

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

Hugo C. Iasco-Pereira

Coeditores

Caio Vilella

Rafael Saulo Marques Ribeiro

Luiz Fernando Rodrigues de Paula

Fabício Missio

Secretaria editorial

Maria Luíza Cunha

Maria Isabel da Silva Santos

Comitê Editorial

Adriana Moreira Amado

Ana Rosa Ribeiro de Mendonça

Anderson Tadeu Marques Cavalcante

Bianca Orsi

Carmem Feijó

Cristina Fróes de Borja Reis

Danielle Guizzo

Eliane Cristina Araújo

Fábio Henrique Bittes Terra

Felipe Almeida

Fernanda Feil

Gary Dymski

Gilberto Tadeu Lima

Giuliano Contento de Oliveira

Lauro Mattei

Louis-Philippe Rochon

Marco Flávio da Cunha Resende

Vanessa Petrelli Corrêa

Brazilian **Keynesian** Review - www.braziliankeynesianreview.org

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

BRAZILIAN KEYNESIAN REVIEW

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 áreas 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 *online* irrestrito. Os trabalhos são publicados em português ou em inglês. A revista é comumente estruturada em até 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, quatro coeditores, um Comitê Editorial e duas secretárias editoriais. O Corpo Editorial é composto pelo Editor, Hugo Iasco-Pereira, e outros quatro Coeditores, a saber, Caio Vilella, Rafael Ribeiro, Fabrício José Missio e Luiz Fernando de Paula. Contamos ainda com o apoio crucial Maria Luíza Cunha e Maria Isabel da Silva Santos na condução das atividades da Brazilian Keynesian Review (BKR). Além disso, a revista ainda conta com a assessoria de um Comitê Editorial atualmente composto por dezoito membros, a saber, Adriana Moreira Amado, Ana Rosa Ribeiro de Mendonça, Anderson Tadeu Marques Cavalcante, Bianca Orsi, Carmem Feijó, Cristina Fróes de Borja Reis, Danielle Guizzo, Eliane Cristina Araújo, Fábio Henrique Terra, Felipe Almeida, Fernanda Feil, Gary Dymski, Gilberto Tadeu Lima, Giuliano Contento de Oliveira, Lauro Mattei, Marco Flávio da Cunha Resende, Louis-Philippe Rochon e Vanessa Petrelli Corrêa.

Associação **Keynesiana** Brasileira

Presidente: Anderson Tadeu Marques Cavalcante

Vice-presidente: Marília Bassetti Marcato

Diretores(as):

Lilian Rolim

Vanessa da Costa Val

Douglas Alencar

Maurício Weiss

Adriano Vilela



Brazilian **Keynesian** Review - www.braziliankeynesianreview.org

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

EDITORIAL

A editoria da *Brazilian Keynesian Review* (BKR) tem o prazer de anunciar que um novo número da BKR (Número 2, Volume 10) está disponível gratuitamente no site da revista (www.braziliankeynesianreview.org). A BKR é uma iniciativa da Associação Keynesiana Brasileira (AKB) que visa a publicação e divulgação de estudos teóricos e aplicados da Economia Keynesiana e áreas afins. A revista adota uma perspectiva editorial pluralista, abrindo-se às diferentes orientações de pesquisa, desde que as contribuições apresentem uma interface com a Economia Keynesiana, tais como as abordagens Institucionalista, Estruturalista, Evolucionária e História do Pensamento Econômico. A BKR tem periodicidade semestral e acesso online irrestrito. Os artigos são publicados em português ou inglês.

O número atual conta com oito artigos acadêmicos, dois textos sobre análise de conjuntura e uma resenha de livro. O primeiro artigo deste número “*The COVID-19 crisis and its initial impacts on emerging countries: an analysis based on the exchange rate pressure index*” foi escrito por Adriano Vilela Sampaio, Maurício Weiss e Paulo Van Noije. O artigo se propõe a calcular um índice de pressão cambial para mensurar os impactos na fase inicial da crise do covid-19, na taxa de câmbio e reservas internacionais para países emergentes. O estudo indicou que o período mais intenso da crise ocorreu em março de 2020, sendo que Nigéria, Brasil, México, Turquia e África do Sul apresentaram efeitos mais fortes desta crise. Os autores ressaltam ainda que o ajuste externo se dá sobretudo por meio de desvalorizações cambiais, seguindo o padrão da crise de 2008.

O segundo artigo deste número “*Regulação, Inovação e Coevolução Nos Sistemas Financeiros: Uma Análise do Impacto da Regulação de Ofertas com Esforços Restritos sobre o Financiamento de Longo Prazo no Brasil (2009 – 2021)*” foi escrito por Ledson Luiz Gomes da Rosa e Norberto Montani Martins. Os autores analisaram como a adoção da oferta de valores mobiliários com esforços restritos impactou a oferta de financiamento de longo prazo no Brasil no período entre 2009 e 2021. Utilizando um referencial teórico minskyano-evolucionário, o estudo investigou como o setor bancário brasileiro valeu-se da oferta com esforços restritos para promover instrumentos de financiamento de longo prazo, com foco no mercado de debêntures. O texto sugere uma reconfiguração do mercado de financiamento de longo prazo brasileiro, em que as debêntures foram operadas pelos bancos como uma extensão do crédito tradicional, gerando um sistema atrativo para as grandes empresas e funcional à lucratividade bancária.

O terceiro texto do atual número “*Pagamentos instantâneos e o pix brasileiro: lições da experiência indiana na década de 2010*” é assinado por Tatiana Camacho e Guilherme Jonas Costa da Silva. O referido estudo investigou empiricamente como a experiência indiana, com a Unified Payments Interface (UPI), fornece lições para o PIX brasileiro. As conclusões do texto sugerem que os substitutos para pagamentos instantâneos (cartões de crédito e débito) têm caráter complementar, enquanto a medida de popularidade relativa do *mobile banking* (MB/WLESS) e grau de sofisticação do sistema financeiro (M1/GDP) tem efeito imediato sobre esses fluxos. Os choques assimétricos negativos de curto prazo tiveram maiores impactos nos sistemas de pagamentos instantâneos.

O quarto texto desta edição, “*Preferência pela liquidez e aplicações financeiras das pessoas físicas no Brasil: uma análise por segmentos de aplicativos (2014-2021)*”, escrito por Roberto Rodrigues e Elisângela Araujo, analisa o comportamento das aplicações financeiras das pessoas físicas no Brasil entre 2014 e 2021 à luz dos principais indicadores macroeconômicos e sob a perspectiva keynesiana. A hipótese investigada pelo estudo é de que a lógica curto-prazista dos investidores continuou preponderante mesmo com a vigência de taxas de juros historicamente. Os achados do artigo indicam que a preferência pela liquidez e os motivos de demanda por moeda estão relacionados com a dotação patrimonial, com prevalência do motivo precaução e maior preferência pela liquidez para os segmentos de menor renda, e sobretudo pelo motivo especulação e menor preferência pela liquidez, para o segmento de maior renda.

Por sua vez, o quinto texto deste número, intitulado com “*Keynesian and post-Keynesian models on banks in Africa*” e escrito por Jacob Tche, buscou entender o comportamento bancário, sob uma ótica pós-keynesiana, para 20 países do continente africano para o período entre 1990 e 2021. O estudo performou uma série de regressões econométricas utilizando teste de causalidade de Granger em uma estrutura de painéis heterogêneos. O autor conclui que crescimento econômico precede o desenvolvimento bancário, em linha com a argumentação keynesiana.

O sexto artigo do número, “*Moderna Teoria Monetária: críticas à luz da economia institucional originária e do debate macroeconômico não-mainstream*”, foi escrito por Jan Klink, Gabriel Santos Carneiro e Bruno Castro Dias da Fonseca. Os autores buscaram investigar a associação entre *Modern Monetary Theory* (MMT) e autores alinhados à economia institucional, como Karl Polanyi e Thorstein Veblen. As conclusões dos autores apontam para a importância de se considerar as especificidades de países e economias, bem como de atores

econômicos, para o desenho de políticas macroeconômicas. Neste contexto, a interface entre as duas abordagens se mostra fundamental para maior realismo das políticas econômicas.

O sétimo artigo do número é intitulado “*The Twin Deficits and the New Cambridge Approach: estimating the private expenditure equation for Brazil (2001-2018)*” e foi escrito por Giuliano Manera Longhi, Adriano José Pereira e Paulo Ricardo Feistel. O estudo buscou entender criticamente a hipótese dos déficits gêmeos. A contribuição dos autores consistiu em elaborar uma abordagem alternativa que não assume o setor privado como constante ao longo do tempo, para estimar uma equação de gasto privado para o Brasil usando dados trimestrais entre 2001 e 2018. Os resultados encontrados chamam atenção para a importância dos gastos privados na evolução dos estoques de ativos financeiros e apontam para a correlação entre os gastos e a renda líquida do setor privado, sugerindo importância especial para os gastos do setor de construção civil.

O último artigo do número “Controles de Capital: a reorientação recente da *mainstream economics* e a abordagem keynesiana-estruturalista” foi escrito por Diego Garcia Angelico e Giuliano Contento de Oliveira. Neste estudo, os autores buscaram discutir as diferentes visões sobre controle de capitais segundo as tradições ortodoxas e a keynesiana-estruturalista. Buscou-se argumentar que, embora a reorientação recente das abordagens ortodoxas seja um marco notável, essa nova abordagem sobre o uso de controles de capital é incompleta pois não reconhece devidamente as assimetrias inerentes ao Sistema Monetário-Financeiro Internacional contemporâneo e os seus efeitos econômicos. Os autores apontam que enquanto a abordagem ortodoxa defende o uso de controles de capital de forma temporária, a abordagem keynesiana-estruturalista sustenta o uso de controles de capital permanentes pelos países, sobretudo em economias periféricas.

O atual número conta com dois textos na seção de Análise de Conjuntura. O primeiro é intitulado como “O que a análise dos tributos diretos no topo da distribuição nos informa sobre a desigualdade racial no Brasil?” e foi escrito por João Pedro de Freitas Gomes, Ruth Pereira di Rada, Matias Rebelo Cardomingo, Luiza Nassif-Pires e Clara Brenck. O texto aborda uma temática importante para o Brasil a respeito dos impactos distributivos do conjunto dos tributos diretos, considerando as dimensões de gênero e raça. Os resultados do artigo apontam que há certa diferenciação da incidência dos tributos diretos entre homens brancos e negros. Por fim, as(os) autores(as) sugerem que a isenção tributária para lucros e dividendos é uma expressão do privilégio branco.

O segundo texto sobre análise de conjuntura, “*PEC 65/2023 e a negligenciada relação entre Banco Central e Tesouro Nacional*”, escrito por Larissa Naves Deus Dornelas, aborda um tema extremamente importante, atual e não compreendido para a economia brasileira que é mudança do regime jurídico do Banco Central brasileiro, que de Autarquia passaria a ser Empresa Pública, gozando de total autonomia financeira. A autora argumenta que o texto que justifica a PEC nº65/23 não apresenta o devido rigor técnico acerca da sugestionada nova institucionalidade do Banco Central, seja em termos jurídicos, seja em termos econômicos. O texto buscou entender melhor as implicações desta proposta, tendo em vista, especialmente, a relação existente entre o Banco Central brasileiro e o Tesouro Nacional. A autora indica que a proposta em questão ignora as próprias funções de Estado da Autoridade Monetária, o que pode ser problemático.

O número se encerra com a resenha do livro, organizado pelas economistas Eliane Araújo e Carmem Feijó “*Industrialização e desindustrialização no Brasil: teorias, evidências e implicações de política*”, escrita por André Roncaglia. O livro busca compreender os desafios enfrentados recentemente pela indústria brasileira e traz as razões pelas quais o Brasil tem se especializado na exportação de bens primários.

Os artigos desta edição têm uma grande variedade de contribuições, e contam com expressiva originalidade e pluralidade de abordagens e diversas implicações de políticas econômicas. O corpo editorial da Brazilian Keynesian Review e a Associação Keynesiana Brasileira deseja a todos e todas uma excelente leitura!

Hugo C. Iasco-Pereira, editor-chefe

Caio Vilella, coeditor

Rafael Saulo Marques Ribeiro, coeditor

Fabício José Missio, coeditor

Luiz Fernando Rodrigues de Paula, coeditor

Maria Luíza Cunha, secretária editorial

Maria Isabel da Silva Santos, secretária editorial

EDITORIAL

The editorial team of the Brazilian Keynesian Review (BKR) is pleased to announce that a new issue of the BKR (Issue 2, Volume 10) is now available for free on the journal's website (www.braziliankeynesianreview.org). The BKR is an initiative of the Brazilian Keynesian Association (AKB) aimed at publishing and disseminating theoretical and applied studies in Keynesian Economics and related fields. The journal adopts a pluralistic editorial perspective, welcoming different research orientations as long as the contributions interface with Keynesian Economics, including Institutional, Structuralist, Evolutionary approaches, and the History of Economic Thought. The BKR is published biannually with unrestricted online access. Articles are published in either Portuguese or English.

The first part of the current issue contains eight academic articles, while the second part includes two papers dedicated to the current economic issues and another one composing our book review section. The first article in this issue, “*The COVID-19 crisis and its initial impacts on emerging countries: an analysis based on the exchange rate pressure index*” written by Adriano Vilela Sampaio, Maurício Weiss and Paulo Van Noije, uses the exchange rate pressure index, which captures the impact of external shocks on exchange rates and foreign reserves, to draw the emerging countries response to the initial phase of COVID-19 crisis. It highlights those external adjustments primarily occurred through exchange rate movements and those countries such as Nigeria, Brazil, Mexico, Turkey, and South Africa experienced the most severe and persistent impacts.

Following, we have the paper entitled “*Regulation, Innovation and Coevolution in Financial Systems*”, written by Ledson Luiz Gomes da Rosa and Norberto Montani Martins., which analysis the impact of securities offerings with restricted efforts on the supply of corporate finance in Brazil from 2009 to 2021. The study advocates for a structural change fostered by this new instrument on long-term financing market, which lead banks to treat capital market corporate debt as an extension of traditional loans. This hybrid dynamic enhanced both financial institutions' profitability and the appeal of such instruments to large Brazilian firms.

The third article in the current issue, “*Instant Payments and Brazilian PIX: Lessons from the Indian Experience in the 2010's*” authored by Tatiana Camacho e Guilherme Jonas Costa da Silva, aims take some lessons from the Indian experience with the Unified Payments Interface (UPI), for the Brazilian PIX. The empirical results show that substitutes for instant payments (credit and debit cards) are complementary in nature, while the measure of relative

popularity of mobile banking (MB/WLESS) and degree of sophistication of the financial system (M1/GDP) has an immediate effect on these flows. Short-term negative asymmetric shocks have had greater impacts on instant payment systems.

Exploring the fourth article, “*Preference for liquidity and financial investments of individuals in Brazil: an analysis by investor segments (2014-2021)*” authored by Roberto Rodrigues and Elisangela Araujo, the paper analyses individual’s financial investments behavior in Brazil in fixed income across different investor segments (retail, high-net-worth retail and private banking) from 2014 to 2021. The findings reveal a higher liquidity preference driven by precautionary motives for lower-income segments, while speculation and lower liquidity preferences dominate among higher-income groups.

The fifth article, “*Keynesian and post-Keynesian models on banks in Africa*” penned by Jacob Tche, explores the relationship between economic growth and banking activity on African countries from 1990 to 2021. This study employs a Granger causality test for 20 Sub-Sahara African countries to test the precedence of economic growth on banks development. The short and long-run results reinforce the post-Keynesian argument that financial development are preceded by economic growth.

Moving on to the sixth piece, “*Modern Monetary Theory: Criticisms Through the Lenses of the Original Institutional Economics and the Non-Mainstream Macroeconomic Debate*” authored by Jan Klink, Gabriel Santos Carneiro and Bruno Castro Dias da Fonseca, we delve into an investigation around the propositions advanced by the *Modern Monetary Theory* (MMT) and the criticisms arising from the non-mainstream field of Economics. The authors propose that incorporating elements from Radical Institutional Economics, as developed by Karl Polanyi and Thorstein Veblen, may strengthen MMT’s theoretical foundations and address its critics more robustly.

The seventh article, “*The twin deficits and the New Cambridge approach: Estimating the private expenditure equation for Brazil (2001-2018)*”, authored by Giuliano Manera Longhi, Adriano José Pereira and Paulo Ricardo Feistel, revisits the twin deficits hypothesis by applying the New Cambridge approach to Brazilian data from 2001 to 2018. The authors demonstrate that private sector expenditure positively correlates with private disposable income and highlight the housing sector's importance in explaining long-term private expenditure in Brazil.

Lastly, in the eighth article, “*Capital controls: the recent reorientation of mainstream economics and the structuralist- Keynesian approach*”, authored by Diego Garcia Angelico and Giuliano Contento de Oliveira, we can delve deeper into the differences between mainstream and structuralist approaches for capital controls. While mainstream economics acknowledges the short-term utility of capital controls, it overlooks the asymmetries of the International Financial System. The authors argue that structuralist recognition of such asymmetries reveals a tension between permanent capital controls and the prevailing international monetary order, concluding that countries already insulated from external shocks are more likely to adopt these measures.

Additionally, the issue also includes a current economic analysis section including two papers. The first paper, “*What Does the Analysis of Direct Taxes at the Top of the Distribution Tell Us About Racial Inequality in Brazil?*” authored by João Pedro de Freitas Gomes, Ruth Pereira di Rada, Matias Rebello Cardomingo, Luiza Nassif-Pires and Clara Brenck. The text analyzes the distributive impacts of direct taxes, considering dimensions of gender and race, using the 2017/2018 Brazilian Household Budget Survey data (POF). The finding suggests different incidences of direct taxes between white and black men, with a higher burden for the black community, settled at the bottom of Brazilian income distribution. Such differences indicate possible ways to think about anti-racist elements of tax reforms.

The second paper of the current economic issue section “*PEC 65/2023 and the overlooked relationship between the Central Bank and the National Treasury*” was written by Larissa Naves Deus Dornelas. The paper deals with the constitutional amendment proposal (PEC nº65/23) which aims to change the Central Bank and National Treasury relationship. The author points out that despite the idea of bringing Brazil into line with (some) international practices, PEC nº65/23 ignores the fact that the Brazilian public debt market is merged with the money market and carries an extremely high weight of repo operations in managing the liquidity of its money.

Finally, this issue counts with a book review section, where André Roncaglia de Carvalho brings interesting remarks on the book “*Industrialização e desindustrialização no Brasil: teorias, evidências e implicações de política*”, which is a book of a jointly effort made by Eliane Araújo e Carmém Feijó. The book investigates the causes of the Brazilian deindustrialization process, which is current in course, and indicate public policy oriented to the economic development of the Brazilian economy.

The articles in this issue offer a wide variety of contributions, with notable originality and different approaches. The editorial board of the Brazilian Keynesian Review wishes everyone an excellent read.

Hugo C. Iasco-Pereira, editor

Rafael Saulo Marques Ribeiro, coeditor

Caio Vilella, coeditor

Fabício José Missio, coeditor

Luiz Fernando Rodrigues de Paula, coeditor

Maria Luíza Cunha, Executive Secretary

Maria Isabel da Silva Santos, Executive Secretary

SUMÁRIO/SUMMARY

- 227 - 252 **The COVID-19 crisis and its initial impacts on emerging countries: an analysis based on the exchange rate pressure index**
Adriano Vilela Sampaio, Mauricio Andrade Weiss & Paulo Van Noije.
- 253-286 **Regulação, Inovação e Coevolução Nos Sistemas Financeiros: Uma Análise do Impacto da Regulação de Ofertas com Esforços Restritos sobre o Financiamento de Longo Prazo no Brasil (2009 – 2021)**
Ledson Luiz Gomes da Rosa & Norberto Montani Martins.
- 287-311 **Pagamentos instantâneos e o pix brasileiro: lições da experiência indiana na década de 2010**
Tatiana Silveira Camacho & Guilherme Jonas Costa da Silva.
- 312-340 **Preferência pela liquidez e aplicações financeiras das pessoas físicas no brasil: uma análise por segmentos de aplicadores (2014-2021)**
Roberto Rodrigues & Elisangela Araujo.
- 341-371 **Keynesian and post-Keynesian models on banks in Africa**
Jacob Tche.
- 372-393 **Moderna Teoria Monetária: críticas à luz da economia institucional originária e do debate macroeconômico não-mainstream**
Jan Klink, Gabriel Santos Carneiro & Bruno Castro Dias da Fonseca
- 394-422 **The Twin Deficits and the New Cambridge Approach: estimating the private expenditure equation for Brazil (2001-2018)**
Giuliano Manera Longhi, Adriano José Pereira & Paulo Ricardo Feistel.
- 423-445 **Controles de Capital: a reorientação recente da mainstream economics e a abordagem keynesiana-estruturalista**
Diego Garcia Angelico & Giuliano Contento de Oliveira

Análise de Conjuntura/Current Economic Issue

446-470 O que a análise dos tributos diretos no topo da distribuição nos informa sobre a desigualdade racial no Brasil?

João Pedro de Freitas Gomes, Ruth Pereira di Rada, Matias Rebello Cardomingo, Luiza Nassif-Pires & Clara Brenck.

471-488 PEC 65/2023 e e a negligenciada relação entre Banco Central e Tesouro Nacional

Larissa Naves Deus Dornelas

Resenha de Livro/Book Review

489-495 Industrialização e desindustrialização no Brasil: teorias, evidências e implicações de política

André Roncaglia de Carvalho