

BRAZILIAN KEYNESIAN REVIEW

Um modelo de firma pós-keynesiana

Gabriela Lima Aidar e Fábio Henrique Bittes Terra

Metas de inflação e consistência expectacional em um modelo com regra de juros não linear

Carlos Eduardo Iwai Drumond, Cleiton Silva de Jesus e João Basílio Pereima

Leading sectors and structural dynamics: an input-output analysis contrasting the BRICs growth paths

Guilherme Ricciopo Magacho, Nelson Marconi e Igor Rocha

The GIIPS crisis in the context of the European Monetary Union: a political economy approach

Nicholas Magnus Deleuse Blikstad e Giuliano Contento de Oliveira

Developmentalism and the determinants of investment: an econometric exercise for Brazil in the 2000s

Carmem Feijó, Júlia de Medeiros Braga e Mariana Finello Corrêa

Liquidity Trap: the Brazilian version

Fernando Ferrari Filho e Marcelo Milan

CURRENT ECONOMIC ISSUES

MR. Bolsonaro e os Chineses: uma sugestão de interpretação

Gilberto Libânio

**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

Giuliano Contento de Oliveira

André Modenesi

Igor Rocha

Fábio Henrique Terra

Lauro Mattei

Fabício Missio

Luiz Fernando Rodrigues de Paula

Gary Dymski

Marco Flávio da Cunha Resende

Gilberto Tadeu Lima

A Editoria da Brazilian Keynesian Review agradece a todos que atuaram como pareceristas ao longo de 2018

Carlos Iwai Drumond

Guilherme Mello

Marco Flávio Resende

Carmem Feijo

Hugo Carcanholo

Mateus Fonseca

Cleiton de Jesus

Ian Almeida

Michele Veríssimo

Daniela Prates

João Romero

Pedro Fonseca

Danilo Spínola

Joseli Nappi

Roberto Santolin

Elton Freitas

Karla Leite

Stefan D'Amato

Fábio Henrique Terra

Leandro Silva

Vanessa Munhoz

Felipe Orsolin

Lilian Rolim

Victor Silva

Fernando Ferrari Filho

Marcia Rapini

Wallace Pereira

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 Dymski; 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 - www.akb.org.br/revista



EDITORIAL

A editoria da Brazilian Keynesian Review (BKR) tem a satisfação de comunicar que o Número 2 do seu Volume 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 seis trabalhos. No primeiro, intitulado *Um modelo de firma pós-keynesiana*, os autores Gabriela Aidar e Fábio Terra buscam conceber um modelo teórico da firma pós-keynesiana. Considerando que nessa literatura há uma série de elementos esparsos que configuram os debates sobre a firma, os autores apresentam inicialmente uma síntese desses elementos, a partir da qual agregam elementos caros à literatura microeconômica pós-keynesiana. Para tanto, utilizam-se da perspectiva da Visão Baseada em Recursos (RBV) como o espelho de uma firma já formada para orientar a procura dos elementos teóricos do modelo a ser proposto. Os autores argumentam que a RBV considera a firma como uma instituição cujos recursos, de diversas naturezas, se relacionam de forma bastante orgânica para conformar o que a firma é em específico. Neste sentido, a RBV considera o papel do empresário, da incerteza, a maneira como os consumidores, a própria firma e os concorrentes interagem dinamicamente.

Baseados sobretudo na obra de Penrose (2006), essa concepção vai entender a firma como um conjunto de recursos heterogêneos de natureza tangível e intangível (não mensuráveis), divididas em cinco categorias, a saber: i) produtivos, ii) financeiros, iii) humanos, iv) organizacionais e v) os que passam por algum processo de aprendizagem. Segundo os autores, a junção entre as duas naturezas, algo que depende das habilidades e competências do empresário, forma a competência essencial da firma, sendo que tais competências norteiam a firma em um ambiente de incerteza. Nesse ambiente a firma escolhe suas estratégias mais eficientes no intuito de criar vantagens competitivas sustentáveis, como a diversificação. Em seguida, o artigo apresenta a caracterização dos elementos que formam o conceito da firma pós-keynesiana. Ao revisitar a obra de Keynes e de autores pós-keynesianos, os autores discutem a relação entre incerteza, expectativa e o papel do empresário nas economias monetárias para, em seguida, estabelecer uma discussão sobre a constituição e os objetivos da firma. Por fim, é proposta uma relação entre o ambiente em que a firma se encontra inserida com os tipos de mercado, analisando os aspectos relacionados ao comportamento

(competitividade) e a decisão (de preço e produção) da firma, as limitações inerentes a cada decisão, e as mudanças tecnológicas. Assim, baseado na concepção do modelo RBV, a firma pós-keynesiana é vista a partir dos elementos que a definem e que a constituem (composição, características, objetivos e limitações). Conclui-se que a firma pós-keynesiana pode ser compreendida como um arranjo de ativos produtivos, financeiros e humanos materializados pela vontade do empresário em formar um portfólio, em um ambiente de incerteza, que lhe possa conferir lucros e, assim, ampliar sua riqueza.

Na sequência, o artigo *Metas de inflação e consistência expectacional em um modelo com regra de juros não linear*, os autores Carlos Eduardo Iwai Drumond, Cleiton Silva de Jesus e João Pereima desenvolvem um modelo macroeconômico de inspiração pós-keynesiana que leva em conta a não-linearidade na regra de juros. Segundo a abordagem, a Autoridade Monetária (AM) considera a interação entre a taxa de inflação e o nível de utilização da capacidade instalada na determinação da taxa de juros, de modo que a sensibilidade da regra de juros ao hiato da inflação com relação à uma meta varia de acordo com o ciclo econômico. Em outras palavras, quanto mais próxima (afastada) do nível de utilização pleno da capacidade instalada a economia estiver, mais (menos) sensível será a AM aos desvios da inflação com relação à meta. Logo, é possível dar peso tanto à inflação quanto ao produto sem perder de vista o papel de âncora expectacional da meta de inflação. Uma das inovações do modelo é o fato de que ele é construído sem impor de maneira *ad hoc* a convergência da inflação para a meta e sem instituir um limite para o comportamento expectacional. Ademais, argumenta-se que a dependência do parâmetro da inflação (na regra de juros) do nível de atividade econômica é uma clara distinção em relação aos modelos existentes na literatura pós-keynesiana.

Para cumprir com os objetivos propostos, após uma revisão inicial sobre principais componentes dos modelos pós-keynesianos que levam em conta o regime de metas de inflação e os avanços dentro dessa abordagem, propõe-se um modelo pós-keynesiano *standard* como ponto de partida. O modelo considera uma economia fechada com existência de capacidade instalada ociosa na economia. Apresentam-se as equações que determinam o *equilíbrio no mercado de bens (curva IS) e a curva de Phillips*, construída a partir do conflito distributivo entre trabalhadores e capitalistas. O modelo então permite a discussão da regra de juros. Para tanto, considerando a existência de uma relação negativa entre taxa de desemprego a taxa de utilização da capacidade, os autores propõem uma regra como função da inflação e da taxa de utilização da capacidade instalada. Inicialmente, utiliza-se uma regra de juros linear típica, que leve em conta tanto a inflação como a taxa de utilização da capacidade instalada. Contudo, conforme demonstrado pelos autores, este tipo de regra, quando incorporadas em um modelo pós-keynesiano, gera inconsistências expectacionais que precisam ser contornadas. Para resolver este problema, propõem-se, então, uma regra de política monetária alternativa que, de um lado, torne viável um regime monetário de duplo mandato

e, por outro lado, contorne o problema da inconsistência da política monetária apresentado anteriormente. O modelo implica, portanto, que a economia converge para um estado estacionário estável no qual a meta de inflação é alcançada de modo a não existir inconsistência intertemporal da política monetária. Também há coerência expectacional, sendo que a inflação efetiva converge para a inflação esperada que, por sua vez, converge para a meta definida pela AM.

No artigo seguinte, *Leading sectors and structural dynamics: an input-output analysis contrasting the BRICs growth paths*, Guilherme Riccioppo Magacho, Nelson Marconi e Igor Rocha analisam as diferentes trajetórias de crescimento nas últimas décadas dos países do BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China). Analisam, ainda, o potencial de cada setor avaliado em promover o crescimento econômico. O ponto de partida dos autores é a constatação de que todos os países do bloco experimentaram um período de crescimento significativo durante a década de 2000, ainda que suas trajetórias de crescimento não tenham sido similares. Enquanto no Brasil e na Rússia esta trajetória esteve baseada na produção e exportação de bens primários, na China e na Índia o padrão de desenvolvimento industrial permaneceu alicerçado nas exportações e nos serviços de manufatura, respectivamente.

Essas distintas trajetórias resultaram em uma vasta gama de interpretações sobre setores que atuam como motores relevantes do crescimento. Nesse contexto, os autores analisam os efeitos dinâmicos de um processo de crescimento impulsionado pelas exportações de commodities, como as adotadas pelo Brasil e pela Rússia, e pelas exportações de serviços, como as da Índia nos últimos anos. Além disso, comparam os possíveis elos de produção que podem ser criados a partir do estímulo desses setores, nos quais existem vantagens comparativas na produção, com aqueles que poderiam ser gerados ao fornecer incentivos para o setor de manufatura e/ou de serviços. Por fim, também avaliam se este processo pode ser bem sucedido do ponto de vista da diversificação da produção e, conseqüentemente, se pode contribuir para o crescimento econômico.

Os principais resultados mostram que o setor manufatureiro é onde os multiplicadores são os mais altos. Ou seja, corrobora-se a hipótese de que ter um setor manufatureiro dinâmico é essencial para promover o crescimento econômico. Além disso, os resultados mostram que os encadeamentos para frente, no setor de serviços, são maiores do que os encadeamentos para trás e que os serviços modernos apresentam encadeamentos para frente maiores que aqueles observados nos tradicionais. Dessa forma, corrobora-se a hipótese de que a produção de serviços depende da produção em outros setores e de que uma estratégia de crescimento orientada para este setor deve estar vinculada à produção industrial e às exportações. Os resultados mostram também que os multiplicadores associados à produção chinesa são mais altos para todos os setores analisados, indicando um maior grau de integração da produção nesse país. Por outro lado, a análise das ligações para trás mostra que em todos os países do BRIC, os produtos químicos, de transporte, metal e alimentos e bebidas têm um potencial significativo (seus

índices estimados são maiores que um) para estimular o crescimento econômico. Já a análise das ligações para frente mostra que os setores de minerais não-metálicos, commodities minerais, serviços públicos, químicos e de petróleo têm a maior capacidade de fornecer insumos para os demais setores. Dessa forma conclui-se que uma estratégia que busque impulsionar o crescimento econômico deve levar em conta as vantagens de uma estrutura de produção orientada para a expansão da manufatura e deve utilizar as commodities para promover os outros setores da economia.

Em *The GIIPS crisis in the context of the European Monetary Union: a political economy approach*, quarto artigo deste volume, Nicholas Blikstad e Giuliano de Oliveira discutem a crise do GIIPS (Grécia, Itália, Irlanda, Portugal e Espanha) à luz do projeto de integração Europeia. Os autores argumentam que a crise resultou de dois processos simultâneos: por um lado, adveio dos crescentes desequilíbrios internos que ocorreram ao longo do período de expansão econômica; e por outro lado, resultou da rigidez imposta pelo arranjo institucional da União Monetária Europeia.

Na seção inicial, os autores discutem o processo de integração Europeia e a constituição da zona do Euro. Ressaltam, em tal análise, a influência da abordagem econômica ortodoxa convencional, para a qual as motivações associadas à integração regional estão relacionadas a ganhos de eficiência econômica para, em seguida, analisar os problemas impostos pela institucionalidade da moeda comum em dois períodos: de expansão econômica (2000-2007) e da crise da Zona do Euro (2007-2013). Durante o primeiro período, discute-se a evolução dos desequilíbrios regionais na zona do euro (centro e periferia) e as características do processo de ajuste após a eclosão da crise financeira global em 2008. São destacadas as dificuldades para se recuperar o crescimento na região, tanto pela dinâmica regional quanto pelas restrições ao uso de políticas econômicas anticíclicas autônomas devido às restrições impostas pela institucionalidade do euro. Finalmente, analisa-se a visão das autoridades da Zona do Euro sobre os determinantes da crise e recomendações para sua superação.

Como conclusão, a partir das evidências apresentadas no artigo, os autores indicam que a crise econômica na Zona do Euro resultou de crescentes desequilíbrios internos que ocorreram na região durante o período de expansão econômica, particularmente entre os países membros centrais, com ênfase na Alemanha, e nos países periféricos da região, o GIIPS. Inegavelmente, tal crise foi potencializada pela forma como a Zona do Euro foi estabelecida, sob as restrições impostas pela institucionalidade da moeda comum às políticas econômicas internas. Ademais, considerando que a crise no GIIPS tem sido profunda e resistente e que, até o momento, não há sinais claros de recuperação, os autores concluem que a recuperação econômica consistente dessas economias requer um estímulo agregado de demanda, condição que, por sua vez, requer a implementação de políticas econômicas anticíclicas.

Na sequência, Carmem Feijó, Julia de Medeiros Braga e Mariana Finello Corrêa avaliam como as proposições desenvolvimentistas nos ajudam a entender melhor as dinâmicas do crescimento no Brasil entre 1999 e 2013. Em *Developmentalism and the determinants of investment: an econometric exercise for Brazil in the 2000s*, a(o)s autora(e)s discutem, com base nas diferentes agendas de política econômica propostas pelo debate desenvolvimentista no Brasil (os grupos novo-desenvolvimentista e social-desenvolvimentista), quais são as variáveis mais relevantes para explicar o comportamento do investimento agregado. Nesse caso, enfatiza-se na análise econométrica à importância da taxa real de câmbio real e do investimento público na explicação das decisões de investimento, de acordo com cada abordagem.

No debate desenvolvimentista, apesar do marco teórico compartilhado (que inclui Keynes e o estruturalismo Latino-americano), cada grupo tem defendido que o investimento responde mais fortemente a uma variável específica. Então, a fim de esclarecer esse debate apresenta-se inicialmente uma análise sobre a evolução do produto e da taxa de investimento durante os anos 2000s. Conforme é possível observar, as taxas de crescimento do PIB foram relativamente instáveis durante o período e, segundo a(o)s autora(e)s, a política macroeconômica não favoreceu a acumulação de capital no Brasil, já que as taxas de juros internas foram mantidas em níveis elevados e persistentes (embora tenham diminuído em alguns anos) o que pode ser somado a volatilidade da taxa real de câmbio real e a sua tendência de valorização, que comprometeram o grau de confiança das expectativas sobre investimento.

Em seguida, apresentam-se diferentes especificações para o modelo, juntamente com testes e técnicas econométricas. Os resultados mostram que, para todas as especificações testadas, o grau de utilização da capacidade explica positivamente o investimento em capital fixo, ao passo que a participação nos lucros foi significativa, mas de menor importância. Por outro lado, considerando os objetivos do trabalho, o modelo que incluiu o argumento novo-desenvolvimentista (e que, portanto, levou em consideração a taxa de câmbio real em nível e na forma quadrática para testar seu efeito sobre o investimento), mostrou que o impacto de uma desvalorização da taxa de câmbio real é negativo e muito maior sobre o investimento (capturado pela variável em nível) do que um efeito positivo (capturado pela variável na forma quadrática). Portanto, os autores concluem que o efeito custo de uma desvalorização real sobre o investimento em capital fixo excede em muito o efeito competitivo. Por fim, o modelo que busca captar o argumento social-desenvolvimentista e que, portanto, leva em consideração o investimento público, revela que a importância dessa variável é aumentada quando exclui-se o componente de tendência. Sendo assim, os autores concluem que o investimento público em infraestrutura faz convergir as expectativas do setor privado e induz ao investimento em bens de capital.

No artigo seguinte, intitulado *Liquidity trap: the Brazilian version*, Fernando Ferrari Filho e Marcelo Milan oferecem uma discussão acerca das altas taxas de

juros no Brasil. Ao longo dos últimos anos, inúmeras foram as interpretações para a taxa de juros brasileira ser uma das mais altas do mundo: histórico de hiperinflação, baixas taxas de poupança, crédito subsidiado, déficits governamentais, entre outras. Os autores, no entanto, sugerem uma nova interpretação: o nível da taxa de juros no Brasil é alta pela pressão exercida pelo segmento rentista (instituições financeiras, industrialistas financeirizados e famílias ricas) sobre a política monetária e fiscal em um contexto no qual a inflação não é sensível a alterações de política monetária. Uma vez considerada tal hipótese, o objetivo do artigo é mostrar que o país convive com sua própria versão da armadilha da liquidez, onde o Banco Central promove políticas monetária e fiscal que satisfazem as expectativas de altas taxas de juros dos rentistas.

Para embasar tal hipótese, os autores retomam Keynes sobre a importância da política monetária e seus objetivos, incluindo também uma análise crítica sobre as interpretações da armadilha da liquidez derivadas da Síntese Neoclássica. Segundo os autores, Keynes via a política monetária como meio para alcançar certos objetivos (estabilidade de preços, estabilidade financeira, manutenção das expectativas, controle da liquidez e estabilidade da taxa de câmbio), sendo fundamental que a autoridade monetária reconheça os canais de transmissão da taxa de juros e seus efeitos sobre demanda efetiva, crescimento e distribuição de renda. A política monetária, portanto, é um instrumento poderoso no arcabouço de Keynes, podendo afetar investimento e crescimento. Contudo, ao alterar as estratégias de portfólio dos agentes econômicos, a autoridade monetária pode levar a economia à uma armadilha da liquidez, onde impera uma instável demanda especulativa por moeda, tornando a própria política monetária inócua.

A Síntese Neoclássica tornou a armadilha da liquidez um caso especial derivado da Teoria Geral, uma forma de relacionar Keynes a políticas fiscais necessárias para retirar a economia de uma recessão. Entretanto, Ferrari Filho e Milan argumentam que a teoria de Keynes não pode ser interpretada como uma situação onde o desemprego é um fenômeno temporário devido à armadilha da liquidez. Esta se define, especificamente, como uma situação na qual os agentes, sob expectativas incertas, entesouram moeda porque os preços dos ativos caem sensivelmente devido a uma deflação e, por isso, a política monetária convencional se torna inócua. Sob essa definição, cara à Keynes, taxas de juros baixas não guardam uma relação inequívoca com a armadilha da liquidez.

A partir dessa percepção, o regime monetário de metas de inflação (RMI) no Brasil é analisado na tentativa de compreender a versão brasileira da armadilha da liquidez. As bases do RMI são reavaliadas, demonstrando o mecanismo que impera na política monetária do país: a meta definida para a taxa de juros básica SELIC, que remunera os empréstimos bancários *overnight* (e cujas garantias são os títulos do tesouro), é definida a partir de relatórios dos próprios agentes financeiros. Esse mecanismo garante o ajuste dos títulos às expectativas de inflação do próprio mercado, mantendo as taxas de juros presas em níveis altos e, conseqüentemente, não mantendo relação alguma com preferência por liquidez e entesouramento por

conta da incerteza sobre redução futura do valor de ativos de capital. Os autores ainda vão além, ao não atribuir completamente à razão das altas taxas de juros nacionais ao regime de metas de inflação. Para eles, o fator imperativo no caso brasileiro é o próprio comportamento do rentista sob um ambiente de crescente financeirização. No caso do Brasil, a soma desse comportamento rentista à sua institucionalização via RMI criou uma armadilha expectacional que assume risco elevados de default em títulos públicos, determinação de taxas de juros, baixa credibilidade da política monetária e expectativas de inflação, colocando o país em uma armadilha de liquidez com altas taxas de juros.

Na segunda parte da revista, mais particularmente na seção que reúne contribuições sobre conjuntura econômica mundial e brasileira, o artigo intitulado *Mr. Bolsonaro e os Chineses: uma sugestão de interpretação*, de autoria de Gilberto Libânio, discute os potenciais impactos do governo Bolsonaro sobre a relação Brasil-China. Já na introdução o autor chama a atenção para o fato de que um dos elementos mais importantes na trajetória da China desde o início deste século tem sido a expansão de seus investimentos no exterior, guiada por uma ampla estratégia de internacionalização intitulada *China Going Global*. No período mais recente, a China ingressou em nova etapa de seu processo de desenvolvimento, descrito na literatura como “Novo Normal”. Esta fase se caracteriza por maior ênfase no aumento do consumo doméstico, em detrimento de investimentos e exportações, e também por taxas de crescimento mais moderadas, em torno de 6% ao ano.

O autor desenvolve o texto apresentando o histórico recente da relação entre os dois países, particularmente no que se refere a comércio internacional e a investimento direto externo da China no Brasil. O Brasil foi afetado pela forte expansão chinesa nos anos 2000, com intensa demanda por *commodities* agrícolas e minerais, o que levou a um crescimento sistemático das exportações brasileiras. Isso é parte da explicação para o bom desempenho da economia nacional observado ao longo da última década. Por outro lado, ressalta o autor, a relação com a China apresenta impactos negativos a longo prazo associados à primarização da pauta de exportações. Ademais, os investimentos diretos chineses no Brasil têm desempenhado papel destacado nos últimos anos. Nesse caso, destaca-se que os interesses chineses estão associados principalmente ao fornecimento de matérias primas agrícolas e minerais, tendo em vista as questões de segurança alimentar e energética do país mais populoso do mundo. Em seguida, especula-se sobre os possíveis efeitos de um afastamento do Brasil em relação à China, caso se confirmem os discursos de membros do novo governo brasileiro acerca de um realinhamento político com os EUA e um consequente afastamento do país asiático.

A principal conclusão do artigo é que a China tem papel crucial nas relações econômicas do Brasil com o exterior. Nesse sentido, um esfriamento das relações do Brasil com a China parece politicamente pouco plausível, dados os impactos negativos sobre setores politicamente importantes ao novo governo, como a bancada do agronegócio, que é extremamente dependente do mercado chinês. Não

há, portanto, justificativa para qualquer tipo de ruptura nessa relação, sob pena de o Brasil sofrer efeitos adversos em sua balança comercial e na recepção de investimentos externos. Ademais, os potenciais benefícios de uma aproximação com os Estados Unidos não parecem compensar tais custos.

Tenham todos uma agradável leitura!

Anderson Tadeu Marques Cavalcante, editor

Fabício José Missio, coeditor

Luiz Fernando Rodrigues de Paula, coeditor

EDITORIAL

The Brazilian Keynesian Review (BKR) is pleased to announce that its new issue (number 2 of its volume 4) is available on the journal's website. BKR is an initiative of the Brazilian Keynesian Association (AKB) which aims at publishing and disseminating theoretical and applied studies on Keynesian Economics and related areas. The journal adopts a pluralistic editorial orientation, covering different research themes, as long as the contributions present an interface with Keynesian Economics, such as Institutional, Structuralist or Evolutionary approaches. The BKR has a semiannual periodicity and unrestricted online access. Papers are published in Portuguese or English. The magazine is structured in two parts. The first contains traditional academic articles. The second part includes short articles that deal with the Brazilian or world economic situation.

The academic section in this issue is composed by six papers. In *A model for the post-Keynesian firm*, authors Gabriela Aidar and Fábio Terra conceive a theoretical model of the post-Keynesian firm. Initially, the authors present a synthesis of theoretical elements that compose the debates around the notion of the firm, from which they add other important elements featured in the post-Keynesian microeconomic literature. They use the Resource-Based View (RBV) as the basic approach to the firm, arguing that RBV considers the firm as an institution whose resources, of various natures, are related in a very organic way. In this sense, the RBV considers the role of the entrepreneur, of uncertainty, and the way in which consumers, the firm and the competitors interact dynamically.

Based on Penrose's (2006) work, this conception assumes the firm as a set of tangible and intangible (not measurable) heterogeneous resources, which can be divided into five categories: i) productive, ii) financial, iii) human, iv) organizational, and v) undergoing some learning process. According to the authors, the connection between the two resources' natures, something that depends on the abilities and competences of the entrepreneur, forms the essential competence of the firm, guiding it in an uncertainty environment. In such environment, the firm chooses its most efficient strategies in order to create sustainable competitive advantages, such as diversification. The authors, then, present the characterization of the elements that form the concept of the post-Keynesian firm. In revisiting the work of Keynes and post-Keynesian authors, the relationship between uncertainty, expectation, and the role of the entrepreneur in monetary economies is discussed, moving on to the firm's constitution and objectives. Finally, a relationship is proposed between the environment in which the firm is included with different market types, analyzing aspects related to the behavior (competitiveness), the decision-making (price and production) of the firm, the limitations inherent in each decision, and technological changes. Thus, based on the model proposed, the firm is investigated from the elements that define it and constitute it (composition, characteristics, objectives and limitations). The conclusion is that the post-Keynesian firm can be understood as an arrangement of productive, financial and

human assets materialized by the will of the entrepreneur to form a portfolio in an environment of uncertainty, whereby it can profit and thus increase its wealth.

In the following paper, *Inflation goals and expectation consistency in a model with a non-linear interest rule*, the authors Carlos Eduardo Iwai Drumond, Cleiton Silva de Jesus and João Pereima develop a macroeconomic model of post-Keynesian inspiration that takes into account non-linearity in the interest rule. According to their approach, the Monetary Authority considers the interaction between the rate of inflation and the level of installed capacity utilization when determining the interest rate, so that the sensitivity of the interest rule to the inflation gap relatively to a given target varies according to the economic cycle. In other words, the closer (farthest) to the level of full installed capacity utilization the economy is, the more (less) sensitive the Monetary Authority will be to the deviations of inflation from the target. Therefore, it is possible to weigh both inflation and output without losing sight of the anchor role of the inflation target. One of the innovations of the model is that it is constructed without *ad-hoc* assumptions imposing the convergence of inflation to the target and without instituting a limit to expectations' behavior. In addition, it is argued that the dependence of the inflation parameter (in the interest rule) on the level of economic activity is a novelty in the post-Keynesian literature.

To fulfill the proposed objectives, after an initial review of key components of post-Keynesian models that account for inflation targeting regimes, a model is proposed as a starting point for discussion. The model considers a closed economy with the existence of idle installed capacity in the economy. The equations that determine the equilibrium in the goods market (IS curve) and the Phillips curve are then presented, building on the distributive conflict between workers and capitalists. The model then allows discussion of the interest rule. Therefore, considering the existence of a negative relationship between the unemployment rate and the capacity utilization rate, the authors propose a rule as a function of inflation and the rate of utilization of installed capacity. Initially, a typical linear interest rule is used, which takes into account both inflation and the rate of installed capacity utilization. However, as demonstrated by the authors, this type of rule, when incorporated in a post-Keynesian model, generates expectations inconsistencies. In order to solve this problem, an alternative monetary policy rule is proposed which, on the one hand, renders a dual-mandate monetary regime viable and, on the other hand, addresses the problem of the inconsistency of the monetary policy presented earlier. The model implies, therefore, that the economy converges to a stable stationary state in which the inflation target is reached so that there is no intertemporal inconsistency of the monetary policy. There is also expectancy coherence, with effective inflation converging to the expected inflation, which, in turn, converges towards the target defined by the Monetary Authority.

In the following article, *Leading sectors and structural dynamics: an input-output analysis contrasting the BRICs growth paths*, Guilherme Riccioppo Magacho, Nelson Marconi e Igor Rocha analyse diverse growth trajectories of BRIC

countries (Brazil, Russia, India, and China) in the last decades. They also analyze diverse sectoral potential in promoting economic growth in each country. The authors' starting point is the finding that, although with unsimilar growth trajectories, all countries of the BRIC bloc experienced a period of significant growth during the 2000s. While in Brazil and Russia this trajectory was based on the production and export of primary goods, in China and India the pattern of industrial development remained centered on exports and manufacturing services, respectively.

These distinct trajectories have resulted in a wide range of interpretations about sectors that serve as relevant engines of growth. In this context, the authors analyze the dynamic effects of a growth process driven by commodity exports, such as those adopted by Brazil and Russia, and by exports of services, such as India in recent years. In addition, they compare the possible production links that can be created from stimulating those sectors with comparative advantages in production relatively to other manufacturing and/or service sectors. Finally, the authors also assess whether this process can be successful from the point of view of the diversification of production and, consequently, whether and how it can contribute to economic growth.

The main results show that the manufacturing sector is where the multipliers are the highest. That is, it is corroborated the hypothesis that having a dynamic manufacturing sector is essential to promote economic growth. In addition, the results show that forward linkages in the service sector are larger than backward ones, and that modern services have larger forward linkages than those observed in traditional sectors. In this way, it is confirmed the hypothesis that the production of services depends on the production in other sectors and that a growth strategy oriented to sectoral development must be linked to industrial production and exports. The results also show that the multipliers associated with Chinese production are comparatively higher for all sectors analyzed, indicating a greater degree of integration of production in that country. On the other hand, backward linkage analysis shows that in all BRIC countries, chemicals, transportation, metal, and food and beverages sectors have all significant potential (their estimated rates are greater than one) to stimulate economic growth. Moreover, the analysis of forward linkages shows that the sectors of non-metallic minerals, mineral commodities, public services, chemicals and petroleum have the greatest capacity to provide inputs to other sectors. Thus, it is concluded that a strategy that seeks to boost economic growth must take into account the advantages of a production structure oriented to the expansion of manufacturing, while incentives to commodities production should be used to promote other sectors of the economy.

In the fourth article of this volume, *The GIIPS crisis in the context of the European Monetary Union: the political economy approach*, Nicholas Blikstad and Giuliano de Oliveira discuss the GIIPS crisis (Greece, Italy, Ireland, Portugal and Spain) in light of the European integration project. The authors argue that the crisis

resulted from two simultaneous processes: on the one hand, it followed from the growing internal imbalances that occurred during the period of economic expansion; and, on the other hand, it resulted from the rigidity imposed by the institutional arrangement of the European Monetary Union.

In the opening section, the authors discuss the process of European integration and the constitution of the Eurozone. The influence of the conventional orthodox economic approach is highlighted in the analysis, from which the motivations associated with regional integration stem solely from economic efficiency gains. Then, the authors analyze the problems imposed by such approach and the common currency institutions it promoted in two periods, namely: the economic expansion (2000-2007) and the Eurozone crisis (2007-2013). During the first period, it is highlighted the evolution of regional imbalances in the euro area (center and periphery) and the characteristics of the adjustment process after the outbreak of the global financial crisis in 2008. The difficulties in recovering growth in the region are stressed in the second period, both by the own dynamics of the region and also by the restrictions on the use of autonomous countercyclical economic policies due to the restrictions imposed by the institutions of the euro. Finally, it is examined the Euro area authorities' views on the determinants of the crisis and their recommendations for overcoming it.

As a conclusion, based on the evidence presented in the article, the authors indicate that the economic crisis in the Eurozone resulted from growing internal imbalances that occurred in the region during the period of economic expansion, particularly among central member countries, with emphasis on Germany, and in the peripheral countries of the region, GIIPS. Undoubtedly, such a crisis has been potentiated by the way the Eurozone was established, including both the constraints imposed by the institutionality of the common currency and the economic policies imposed. Moreover, considering that the GIIPS crisis has been deep and resilient and that, to date, there are no clear signs of recovery, the authors conclude that the consistent economic recovery of these economies requires an aggregate demand stimulus, a condition that, in turn, requires the implementation of countercyclical economic policies.

In the sequence, this issue of BKR features Carmem Feijó, Julia de Medeiros Braga and Mariana Finello Corrêa evaluating how developmental propositions help us to better understand the dynamics of growth in Brazil. In *Developmentalism and the determinants of investment: an econometric exercise for Brazil in the 2000s*, the authors discuss, based on the different economic policy agendas proposed by the developmentalist debate in Brazil (new-developmental and social-developmental approaches), which are the most relevant variables to explain behavior of aggregate investment. In the study, the emphasis is placed on an econometric analysis of the importance of real exchange rate and public investment in explaining investment decisions.

In the developmentalism debate, despite the shared theoretical frameworks (which includes Keynes and Latin American structuralism), each group has argued that investment responds more strongly to a given specific variable. In order to clarify this debate, the authors first present an analysis of the evolution of the product and of the investment rates during the 2000s. As can be seen, GDP growth rates were relatively unstable during the period and, according to the authors, macroeconomic policy did not favor capital accumulation in Brazil, since domestic interest rates were maintained at persistently high levels (although they have declined in a few years). Moreover, the high interest rates were accompanied by volatility of the real exchange rate and an appreciation trend, which have compromised the confidence level of investment expectations.

Different specifications are presented for the model, together with tests and econometric techniques. The results show that, for all the specifications tested, the degree of capacity utilization explains positively the investment in fixed capital while its share in profits was significant, but of minor importance. On the other hand, considering the objectives of the paper, the model that included the new-developmental argument (and therefore took into account the real exchange rate in level and in quadratic form to test for effects on investment) showed that the impact of a devaluation of the real exchange rate is negative and much greater on investment (captured by the variable in level) than its positive effect (captured by the variable in the quadratic form). Therefore, the authors conclude that the effect of a real devaluation over investment in fixed capital far exceeds the competitive effect of the devaluation. Finally, the model that seeks to capture the social-developmental argument and, therefore, takes into account public investment as the main variable, reveals that the importance of the latter is increased when the trend component is excluded from the model. Thus, the authors conclude that public investment in infrastructure converges expectations of the private sector and induces investment in capital goods.

In the last article of the journal's academic section, *Liquidity trap: the Brazilian version*, Fernando Ferrari Filho and Marcelo Milan offer a discussion about high interest rates in Brazil. Over the last few years, there have been countless interpretations for the reasons Brazilian interest rate are one of the highest in the world: the country history of hyperinflation, low rates of savings, subsidized credit, government deficits, among others. The authors, however, suggest a new interpretation: the level of the interest rate in Brazil is high because of the pressure exerted by the rentier segment (financial institutions, financialized industrialists and wealthy families) on monetary and fiscal policy in a context where inflation is not sensitive to changes in monetary policy. Once this hypothesis is considered, the objective of the article is to show that Brazil deals with its own version of the liquidity trap, whereby the Central Bank of Brazil promotes monetary and fiscal policies in order to meet rentiers' expectations.

To support this hypothesis, the authors stress the importance of monetary policy and its objectives in light of the works by Keynes, including a critical analysis

of the liquidity trap interpretations derived from the Neoclassical Synthesis. According to the authors, Keynes envisioned monetary policy as a mean to achieve certain objectives (price stability, financial stability, maintenance of expectations, liquidity control and exchange rate stability), while assuming fundamental for the monetary authority to recognize the transmission channels of interest rate and its effects on effective demand, growth, and income distribution. Monetary policy, therefore, is considered a powerful instrument in Keynes' s framework, affecting investment and growth. However, by altering the portfolio strategies of economic agents, the monetary authority can take the economy into a liquidity trap, where an unstable speculative demand for money reigns, which renders monetary policy itself ineffective.

The Neoclassical Synthesis made the liquidity trap a special case derived from the General Theory, a way of relating Keynes to the fiscal policies necessary to withdraw the economy from a recession. However, Ferrari Filho and Milan argue that Keynes's theory can not be interpreted simply as a situation where unemployment is a temporary phenomenon due to a liquidity trap. The latter is specifically defined as a situation in which agents hoard, under uncertain expectations, as asset prices fall sharply due to deflation and, therefore, conventional monetary policy becomes innocuous. If this definition is accredited, it can be said that low interest rates do not have an unequivocal relationship to the liquidity trap.

Based on this perception, the monetary regime of inflation targets (ITR) in Brazil is analyzed in an attempt to understand the country's version of the liquidity trap. In order to do so, the foundations of the ITR are re-evaluated, demonstrating the mechanism that prevails in the Brazilian monetary policy: the target set for the basic interest rate (SELIC), which remunerates overnight bank loans (and whose guarantees are treasury bills), is influenced by the financial agents themselves. This mechanism guarantees the adjustment of bonds' returns to the inflation expectations of the market itself, keeping interest rates locked at high levels and, consequently, not maintaining any relation with liquidity and hoarding preferences due to the uncertainty about the future of capital assets values. The authors go even further by not fully assigning the reason for the high national interest rates to the inflation targeting regime only. For them, the imperative factor in the Brazilian case is the rentier's own behaviour, influenced by the worldwide context of increasing financialization. In the case of Brazil, the sum of this rentier behavior to its institutionalization via ITR, in fact, has created an expectational trap that assumes high risk of default in public bonds, determination of interest rates, low credibility of monetary policy and inflation expectations, putting the country in a liquidity trap at high interest rates.

In the second part of the journal, more particularly in the section that brings together contributions on the world and on Brazilian economic conjuncture, the article entitled *Mr. Bolsonaro and the Chinese: a suggested interpretation*, authored by Gilberto Libânio, discusses the potential impacts of the Bolsonaro government

on Brazil-China relationship. The author points out that one of the most important elements in China's trajectory since the beginning of this century has been the expansion of its foreign investments, guided by a broad internationalization strategy entitled *China Going Global*. In the most recent period, China entered a new stage of its development process, described in the literature as the *New Normal*. This later phase is characterized by greater emphasis on increasing domestic consumption to the detriment of investments and exports, and also by more moderate growth rates, which revolved around 6% per year.

The author develops the text by presenting the recent history of the relationship between the two countries, particularly with regard to international trade and China's direct foreign investment in Brazil. The latter was affected by the Chinese expansion in the 2000s, with intense demand for agricultural commodities and minerals, which led to a systematic growth in Brazilian exports. This is part of the explanation for the good performance of the country's economy observed over the last decade. On the other hand, according to the author, the relationship with China has also long-term negative impacts associated with the prioritization of the export agenda. More recently, Chinese direct investments in Brazil have played a prominent role. In this case, it is noted that Chinese interests are mainly associated with the supply of agricultural and mineral raw materials, in view of the food and energy security issues of the world's most populous country. Then, there is speculation about the possible effects of a disengagement from bilateral relations if the speeches about a political realignment with the US, from members of the new Brazilian government, are confirmed.

The main conclusion of the author is that China plays a crucial role in Brazil's economic relations with the outside world. In this sense, a cooling of Brazil's relations with China seems politically unlikely, given the negative impacts on politically important sectors of the new government, such as the agribusiness sector, which is extremely dependent on the Chinese market. There is, therefore, no justification for any kind of rupture in this relationship, otherwise Brazil will suffer adverse effects on its trade balance and on receiving foreign investments. In addition, the potential benefits of a rapprochement with the United States do not seem to outweigh these costs.

We hope you all have a pleasant read.

Anderson Tadeu Marques Cavalcante, editor

Fabrício José Missio, coeditor

Luiz Fernando Rodrigues de Paula, coeditor

SUMÁRIO/SUMMARY

- 151-176 **Um modelo de firma pós-keynesiana**
Gabriela Lima Aidar e Fábio Henrique Bittes Terra
- 177-194 **Metas de Inflação e consistência expectacional em um modelo com regra de juros não linear**
Carlos Eduardo Iwai Drumond, Cleiton Silva de Jesus e João Basilio Pereima
- 195-223 **Leading sectors and structural dynamics: an input-output analysis contrasting the BRICs growth paths**
Guilherme Ricciopo Magacho, Nelson Marconi e Igor Rocha
- 224-249 **The GIIPS crisis in the context of the European Monetary Union: a political economy approach**
Nicholas Magnus Deleuse Blikstad e Giuliano Contento de Oliveira
- 250-277 **Developmentalism and the determinants of investment: an econometric exercise for Brazil in the 2000s**
Carmem Feijó, Julia de Medeiros Braga e Mariana Finello Corrêa
- 278-299 **Liquidity trap: the Brazilian version**
Fernando Ferrari Filho e Marcelo Milan

CONJUNTURA ECONÔMICA/CURRENT ECONOMIC ISSUES

- 300-312 **Mr. Bolsonaro e os Chineses: uma sugestão de interpretação**
Gilberto Libânio