da falta de demanda agregada decorrente da redução dos gastos sociais; ii) a redução da taxa de crescimento da produtividade do trabalho e da demanda agregada é concebida como consequência da redução maciça do investimento público; e, iii) presume-se que as políticas de flexibilidade do mercado de trabalho reduzam a demanda doméstica e, ao mesmo tempo, afetem negativamente a expansão da produtividade do trabalho.

A partir dessa abordagem argumenta-se que as causas da crise italiana, em particular a partir dos anos 1990, estão associadas a quedas contínuas na produtividade do trabalho e ao constante declínio da demanda agregada, em grande parte explicada pela redução do consumo privado decorrente da redução da parcela salarial, da redução do investimento privado associado à crescente acumulação financeira das empresas italianas e às medidas de austeridade implementadas no período. Nesse sentido, os autores argumentam que a política de redução dos gastos públicos e aumento dos impostos não têm sido uma estratégia bem-sucedida na redução da relação dívida pública/PIB, ao mesmo tempo em que a queda na demanda interna reduziu os lucros das empresas, levando à queda no investimento. Isso, por sua vez, foi seguido pelo aumento do desemprego, pela redução das margens de lucro e/ou falências e, conseqüentemente, por uma menor taxa de crescimento da produtividade do trabalho. Usando dados do Instituto Nacional Italiano de Estatística (ISAT database), os autores analisam as trajetórias do emprego e do desemprego e os problemas da inatividade no mercado de trabalho italiano. Por fim, argumentam que, em termos de recomendações, a CGIL sugere a adoção de uma política fiscal expansionista dedicada a aumentar a demanda doméstica (em uma perspectiva de curto prazo) e o crescimento da produtividade (em uma perspectiva de longo prazo), bem como a adoção de um modelo em que o pleno emprego seja o objetivo principal.

A segunda parte da revista reúne contribuições sobre conjuntura econômica mundial e brasileira. Ricardo Carneiro, no artigo intitulado *A agenda econômica anacrônica do Governo Bolsonaro*, discute a agenda de políticas econômicas do atual governo considerando como pano de fundo a lógica do projeto liberalizante que tem sido implementada. Essa lógica nega o papel do Estado na economia e na política social.

A agenda de políticas econômicas é consubstanciada em três grandes eixos pelo autor: no eixo fiscal, discute-se as propostas de reforma da previdência, a reforma tributária e o novo regime fiscal, que prevê uma radical desvinculação dos gastos. Criticamente, no caso da meta de gastos, a alternativa, segundo o autor,

seria assumir um caráter plurianual, um fator de crescimento real e um tratamento diferenciado entre gastos correntes e de investimento. No segundo eixo, macroeconômico e financeiro, discute-se a proposta de Banco Central independente, a liberalização cambial e o novo padrão de financiamento do qual faz parte o desmonte dos bancos públicos e, em sua substituição, a dinamização do mercado de capitais, reforçando novo padrão de financiamento, com o acesso dos bancos privados aos fundos parafiscais. No terceiro eixo, produtivo e distributivo, discute-se a abertura comercial, as privatizações, a política de infraestrutura, a nova rodada de reforma trabalhista e a política de salário mínimo. O autor chama atenção para a agenda de antipolíticas, na qual evidencia-se a ideia da oposição entre Mercado e Estado e o protagonismo conferido ao primeiro. Admite-se que o mercado, local e global, é o melhor critério para a alocação de recursos e as decisões de investimento e que um mercado de trabalho menos regulado produzirá não só um crescimento virtuoso do emprego, mas, o que é mais relevante, uma redução dos custos.

O autor conclui que são pequenas as probabilidades desta agenda de política econômica engendrar um processo de desenvolvimento virtuoso. A médio prazo, as reformas acima referidas podem produzir melhoras pontuais nas expectativas, mas sem construir de fato um novo modelo de desenvolvimento. Segundo o autor, se tudo der certo, essas mudanças apenas reintroduzirão no país um regime de baixo crescimento e de ampliação da exclusão social.

Por fim, no artigo intitulado *Por que a recuperação tem sido a mais Lenta de nossa história?*, Manoel Carlos Pires, Bráulio Borges e Gilberto Borça Jr. identificam razões que ajudam a explicar o desempenho cíclico muito aquém do esperado da economia brasileira desde 2017. Primeiramente, os autores dimensionam a crise brasileira mostrando que, historicamente, as recessões brasileiras são breves (acontecem por períodos curtos), pouco profundas (com perdas relativamente modestas de PIB), e com recuperações rápidas e consistentes. Contudo, esse não é o padrão da crise atual. Como demonstrado, a crise de 2014-16 tem sido a mais severa em termos de longevidade de contração da atividade econômica. Em seguida, os autores comparam a recessão brasileira com as contrações mais recentes ocorridas tanto na periferia da Zona do Euro como nos EUA, associadas em boa medida ao colapso financeiro global iniciado em 2008. Conclui-se que a dinâmica de retomada do Brasil guarda maior semelhança com a dos países da periferia da Zona do Euro (exceção feita à Grécia), os quais tinham restrições na utilização autônoma (isto é, doméstica) dos instrumentos de política econômica de gestão do ciclo econômico. Em seguida, são discutidas duas possíveis trajetórias para a

economia brasileira capazes de levar o atual ciclo econômico para os níveis de produção observados anteriores à recessão. As estimativas apresentadas mostram que tal recuperação poderá levar mais de uma década.

Na segunda parte do texto, após uma discussão sobre as possíveis explicações, disponíveis na literatura, sobre a retomada lenta da economia brasileira, os autores concluem que o principal fator limitante a uma expansão mais rápida do PIB brasileiro nos últimos três anos tem sido a falta de demanda e não uma eventual restrição agregada pelo lado da oferta. Ademais, em termos de política econômica, argumentam que a política monetária brasileira não atuou de forma simétrica nos últimos anos e, a partir das estimativas apresentadas, argumentam que ela tem sido inadequada desde meados de 2016. Além disso, destacam que em função das mudanças estruturais no *mix* de política econômica ocorridas desde 2016, com a introdução do teto de gastos para o governo federal e com a contenção acentuada do crédito público, as políticas fiscal e parafiscal deixaram de ser altamente expansionistas, passando a ter uma postura mais neutra/contracionista. Portanto, nesse novo arranjo macroeconômico, fica à cargo da política monetária a administração do ciclo econômico.

Como conclusão, autores argumentam que a adoção de políticas que estimulem a economia pelo lado da demanda agregada é de fundamental importância para o fechamento do hiato do produto e para a aceleração do crescimento econômico no curto prazo. Isso não é incompatível com a adoção de reformas econômicas que tenham a intenção de tornar a economia brasileira mais eficiente e produtiva.

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) editorial board is pleased to announce that a new BKR issue (number 1 of its volume 5) is unrestrictedly available on the journal's website (www.braziliankeynesianreview.org). 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 journal 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 section of conventional academic papers in this issue consists of five papers. In the first, entitled *Determinantes da confiança do consumidor e dinâmica da política monetária no Brasil (Determinants of consumer confidence and dynamics of monetary policy in Brazil)*, Rafaela Maiara Caetano and Cleomar Gomes da Silva analyze the determinants of consumer confidence and their impacts over monetary policy dynamics in Brazil. The hypothesis assumed in this paper is that the Brazilian consumer confidence index can influence the monetary policy performance through the expectations channel, affecting the real side of the economy. To this end, the authors perform econometric exercises using Autoregressive Distributed Lag (ARDL) models combined with data cointegration approach for the period between January 2003 and December 2016.

Results suggest the existence of a long-term relationship between the consumer confidence index and other macroeconomic variables analyzed, such as the consumer price index, the real wage, the Selic interest rate, the Central Bank's economic activity index and an index for government bonds. Regarding short-term dynamics, results suggest that economic variables influence consumer confidence, and when this confidence is put in check, it recovers slowly. In terms of monetary policy dynamics, it was verified the importance of the behavior of demand as well as the relationship between the Selic interest rate and the Brazilian consumer confidence. The authors conclude that the expectations channel relates to macroeconomic variables and, in terms of monetary policy, the long-term stable relationship with the policy instrument (measured by the Selic interest rate)

indicates that the monetary authority should take into account these results for decision making.

In the second article, entitled *Choques externos e desequilíbrios financeiros: uma interpretação sobre a crise brasileira* (*External shocks and financial imbalances: an interpretation of the Brazilian crisis*), written by Martin Branco Kirsten and Henrique Morrone, the causes of the 2014 Brazilian recession are investigated. More specifically, it is assumed that the worsening of government accounts is a symptom of the recession, not its cause. To this end, the authors search the main cause-effect relationships among the institutional sectors of the economy by examining accounting results of the private and public sectors and the current balance of the Central Bank of Brazil between November 2002 and June 2017.

The novelty presented in the paper is the alternative methodology that is based on Toda and Yamamoto (1995) to ascertain causality “in the sense of Granger” between the balances of institutional sectors. Following a discussion over diverse arguments for the dynamics of flows in open economies, including twin deficit and Ricardian equivalence approaches and the Keynesian criticism of these two, the authors introduce Cripps and Godley's (1976) sectoral balance model for three institutional sectors, in which the private sector surplus depends on the external account surpluses and the public deficit.

As noted by the authors, the estimation results contest liberal interpretations of the Brazilian crisis. More specifically, it was identified that there is evidence to support two approaches in the Brazilian case: first, the Keynesian approach, in which the private sector has influence in the public sector; and secondly, the structuralist approach, in which the external sector dynamics affect the government sector. Moreover, the econometric tests support the argument that it was the setbacks of the international scenario and the strong indebtedness of the Brazilian private sector that put pressure on the public sector deficit. The authors conclude that the crisis was mainly due to excessive private debt and negative external shocks, and it was not due to public sector imbalances. Therefore, they understand that a fiscal adjustment policy would not be adequate to tackle the Brazilian crisis.

In the following, the article *The irrationality of the Petrobras refining divestments*, by Cássio Garcia Ribeiro, Guilherme Jonas Costa da Silva and Francielli de Fátima Almeida, investigates the strategies adopted by the Petrobras Company in the refining sector. More specifically, the authors seek to assess whether the strategy of selling the company's assets in such sector was appropriate for the country's development and for strengthening Petrobras position in the markets. The assumption is that the company's progress in this market segment

could boost the sector and create conditions for a more successful insertion in global markets, which in turn would contribute to Brazilian growth. In the initial sections of the article the authors offer a detailed analysis of the company, its trajectory and importance in the Brazilian oil sector. Then, they discuss the company's performance in the refining activity. Finally, it is offered an evaluation of the consequences of the recent crisis faced by Petrobras and its implications to the refining activity.

To meet the objectives, the export-led growth approach is developed by estimating the export sensitivity (s) of different segments of the oil sector through dynamic panel models. The analyzed period comprises the period between 2006 and 2018. Among the results, the authors highlight the fact that the sensitivity of goods' production (refined oil) is relatively lower when compared to goods in other industrial segments. This result confirms Petrobras' strategy of focusing on the production and export of crude oil and intermediate inputs.

The authors conclude that once Brazil became an international player in the refining markets and also given the large volume of oil in the Brazilian Pre-Salt reserves, Petrobras faces remarkable prospects in case it increases its production of derivatives and the sale of surplus production in international markets. The data reveal that Brazil has definitely overcome barriers to entry in such sector, indicating that there is a window of opportunity for the country to become an important player in the international oil derivatives market. Nevertheless, the authors point out that despite the recent crisis the company is facing, it has placed Brazil (and the company itself) in a position of oil exporter and importer of derivatives in the international scenario. Thus, considering the results obtained in the econometric exercises, the authors argue that Petrobras should review its contemporary strategy of selling assets in the refining and petrochemical sectors as, considering that this sector is strategic for Brazilian growth, the company's activity may become a driving force capable of advancing major structural changes in the Brazilian economy.

In the fourth article of this issue, *Debt patterns of the peripheral economies of Europe: from the increased growth post-implementation of the Euro to the Great Recession*, Yasmim Dalila Barbant and Leonardo Flauzino de Souza analyze the specificities of indebtedness processes in the European periphery (Greece, Italy, Ireland, Portugal and Spain - hereinafter GIIPS). These processes guided the expansion of demand (via consumption, investment, public spending or net balance of exports) and increased indebtedness of domestic economic agents (companies, families and governments) in the pre-crisis period (2008). The article seeks to show

that the Eurozone crisis is a consequence of the lack of demand, that was barely mitigated by small increases in net exports.

To this end, the authors develop an integrated Keynesian approach to business cycles, combining demand-led growth with public and private indebtedness of economic agents in the Eurozone periphery. From this perspective, the GIIPS crisis and the change in demand-side growth components can be explained by liquidity constraints coming from the global financial markets following contagion effects from the US crisis; Moreover, these restraints were combined with forced austerity policies that reduced private spending. In the article, the first section is devoted to raising the theoretical debate on the meaning of indebtedness for the economic system, from both orthodox and Keynesian perspectives; while in the following section, the authors discuss the characteristics of demand-led growth before and after the 2008 economic crisis, which has shaped the indebtedness of public and private economic actors in each of the GIIPS countries.

The discussion indicates that, from 2000 to 2008, all countries had external sector surpluses (current account deficits), which characterized different indebtedness processes for domestic economic agents. The reversal of these processes was accompanied by higher public deficits, characterizing the replacement of private debt for public debt. The slow reduction of net export deficits, coupled with austerity policies, help explain the poor recovery performance of these economies. Nonetheless, between 2009 and 2017 the external sector offered some relief, as export deficits of these countries reduced after the devaluation of the currency.

In the following article, *The theoretical basis of the CGIL's analysis of the Italian economic decline*, authors Guglielmo Forges Davanzati and Nicolò Giangrande discuss how the Italian General Confederation of Labor (CGIL) interpreted the causes, effects, and major factors responsible for the contemporary decline of the Italian economy. In this context, economic decline is dealt with from a dual perspective. First, the authors explain the macroeconomic performance of the Italian economy from the Post-Keynesian (PK) perspective; In the sequence, they propose a new appraisal for the CGIL view, showing that it is consistent with the PK theoretical approach. More specifically, the authors emphasize that: i) CGIL assumes that the Italian economic crisis, characterized by rising unemployment, is a consequence of the lack of aggregate demand resulting from reduced social spending; ii) the reduction of the labor productivity growth rate and of aggregate demand are both conceived as a consequence of the massive reduction in public

investment; and (iii) labor market flexibility policies are assumed to reduce domestic demand while negatively affecting labor productivity.

Based on this approach, it is argued that the causes of the Italian crisis, particularly since the 1990s, are associated with a steady decline in labor productivity and aggregate demand, largely explained by the reduction in private consumption stemming from wage cuts, the reduction in private investment associated with the growing financial accumulation of Italian companies, and the austerity measures implemented. In this sense, the authors argue that the policy of reducing public spending (and raising taxes) has not been a successful strategy in reducing the public debt to GDP ratio, while falling domestic demand reduced profits, which led to a fall in investment. This, in turn, was followed by rising unemployment, reduced profit margins and/or bankruptcies and, consequently, a lower rate of labor productivity growth. Using data from the Italian National Institute of Statistics (ISAT database), the authors analyzed employment and unemployment trajectories and the problems of inactivity in the Italian labor market. They are able to argue that, in terms of policy recommendations, the CGIL approach would suggest adopting an expansionary fiscal policy dedicated to increasing domestic demand (from a short-term perspective) and productivity growth (from a long-term perspective), as well as adopting a model in which full employment is the main objective.

The second part of the journal brings together contributions on the World and Brazilian economic conjunctures. Ricardo Carneiro, in the article entitled *The anachronic economic agenda of the Bolsonaro Government (A agenda econômica anacrônica do Governo Bolsonaro)*, discusses the economic policy agenda of the current government considering as a background the logic of the liberalizing project that has been implemented since the election. This logic fully denies the role of the state in the economy.

The economic policy agenda of the Brazilian government may be substantiated in three major axes: a) a Fiscal axis, whereby the proposals for social security reform, tax reform and the new fiscal regime foresees a radical untying of expenses, significantly reducing the obligatory status of diverse types of public spending. Critically, in case a fiscal target rule would still apply, the alternative, according to the author, would be to assume a more flexible character to such (e.g. multiannual), coupled with a real growth factor and a differentiated treatment between current and investment expenses. In the second axis, macroeconomic and financial issues are discussed, with a main focus on the proposal for an independent Central Bank, further exchange rate liberalization and a new financing pattern,

which includes the dismantling of public banks and, in substitution for them, the dynamization of the capital market, and reinforcement of new financing standards, such as allowing private banks to access parafiscal funds. Finally, on the third axis, entitled the productive and distributive axis, trade liberalization, privatization, infrastructure policy, a new round of labor reform and the minimum wage policy are all discussed. The author draws attention to a sense of “anti-political” agenda, in which rests an idea of opposition between market and state and the presumption that growth requires the protagonism of the latter. It is assumed that the local and global market is the best criterion for resource allocation and investment decisions and that a less regulated labor market will not only produce virtuous employment growth but, more importantly, it will cause significant reduction in costs and therefore virtuous growth.

Ricardo Carneiro concludes that the chances of this economic policy agenda in engendering a virtuous development process are very small. In the medium term, the abovementioned reforms may produce occasional improvements in expectations, but will not actually support a new development cycle. According to the author, if all the policies being adopted by the government are successful, the changes will only bring to country a regime of reduced growth and expansion of social exclusion.

Finally, in the article entitled *Why the recovery has been the slowest in our history?* (*Por que a recuperação tem sido a mais lenta de nossa história?*), Manoel Carlos Pires, Bráulio Borges and Gilberto Borça Jr. identify reasons that may explain a cyclical performance from the Brazilian economy that is far below expectations since 2017. First, the authors relatively evaluate the size and length of Brazilian crisis by showing that, historically, Brazilian recessions are brief (happen for short periods), shallow (with relatively modest GDP losses), and with rapid and consistent recoveries. However, this is not the pattern of the current crisis. As shown, the 2014-16 crisis has been the most severe in terms of the numbers of periods of contraction in economic activity. The authors then compare the current Brazilian recession with the most recent contractions in both the Eurozone periphery and the US, which are largely associated with the global financial collapse that began in 2008. Brazil's recovery dynamics are likely to be similar to those in the Eurozone periphery countries (except for Greece), which also had restrictions on the autonomous (domestic) use of economic policy instruments to manage the business cycle. The authors then discuss two possible trajectories for the Brazilian economy that could lead the current economic cycle to observed pre-

crisis production levels. Estimates presented show that such a recovery could take more than a decade.

In the second part of the text, after a discussion of the possible explanations available in the literature to the sluggish recovery of the Brazilian economy, the authors conclude that the main limiting factor to a faster expansion of the Brazilian GDP in the last three years has been the lack rather than an eventual constraint on the supply side. Moreover, in terms of economic policy, they argue that the Brazilian monetary policy has not acted in a symmetrical way in recent years. Moreover, based on the estimates presented, they argue that the monetary policy has been inadequate since mid-2016. Given the structural changes in the economic policy mix since 2016, the introduction of the federal government spending ceiling and the sharp restraint of public credit, the author argue that fiscal and parafiscal policies are no longer highly expansionary, having a more neutral/contractionary character. Therefore, in this new macroeconomic arrangement, the management of the economic cycle is fully loaded on the monetary policy. In conclusion, the authors argue that the adoption of policies that stimulate the economy on the side of aggregate demand is of fundamental importance for closing the output gap and accelerating short-term economic growth. This is not incompatible with the adoption of economic reforms that are intended to make the Brazilian economy more efficient and productive.

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

- 18-42 **Determinantes da confiança do consumidor e dinâmica da política monetária no Brasil**
Rafaela Maiara Caetano e Cleomar Gomes da Silva
- 43-68 **Choques externos e desequilíbrios financeiros: uma interpretação sobre a crise brasileira**
Martin Branco Kirsten e Henrique Morrone
- 69-98 **The irrationality of the Petrobras refining divestments**
Cássio Garcia Ribeiro, Guilherme Jonas Costa da Silva and Francielly de Fátima Almeida
- 99-125 **Debt patterns of the peripheral economies of Europe: from the increased growth post-implementation of the Euro to the Great Recession**
Yasmim Dalila Barbant and Leonardo Flauzino de Souza
- 126-153 **The theoretical basis of the CGIL's analysis of the Italian economic decline**
Guglielmo Forges Davanzati and Nicolò Giangrande

CONJUNTURA ECONÔMICA/CURRENT ECONOMIC ISSUES

- 154-173 **A agenda econômica anacrônica do governo Bolsonaro**
Ricardo Carneiro
- 174-202 **Por que a recuperação tem sido a mais lenta da nossa história?**
Manoel Carlos Pires, Bráulio Borges e Gilberto Borça Jr.