

GIULIA LEÃO AUTILIO ANTONIOLI

**Políticas Anticíclicas: a luta do Japão  
contra a deflação**

Campinas

2015

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
INSTITUTO DE ECONOMIA**

GIULIA LEÃO AUTILIO ANTONIOLI

**Políticas Anticíclicas: a luta do Japão  
contra a deflação**

Trabalho de conclusão de curso  
apresentado ao instituto de Economia da  
Universidade Estadual de Campinas  
como parte dos requisitos exigidos para a  
obtenção do título de Bacharel em  
Ciências Econômicas, sob a orientação  
da Professora Maryse Farhi

Campinas

2015

# **Políticas Anticíclicas: a luta do Japão contra a deflação**

**GIULIA LEÃO AUTILIO ANTONIOLI**

**BANCA EXAMINADORA**

Orientadora: Profa. Dra. Maryse Farhi

Convidada: Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates

## RESUMO

O objetivo principal da monografia será analisar a política econômica adotada pelo Japão como resposta ao problema da deflação, explicitando os seus objetivos gerais, sua forma de atuação e seus desdobramentos até o momento. Para isso será necessário entender o que são políticas anticíclicas, já que a política adotada pelo país pode ser assim caracterizada, as origens do problema vivenciado pela economia japonesa e os motivos da escolha desse tipo de política, além dos efeitos que ela tem causado nas principais variáveis macroeconômicas. No primeiro capítulo, busca-se uma definição para políticas anticíclicas, contextualizando-as através de exemplos na história mundial. No segundo capítulo emprega-se um esforço para entender tanto a origem histórica da deflação japonesa e sua evolução quanto as medidas que falharam em atenuá-la. O terceiro e último capítulo, com base nas exposições realizadas nos capítulos anteriores, é dedicado a analisar a política adotada atualmente pelas autoridades japonesas e os seus efeitos até aqui. Finalmente, nas considerações finais, é feito um balanço das discussões anteriores, contemplando também alguns pontos que, apesar de não terem sido tratados no desenvolvimento do trabalho por fugirem de seu escopo, devem ao menos ser mencionados.

**Palavras-chave:** Japão, políticas anticíclicas, deflação, Abenomics.

## **ABSTRACT**

The main purpose of the monograph is to analyze the economic policy adopted by Japan in response to deflation, explaining its general objectives, the way it operates and its developments so far. This will require understanding what are countercyclical policies, since the policy of the country can be so characterized, the origins of the problem experienced by the Japanese economy and the reasons for choosing this type of policy, in addition to the effects it has caused in the main macroeconomic variables. In the first chapter, a tentative of characterizing countercyclical policies is made, contextualizing them through examples in world history. In the second chapter, is employed an effort to understand the historical origin of Japanese deflation and its evolution as well as the measures that previous governments employed that have failed to attenuate it. The third and final chapter, is dedicated to analyzing the policy adopted by the current Japanese authorities and its effects so far. Finally, in the closing remarks, a conclusion regarding the previous analysis is made, also contemplating some aspects that should at least be mentioned, despite of the fact that they don't belong to the scope of this discussion.

**Key-words:** Japan, countercyclical policies, deflation, Abenomics.

# SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO 1: POLÍTICAS ANTICÍCLICAS: DEFINIÇÃO, APLICAÇÕES E RESULTADOS .....	4
1.1. O QUE SÃO POLÍTICAS ANTICÍCLICAS E COMO ELAS FUNCIONAM? .....	4
1.2 . CONTEXTUALIZANDO AS POLÍTICAS ANTICÍCLICAS: EXEMPLOS NA HISTÓRIA MUNDIAL .....	7
1.2.1. O caso americano .....	7
1.2.2. O caso alemão .....	8
1.2.3. Entendendo os exemplos .....	9
CAPÍTULO 2: JAPÃO: UMA BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO .....	11
2.1. ENTENDENDO AS ORIGENS DA DEFLAÇÃO JAPONESA.....	11
2.2 . POLÍTICAS ANTERIORES: COMO FORAM E QUAIS OS SEUS RESULTADOS? .....	18
CAPÍTULO 3: ABENOMICS: O QUE É, COMO TEM FUNCIONADO E QUAIS AS SUAS PERSPECTIVAS?.....	28
3.1. ABENOMICS E SEUS TRÊS VETORES .....	28
3.2. RESULTADOS ATÉ O MOMENTO .....	33
CONCLUSÃO.....	37
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	41

## Introdução

Caracterizado por ser a terceira maior economia do mundo em PIB nominal (segundo o ranking do FMI de 2013), o quarto maior em poder de compra, o quarto maior agente do comércio internacional, o terceiro maior mercado de exportações para a China e a Coréia do Sul e o único país asiático membro do G8, o Japão se coloca como uma economia de grande importância no contexto mundial. Sendo assim, é fundamental entender a magnitude do problema que esse país tem vivenciado e a maneira encontrada pelo governo para lidar com ele, já que o que acontece na economia japonesa tem sérias implicações mundiais.

O presente trabalho tem como objetivo analisar a economia japonesa e os recentes esforços de seu governo, encabeçado pelo primeiro-ministro Shinzo Abe, no sentido de reverter a situação deflacionária do país, sob a perspectiva das políticas anticíclicas.

Para entender o sentido desses esforços e, indo mais além, organizar uma tentativa de fazer previsões acerca dos resultados da política empregada, é necessário entender o que são as chamadas “políticas anticíclicas”, quais foram os principais casos em que elas já foram utilizadas e os desdobramentos de cada um deles. Após caracterizar esse tipo de política, serão tratados os casos da recuperação econômica dos Estados Unidos no contexto da política do “New Deal” e da recuperação alemã durante o Nazismo, de maneira a entender a aplicabilidade desse tipo de política e os motivos pelos quais essa seria uma solução elegível ao problema japonês.

A partir daí, procuraremos estudar uma fração da história da economia japonesa para assim compreender as raízes do problema deflacionário do país. O recorte histórico dessa análise será o do período que tem início após a segunda guerra mundial, quando o capitalismo se consolidou no Japão, até o final do ano de 2014. Focaremos na década de 80, quando ocorreu o estouro da bolha de ações e ativos imobiliários, desencadeando o processo deflacionário japonês e uma recessão no país. Essa queda de preços generalizada se perpetuou até os dias atuais, sendo o principal alvo sobre o qual a política adotada pelo governo japonês pretende atuar. Em 1990, a bolha no mercado de imóveis era tão grave que, segundo Torres (1997), era possível comprar toda a área dos Estados Unidos, 28 vezes maior do que a do Japão, com o dinheiro obtido com a venda de apenas um quarto do arquipélago japonês. Com base nesse trecho da história, será feita a tentativa de formular uma hipótese para as causas da deflação, já que apesar do início do processo deflacionário ser facilmente identificado, não

existe um consenso sobre quais seriam os fatores que teriam levado a economia japonesa a esse problema.

Como próximo passo, será feita uma análise sobre as políticas realizadas anteriormente pelo Japão com o objetivo de atuar sobre o baixíssimo crescimento da sua economia. Durante a década de 90, o Japão tentou 10 pacotes de estímulos fiscais que totalizaram mais de 100 trilhões de ienes: entre 1992 e 1995, foram seis programas de gastos públicos que totalizaram 65,5 trilhões de ienes, além do corte de algumas alíquotas do imposto de renda durante 1994. Em janeiro de 1998, o Japão temporariamente cortou impostos novamente, no valor de 2 trilhões de ienes. Depois, em abril daquele ano, o governo apresentou um pacote de estímulos fiscais totalizando mais de 16,7 trilhões de ienes, quase metade sendo para obras públicas. Novamente, em novembro de 98, um outro pacote de estímulos fiscais foi anunciado, cujo valor era de 23,9 trilhões. Em novembro de 1999, um novo pacote de estímulos fiscais, agora no valor de 18 trilhões de ienes. Finalmente, em outubro de 2000, o Japão anunciou mais um pacote de estímulo, cuja soma agora era de 11 trilhões de ienes. O esforço aqui realizado será o de entender no que o conjunto de medidas adotadas pelo atual governo difere daquelas empregadas anteriormente, o que explicaria a possível, se não provável, eficácia da política conhecida por “Abenomics”.

A última etapa será a de estudar as medidas que constituem a “*Abenomics*”, conhecidas como as três “flechas” de Shinzo Abe: o afrouxamento monetário, as mudanças fiscais e as reformas estruturais. O afrouxamento monetário consiste na injeção de liquidez na economia; o objetivo do Bank of Japan (BOJ), liderado por Haruhiko Kuroda, era dobrar a base monetária do país até 2014 pelo aumento das compras de títulos públicos até que a inflação atingisse a meta de 2%. Segundo Iwata, (IWATA, 2013), o BOJ estabeleceu uma política de atuação chamada de “quantitative and qualitative monetary easing” (QQE) constituída por dois pilares: (1) o comprometimento com o alcance de uma inflação estável no nível de 2% ao ano e (2) a demonstração por parte do BOJ de ações concretas, que sustentariam o primeiro pilar. As mudanças fiscais consistem basicamente no aumento da taxa sobre o consumo de 5 para 8% e, em 2015, para 10%, aliviando o peso tributário das empresas e incentivando o investimento. Finalmente, o programa de reformas estruturais tem como principais tarefas a mudança da previdência, o aumento na produtividade, a abertura da economia, especialmente no setor de serviços e na agricultura, e a flexibilização do mercado de trabalho, com grande ênfase na inserção da mulher neste mercado. As reformas estruturais

são apontadas por muitos como sendo o real desafio da política de Abe, em função da magnitude dessas tarefas e de questões políticas e culturais, como por exemplo, o problema da baixa inserção das mulheres no mercado de trabalho do país. Como parte desse estudo, será feita uma análise dos rumos que essa política tem tomado e de seus resultados até o segundo semestre de 2014, bem como dos seus efeitos internacionais e das interpretações das principais vertentes da economia sobre ela.

## **CAPÍTULO 1: POLÍTICAS ANTICÍCLICAS: DEFINIÇÃO, APLICAÇÕES E RESULTADOS**

### **1.1. O que são políticas anticíclicas e como elas funcionam?**

Políticas anticíclicas são, basicamente, ações governamentais que têm como objetivo a suavização dos ciclos econômicos. De maneira simplificada, num momento de efervescência da economia a função desse tipo de política seria “segurar” o seu crescimento, prevenindo a formação de picos em sua trajetória, enquanto que num momento de recessão o papel desempenhado por ela seria o de gerar estímulos, numa tentativa de evitar que a atividade econômica atinja um vale.

O conceito de ciclo econômico aqui adotado é aquele utilizado por Minsky em sua “Hipótese da Instabilidade Financeira” (MINKSY 1992), onde a economia capitalista é caracterizada como sendo inerentemente instável. A hipótese de Minsky consiste em um modelo de uma economia capitalista que não depende de choques exógenos para gerar ciclos econômicos de diferentes magnitudes. Segundo ela, os ciclos seriam compostos de dois elementos: a dinâmica interna da economia capitalista e o sistema de intervenções e regulações que são desenhadas para manter a economia dentro de limites razoáveis. A adoção deste conceito evidencia a importância atribuída às intervenções econômicas nesse trabalho.

Minsky, em “Stabilizing an Unstable Economy” (MINSKY, 1986), aponta para alguns acertos da economia americana a partir de 1946, motivos pelos quais, segundo ele, esse país teria vivenciado um longo período de relativa estabilidade econômica. Esses acertos não estavam presentes até o ano de 1933, sendo a ausência desses fatores uma das grandes causas da Grande Depressão de 30 para o autor. É destacada a vulnerabilidade da economia às flutuações, ressaltando que a teoria econômica convencional não dá conta dos efeitos destabilizadores das instituições financeiras na dinâmica econômica, efeitos esses que fazem com que o comportamento da economia se torne “incoerente”. Segundo o autor, um corolário imediato da instabilidade endógena do capitalismo é que uma economia regida totalmente pelo livre mercado é economicamente e politicamente impossível, já que em uma economia como esta desastres financeiros e depressões econômicas ocorreriam de forma frequente. Sendo assim, Minsky aponta para a importância do que ele chama de um “big government”, que tem o papel de realizar gastos para estimular a economia em momentos de dificuldade econômica, e de um “big bank”, que atuaria como prestador de última

instância; esses dois atores conseguiriam, juntos, evitar que a economia entrasse em uma profunda depressão.

O autor afirma que com um “big government”, o movimento em direção à depressão é acompanhado por um grande déficit público que sustenta, ou mesmo aumenta, os lucros empresariais. Com essa sustentação dos lucros, o produto e o emprego também são sustentados ou aumentados. Dessa forma, o papel do “big government” na crise econômica deve ser de intervenção através da política fiscal ativa.

Já o “big bank”, como prestador em última instância, teria o papel de intervir refinanciando bancos que tenham enfrentado perdas em seus portfólios, garantindo a manutenção de uma taxa de juros favorável e a continuidade no fornecimento de crédito por parte desses bancos, além de fiscalizar de forma constante a atuação dos mesmos. Realizando seus respectivos papéis, o “big government” e o “big bank” têm grande importância na suavização de uma dinâmica econômica inerentemente instável, instabilidade esta causada por sua própria lógica de funcionamento, isto é, a busca por interesses próprios por parte dos agentes. Essa lógica faz com que a economia alterne entre momentos de estabilidade e momentos de grande turbulência. A visão de Minsky pode ser resumida no seguinte trecho:

“There is sufficient knowledge available so that the unstable global economy can be stabilized in a way that is analogous to how the unstable US economy has been stabilized in the post war era. Unfortunately the ideas that guide public policy these days seem not to recognize that intervention and regulation are needed to generate a reasonable path of development of our inherently unstable world economy.”

Minsky, 1986, página 15

Fisher, (FISHER,1933), também aponta para a importância de políticas anticíclicas quando expõe quão dolorosa é uma “saída natural” de uma depressão (após uma falência praticamente universal, o endividamento deve parar de crescer e começar a se retrair, vindo assim a recuperação e a tendência de uma nova sequência boom-depressão) por prejudicar os empresários, causar desemprego e fome. Fisher afirma que se sua análise estiver correta, é sempre economicamente possível parar ou prevenir uma depressão como a de 1929 através da “reflação” do nível dos preços até o nível médio no qual as dívidas foram contraídas e manter esse nível estável. Essa “reflação”, seguindo a linha de análise adotada, só seria possível através de medidas intervencionistas, tanto por parte do governo quanto por parte do prestador em última instância.

Minsky cita em sua hipótese sobre a instabilidade financeira (MINSKY, 1992) a descrição de Fisher do processo de “debt deflation”, evidenciando a necessidade de intervenções, já que, segundo o primeiro, quando esse processo tende a sair do controle, a reação do sistema é de retroalimentá-lo (“*debt-deflation feeds upon debt-deflation*”, Minsky 1992, página 1).

O pensamento keynesiano é utilizado como um importante pilar em diversas análises sobre esse assunto, principalmente na teoria de Minsky. Em sua “Teoria Geral” (KEYNES, 1935), Keynes aponta para a importância de intervenções do governo no funcionamento da economia, principalmente em momentos de recessão. O autor chega inclusive a afirmar que seria melhor o Tesouro encher garrafas velhas de dinheiro e deixar que empresas privadas desenterrassem esse dinheiro do que adotar uma postura passiva, já que medidas como essa ajudariam a evitar o desemprego e poderiam até aumentar a renda da comunidade.

Foi ressaltada até aqui a importância das políticas anticíclicas nos períodos de recessão, enfatizando o papel fundamental dos gastos do governo e da presença de um prestador de última instância. No entanto, o papel desse tipo de política não é menos importante em períodos de alto nível de atividade econômica. Através do aumento de impostos, do corte de gastos, do aumento da taxa de juros, da diminuição do crédito, entre outras medidas, o governo e o banco central devem agir no sentido de conter os ânimos da população e do mercado e prevenir a formação de bolhas especulativas, conferindo assim maior estabilidade à trajetória econômica, evitando as quedas bruscas que tendem a ocorrer após esses momentos de grande efervescência no nível de atividade da economia.

Essas medidas são importantes também para que o governo possa garantir um “colchão de segurança” financeiro, sendo assim capaz de enfrentar os momentos de dificuldade econômica, desempenhando o papel ativo mencionado anteriormente. Cabe também ao big bank, no auge econômico, acomodar a necessidade de liquidez real, evitando as crises financeiras. Com isso, é possível expandir a capacidade produtiva, os lucros são validados e os compromissos financeiros são cumpridos.

Essa breve exposição servirá de base para analisarmos os fatos históricos que corroboram a importância das políticas anticíclicas e, acima de tudo, para estudarmos as políticas adotadas pelo governo japonês na atualidade.

## **1.2.Contextualizando as políticas anticíclicas: exemplos na história mundial**

### **1.2.1 O caso americano**

As políticas anticíclicas, apesar de não fazerem parte do arcabouço teórico do mainstream, já fora adotadas algumas vezes na história mundial. Os exemplos utilizados aqui serão os das políticas de recuperação nos anos 30, particularmente os casos dos Estados Unidos e da Alemanha.

Nos Estados Unidos, o conceito de políticas anticíclicas foi colocado em prática com a implementação do New Deal, uma construção política do governo Roosevelt entre 1933 e 1937 com o objetivo de recuperar e reformar a economia americana após os desastres da Grande Depressão. Esse programa pode ser dividido em duas fases: a primeira, quando ocorreu a criação de novas instituições para viabilizar as mudanças propostas, foi marcada por forte regulação e intervenção do Estado, com a criação de diversas agências federais (National Industrial Recovery Administration, Agricultural Adjustment Agency, etc) e atos, sendo a origem do famoso Glass-Steagall Banking Act, que previa a separação entre os bancos comerciais e os de investimento. Ela foi composta por cinco principais pilares: 1) medidas destinadas a apoiar e regulamentar o sistema bancário e financeiro; 2) programa de socorro e estímulo à agricultura; 3) medidas voltadas para a recuperação da indústria e o desenvolvimento regional; 4) ações que objetivavam a criação de empregos, o apoio aos que mais necessitavam e a redução da carga de endividamento das famílias e 5) medidas associadas ao abandono do padrão ouro. Esse conjunto de medidas foi fundamental para atenuar a instabilidade da economia americana no período, estando evidente o papel central do Estado na busca deste objetivo.

A insatisfação da população americana com os resultados dessas medidas levou o governo a dar origem a uma segunda fase do New Deal, eliminando muito do que se havia feito para regular a economia e redirecionando os esforços para o enfrentamento da situação social. A partir de 1935 foi feito um grande avanço na regulação trabalhista; na contramão, no entanto, foram colocadas em prática medidas essencialmente ortodoxas de arrocho fiscal e redução do déficit público entre os anos 1936 e 1937. A retirada dos estímulos e a redução da intervenção do Estado em um momento equivocado em função de pressões políticas e da obsessão do governo Roosevelt com o orçamento equilibrado causaram o que é conhecido como “double dip”, uma piora da economia como um todo, com queda no crescimento no PIB, aumento no desemprego, etc.

Como ressalta Mazzucchelli em sua obra “Os anos de chumbo: Economia e política internacional no entreguerras” (MAZZUCHELLI, 2009), o New Deal representou uma experiência sem precedentes no capitalismo do século XX, já que a dimensão da recessão em que a nação norte americana mergulhou revelou a importância da introdução de “modalidades de intervenção até então inimagináveis”. Roosevelt, em linha com a teoria Minskyana citada anteriormente de que uma economia regida somente pelo mercado seria econômica e politicamente inviável, impôs formas de controle às forças do mercado que seriam consideradas impensáveis alguns anos mais cedo. Mazzucchelli aponta para a grande importância do alcance político do New Deal, muito mais representativo para ele do que quaisquer erros cometidos em sua implantação. O autor conclui que:

“O aspecto mais decisivo do New Deal foi o reconhecimento explícito de que somente a intervenção consciente do Estado poderia livrar a nação dos efeitos dissolventes da concorrência desabrida. O New Deal radicalizou e deu substância à prática democrática: quando azares do mercado ameaçaram a vida da sociedade, coube ao Estado zelar pelo interesse público e restaurar a dignidade dos cidadãos.”

Mazzucchelli, 2009, página 275

### **1.2.2 O caso alemão**

O estado da economia alemã era catastrófico no início da década de 30. Com aproximadamente seis milhões de desempregados em 1933, a pobreza e o sofrimento estavam instaurados, o que deu espaço para que o Nazismo ganhasse força e apoio tanto por parte dos governantes, quanto da população. A recuperação alemã foi mais intervencionista e também mais exitosa do que a americana, mencionada anteriormente, sendo a Alemanha o país que obteve o melhor desempenho econômico na década de 30.

Marcada pela negação em relação aos preceitos ortodoxos, o grande sucesso da política alemã, regida pelo Capitalismo Tutelado do governo nazista, foi o combate ao desemprego. Segundo Hobsbawm em sua obra “A era dos extremos: O breve século XX” (HOBSBAWM, 1995) nada menos do que 44% da população alemã não tinha emprego no pior período da Grande Depressão (1932-3). Entretanto, o único estado ocidental que conseguiu eliminar o desemprego no período foi a Alemanha nazista entre 1933 e 1938.

A recuperação desse país europeu também pode ser dividida em duas fases. A primeira, até 1936, consistia numa política mais geral que tinha como alvo todos os setores da economia, com o objetivo central de criar empregos. Essa fase foi marcada por uma política

fiscal expansionista e de gastos públicos, direcionando o crédito para os setores que geravam o maior número de empregos, como o automobilístico, além da realização de grandes obras públicas, como a construção de rodovias. Já a segunda fase, marcada pelo início do II Plano Quadrienal, foi subordinada aos interesses militares, com gastos de enorme dimensão nesse setor que sustentaram a recuperação da economia. A grande importância conferida ao investimento, ao contrário do que ocorreu na estratégia americana, que privilegiava o consumo, fez com que o desenvolvimento do país fosse alavancado, sendo o caso alemão o maior exemplo de implantação de uma política keynesiana verificado no período em questão. O papel dos gastos com a guerra por parte do Estado a partir de 1936 também foi fundamental para a recuperação alemã, já que estes investimentos geravam empregos e injetavam dinheiro na economia. O crescimento da dívida pública como forma de financiamento dos gastos do governo é uma prova incontestável da centralidade da intervenção do Estado na recuperação da economia alemã.

Apesar das atrocidades praticadas pelo governo nazista, é inegável que a sua política de revitalização da economia foi extremamente eficaz. Por meio de uma forte intervenção na atividade econômica e de grande ênfase no investimento, o governo alemão foi capaz de tirar a economia do estado caótico em que ela se encontrava e, mais que isso, fazer com que o crescimento do país fosse retomado. Mazzucchelli (MAZZUCHELLI, 2009) ressalta a primazia da recuperação econômica alemã entre 1933 e 1939 em relação às principais nações industrializadas. Enquanto a França começou a crescer novamente somente após 1936, a Inglaterra foi incapaz de eliminar o desemprego e os Estados Unidos sofreram uma pausa radical na sua expansão econômica entre 1937-1938, a Alemanha cresceu de forma contínua e sistemática até 1939, revelando o sucesso da sua recuperação.

É inegável que a recuperação do país sob o poder do governo Hitler foi determinante para que a Alemanha ganhasse forças para entrar em guerra e causar a destruição conhecida por todos, no entanto essa análise não faz parte do escopo do presente trabalho.

### **1.2.3 Entendendo os exemplos**

Os exemplos anteriormente citados em relação à utilização de políticas anticíclicas além de outros casos que podem ser apontados, como a Política de Aceleração do Crescimento (PAC) adotada no governo Lula - que apesar de não ter sido idealizada com esse objetivo, acabou tomando um caráter anticíclico em função da crise de 2008 e evitou que o

Brasil entrasse em recessão – evidenciam a importância e a eficácia de políticas de intervenção por parte do Estado, desde que sejam realizadas de forma correta.

No caso americano, os efeitos desestabilizadores das forças de mercado poderiam ter sido ainda mais suavizados caso o Estado houvesse atuado no período de boom da economia, nos Roaring Twenties. Nessa época, conhecida também por age of business, os governantes tinham uma clara inclinação pró mercado, as relações econômicas eram comandadas por bancos e executivos privados e a população vivenciava um período de abundância material nunca antes verificado, com a explosão do consumo em massa e as facilidades do crédito. Esses fatores evidenciam as limitações impostas sobre a capacidade de intervenção do Estado nas relações econômicas no período, o que fez com que a queda na atividade econômica fosse muito mais abrupta do que seria caso tivessem sido adotadas medidas voltadas para a contenção dos ânimos do mercado e da população no período de efervescência da economia norte americana.

Apesar de diferenças significativas entre os casos citados e o caso japonês, foco deste trabalho, a hipótese estabelecida é de que o modelo teórico das políticas anticíclicas possa ser adotado em diferentes realidades para combater problemas diversos. Desde o crescimento extremamente acelerado e sem bases de sustentação até o decréscimo de uma economia, os alvos da política podem ser extremamente diferentes, mas a ideia por trás dela permanece sempre a mesma, ou seja, a da atuação do governo no sentido criar condições para que a economia produza efeitos compensatórios diante de desequilíbrios macroeconômicos.

## **CAPÍTULO 2: JAPÃO: UMA BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO**

Antes de analisar mais a fundo as medidas adotadas pelo governo japonês para pôr fim ao nocivo processo de deflação, é preciso entender as origens desse fenômeno. Para isso, será realizada uma breve análise histórica da economia japonesa e das fases precedentes ao estouro da bolha de ativos imobiliários, que em um primeiro momento, parece ser o estopim do problema japonês.

A análise sobre a motivação do processo deflacionário japonês não foge da regra dos temas econômicos, sendo alvo de diversas interpretações distintas. Serão discutidas aqui duas interpretações principais: a primeira, que defende que as dificuldades nipônicas foram fruto do esgotamento do modelo de crescimento japonês (representada pela análise de Canuto) e a segunda, que afirma que o principal motivo que levou o Japão à estagnação e à deflação foi a desregulamentação financeira japonesa, em grande medida ocasionada pelo movimento de pressão exercido por parte dos países centrais, principalmente os Estados Unidos.

### **2.1. Entendendo as origens da deflação japonesa**

O recorte histórico de interesse para essa análise tem início no período posterior ao término da segunda guerra mundial, quando o Japão se encontrava arrasado pelos efeitos da guerra e também quando se consolidou o capitalismo no país. Essa consolidação foi consequência da intervenção norte-americana e das reformas impostas por essa potência ocidental. De 1945 até 1952, os Estados Unidos ocuparam o arquipélago japonês, focando em políticas de democratização - através da introdução de instituições liberais - de desmilitarização - por meio da mudança constitucional japonesa, renunciando à força militar permanentemente - e de desmonopolização - causada pela dissolução dos grandes conglomerados econômicos japoneses (zaibatsus). Dessa forma, os Estados Unidos evitaram a ascensão do comunismo no país e ainda garantiram um aliado de peso no continente asiático.

A partir de 1953 teve início um período de surpreendente crescimento da economia japonesa, conhecido como o “milagre japonês”. Por 20 anos, ocorreu um crescimento anual do PIB a taxas próximas de 10%. O país investiu de forma intensa em pesquisa e desenvolvimento e em produtos de alto valor agregado, realizando uma verdadeira revolução tecnológica por meio da importação de tecnologia de ponta. Isso permitiu ao país a acumulação de crescentes superávits comerciais, sendo concretizado assim o catching up em relação aos países desenvolvidos. Nesse período, o Japão construiu um conjunto de

instituições políticas e econômicas que proporcionaram, além do crescimento, um excelente desempenho macroeconômico, segurança econômica para a população e uma distribuição de renda relativamente igualitária.

O país foi capaz de estabelecer um histórico favorável de estabilidade econômica, financeira e política, o que foi fruto de instituições naturalmente coletivistas e de um alto nível de regulação governamental e controle administrativo sobre a economia real e financeira. Vale ressaltar que essas instituições coletivistas são frutos da cultura nipônica, baseada no corporativismo e no patriarcalismo oriental, em oposição ao individualismo ocidental, sendo de grande relevância o comprometimento da população com o crescimento nacional para a eficiência, organização e desenvolvimento do país.

É importante delinear, nesse contexto, o protagonismo dos bancos na economia japonesa. A regulamentação financeira reprimiu os mercados de títulos de dívida e de ações listadas, garantindo assim a predominância dos bancos na intermediação financeira. A poupança dos agentes era direcionada quase que integralmente aos bancos e, além disso, o crédito bancário se apresentava como a única fonte de financiamento para as empresas. Dado que as taxas de juros eram objeto de estrito controle e o crédito bancário era alvo de um direcionamento subsidiado, fica evidente a estreita ligação entre o Estado, os bancos e a indústria japonesa. Dessa forma, o crescimento do PIB e as altas taxas de investimento foram acompanhados de uma participação cruzada entre os bancos e os grupos industriais e de um alto nível de endividamento industrial, muito superior ao das demais economias avançadas. Constituiu-se assim um modelo que tinha como seus principais objetivos a expansão das vendas e do mercado, em detrimento das taxas de lucro. Canuto (CANUTO, 2012), em seu artigo “A crise Financeira Japonesa” sintetiza eficientemente a particular dinâmica de interação entre os agentes japoneses:

“A viabilidade do processo - com pequenas margens de lucro, investimentos elevados e altamente alavancados via crédito – era garantida pelo rápido crescimento da economia e das exportações. Os bancos, apoiados pelo governo e tendo suas carteiras como elemento praticamente único da intermediação financeira, proviam financiamento e, freqüentemente, tornavam-se acionistas.”

Canuto, 2012, página 3

Nos anos 70 e 80, entretanto, o Japão se deparou com um contexto diferente daquele em que havia construído o seu crescimento. Um novo conjunto de forças políticas, econômicas e tecnológicas estava atuando sobre grande parte do mundo, se distanciando de

economias geridas com um espírito coletivista em direção a estruturas mais individualistas, abertas e competitivas. Nesse novo cenário, o país se viu obrigado a iniciar uma transição para um modelo de economia mais aberta e com maior competitividade. Foi neste período também que a dívida pública do país se elevou substancialmente, chegando a um patamar em que não poderia mais ser financiada por empréstimos bancários. Em função disto, foi necessário estabelecer um mercado de títulos, permitindo que a dívida do país fosse financiada pela poupança de sua população.

Após o primeiro choque do petróleo, em 1973, ocorreu a primeira onda de especialização da estrutura produtiva japonesa, caracterizada por dois principais fatores: 1) o deslocamento dos segmentos básicos das indústrias de processamento de bens primários para a periferia e 2) a acentuação da concentração da indústria no setor de metal mecânica e nos setores mais intensivos em P&D, acelerando também o upgrading da indústria. Dessa forma, o Japão consolidou sua posição de destaque nos setores mecânico, automobilístico e de bens de capital. Estes movimentos implicaram em um maior grau de abertura comercial do país, mas o dinamismo das exportações continuou a ser maior do que a necessidade de importações, garantindo ao país um crescimento superior ao das demais economias desenvolvidas.

No início dos anos 80 se intensificaram as mudanças institucionais, com uma acelerada liberalização financeira no país, que facilitando a entrada de capital estrangeiro e proporcionando a emergência de canais alternativos de financiamento. Estas mudanças causaram uma queda na influência dos bancos sobre a gestão financeira das empresas e fizeram com que os mesmos perdessem participação em relação ao destino das aplicações dos agentes. O Japão alcançou, nesse momento, a posição de maior credor líquido do mundo, sendo o país que mais se beneficiou dos altos déficits comerciais dos Estados Unidos. Um dos principais motivos do país se encontrar nessa posição foi a valorização do dólar em relação ao iene, favorecendo as exportações japonesas.

Entretanto, em 1985, com o Acordo do Plaza, esse cenário foi modificado: diante de uma forte pressão norte americana, o iene se valorizou frente ao dólar (endaka), o que fez com que a competitividade das exportações japonesas caísse drasticamente, prejudicando a lucratividade dessas operações e também a estratégia vigente de crescimento impulsionado pelas exportações. Essa mudança foi potencializada pelas ameaças de protecionismo por parte de outros países diante dos enormes saldos comerciais japoneses.

Na década de 80 ocorreu também o estreitamento das relações do Japão com alguns países do Sudeste Asiático, como Cingapura, Filipinas e Malásia. Com a valorização da moeda japonesa e o conseqüente encarecimento do processo produtivo, a solução encontrada foi a transferência de etapas produtivas para esses países. A divisão internacional do trabalho era clara: o Japão continuava com os segmentos mais nobres da produção e com a geração de tecnologia, enquanto as atividades da fabricação que exigiam menor qualificação e que geravam menor valor agregado eram transferidas para os países vizinhos.

É nesse momento da história que começam a surgir as dificuldades da economia japonesa, que teriam sérias implicações na trajetória de crescimento do país. A origem dessas dificuldades, no entanto, não é entendida como um consenso no pensamento econômico.

Para entender tais dificuldades e analisá-las sob diferentes perspectivas, é pertinente uma breve análise quantitativa da bolha especulativa japonesa no mercado acionário e imobiliário que se formou nos anos 80: como aponta Torres (1997), o índice Nikkei passou de 13.113 pontos no final de 1985 para 30.000 no início de 1988, data em que a capitalização da bolsa japonesa representava 41,7% da capitalização mundial. Teoricamente, em 1990, poderia se comprar todo o território dos EUA com a venda de apenas um quarto do arquipélago japonês e, muito provavelmente, o restante das terras emersas com a venda do território de todo o país. O valor imobiliário do Japão, estimado em US\$ 4,2 trilhões no final de 1985, aumentou para US\$ 18,4 trilhões cinco anos mais tarde.

Feita essa breve exposição da dimensão do processo especulativo japonês, cabe então uma análise mais detalhada em relação às diferentes interpretações sobre as dificuldades vivenciadas pelo país. Uma das visões mais comuns referentes ao início do problema japonês é a de que as causas do processo especulativo no mercado de ativos imobiliários e de ações foram a valorização do dólar e a redução da taxa básica de juros da economia japonesa, além das pressões externas pela desregulamentação financeira. Esses fatores fizeram com que o capital das poupanças fosse desviado para os mercados imobiliário e de ações e motivaram o empresariado a deixar de investir na economia real e passar a aplicar seu capital em ativos de prazo reduzido.

Thomas Cargill e Takayui Sakamoto (CARGILL e SAKAMOTO, 2008) culpam o processo de liberalização financeira essencialmente falho da economia japonesa pela formação da bolha econômica: apesar de uma política oficial de liberalização financeira e de

mudanças institucionais e regulatórias, o processo de liberalização foi mais retórico do que real. Os elementos-chave do antigo regime financeiro permaneceram inalterados e o embate entre esses elementos e políticas que permitiram uma maior diversificação de ativos por parte de instituições financeiras culminou num ambiente que permitia que os bancos realizassem empréstimos imprudentes. Ao mesmo tempo, o Banco do Japão continuou provendo liquidez para a economia, já que não reconhecia as falhas do processo de liberalização financeira. Esses erros de política monetária, combinados com os empréstimos e investimentos imprudentes realizados pelos bancos e instituições financeiras, desempenharam um papel fundamental na valorização dos ativos japoneses na segunda metade da década de 80. Nesse contexto, os autores discorrem sobre a importância da relação de retroalimentação entre quatro elementos na economia japonesa: os preços de ativos imobiliários, o capital dos bancos, os preços das ações e os empréstimos bancários. Cargill e Sakamoto explicam que a participação acionária cruzada entre corporações e entre bancos e corporações consolidou o relacionamento entre essas entidades no sistema bancário japonês, o que, combinado com a prática disseminada de colocar ativos imobiliários como colaterais dos empréstimos, estabeleceu uma dinâmica que se auto reforçava entre preços imobiliários, preços de ativos, capital dos bancos e empréstimos bancários: aumentos nos preços das ações aumentavam o capital bancário, o que por sua vez sustentava o aumento dos empréstimos realizados por essas instituições; como os empréstimos tinham frequentemente ativos imobiliários como seus colaterais, aumentos nos preços dos imóveis sustentavam também um aumento no valor dos empréstimos por parte dos bancos. Essa dinâmica circular desempenhou um importante papel na bolha de ativos dos anos 80, que foi fortalecida ainda mais pelos requisitos de ativos financeiros de Basileia I.

Canuto segue a mesma linha destes autores, afirmando que a bolha japonesa teve origem no caráter gradual e desigual da desregulamentação financeira do país. O autor acredita que o sucesso da combinação japonesa de crescimento através do endividamento por parte das empresas com o direcionamento governamental da alocação financeira dos recursos por meio dos bancos gerou pressões domésticas no sentido da desregulamentação e da securitização das finanças. O atendimento parcial e gradual de tais pressões, como mencionado anteriormente, criou sérios desequilíbrios na intermediação financeira, sendo eles: 1) o distanciamento dos bancos em relação ao financiamento das grandes empresas; 2) fontes de recursos abundantes para os bancos, que contavam com uma captação de recursos cativa e também com o suporte de empréstimos de última instância pelo Banco do Japão, ao

mesmo tempo em que estes tiveram que substituir seus clientes anteriores (grandes corporações) por pequenas empresas e negócios imobiliários. Canuto afirma que:

“(...) as bolhas de preços de títulos imobiliários e de ações foram um subproduto do estilo peculiar japonês de adaptação gradual das finanças ao desenvolvimento de sua economia de mercado. Uma transição mais balanceada em direção às finanças "securitizadas" suporia a liberdade de participação plena dos bancos ou, alternativamente, um ajuste para baixo no tamanho da estrutura bancária. Como não ocorreu nenhuma das duas possibilidades e, além disso, manteve-se relativamente intacta a "rede de segurança financeira", emergiram as bolhas especulativas apoiadas no crédito bancário.”

Canuto, 2012, página 7

O autor aponta que a crise vivenciada pela economia japonesa começou como uma manifestação do esgotamento do estilo japonês de “crescimento-com-endividamento” empresarial, característico das décadas anteriores. Vários fatores na época mostravam que havia uma inflexão no ritmo de oportunidades de investimento e de ocupação do mercado, como o esgotamento do processo de catching up em termos de tecnologia e da estrutura produtiva, a incapacidade de absorção de uma produção japonesa ainda maior pelos mercados ocidentais, o aumento de custos com mão-de-obra local e a diminuição das margens de lucro em função da valorização do iene. Para Canuto, a bolha de ativos da economia japonesa postergou o fôlego da expansão bancária e da alavancagem empresarial produtiva. Em contrapartida, o estouro da bolha deixou o setor bancário com uma substancial carteira de ativos podres, bem como o setor corporativo com um alto grau de alavancagem e com investimentos em excesso ou malsucedidos, ou seja, sob a análise minskyana, em uma situação tipicamente Ponzi .

Levi (LEVI, 1997), ao tratar das raízes institucionais da crise japonesa, aponta para o fato de que a liberalização financeira reduziu a capacidade do governo de exercer influência sobre a direção dos recursos na economia através da política monetária. Para ela, o relaxamento das condições monetárias se aliou à progressiva perda de espaço dos bancos japoneses em relação às grandes corporações, contribuindo para que setores ligados ao mercado imobiliário tivessem fácil acesso ao crédito bancário. A autora também ressalta que, em função da dimensão territorial japonesa, existia uma tendência natural à elevação dos preços dos imóveis e, uma vez que o segmento de financiamento à construção imobiliária sempre foi atrativo para as instituições financeiras, a maior facilidade de crédito criou

condições para acentuar a tendência de elevação de preços desse setor. A autora explica o movimento de retroalimentação da especulação financeira:

“(…), constituiu-se um mecanismo de alimentação do circuito especulativo envolvendo os mercados de capitais e ativos imobiliários. Esse processo tendeu a se perpetuar à medida que o aumento dos preços no mercado imobiliário elevava o valor dos ativos dados como garantia pelos empréstimos e o aumento das ações elevava o capital dos bancos, potencializando sua capacidade de concessão de crédito. O movimento foi sancionado fundamentalmente pelo Banco do Japão, não apenas através da política de juros, mas também (...) em sua atuação no mercado de câmbio.”

Levi, 1997, página 51

Levi também aponta para os efeitos danosos do gradualismo da liberalização financeira do país, além da preocupação das autoridades em não alterar as condições de atuação das instituições financeiras menores. A autora delinea o fato de que o contato com um ambiente mais competitivo ficou praticamente restrito aos grandes bancos, e, mesmo assim, limitado a alguns mercados, operações e praças internacionais. Para ela, a convivência entre esses dois ambientes pode ser considerada um elemento potencializador da crise: os bancos e empresas do país passaram a se utilizar dos mercados financeiros crescentemente como um fim em si próprio, sem que o esquema de regulamentação prudencial fosse fortalecido para lidar com essa nova forma de atuação e com a nova configuração dos mercados.

Apesar das diferentes interpretações sobre a origem da bolha especulativa, parece existir um consenso no que tange ao fator que levou ao estouro da mesma: a decisão do governo de realizar um aperto na política monetária, aumentando a taxa básica de juros da economia. A desvalorização abrupta dos ativos, como aponta Torres (1997), deixou em situação ilíquida as empresas e as famílias que haviam se endividado para investir em ações na expectativa do mercado continuar a subir. Além disso, as famílias que não haviam se endividado voltaram a aplicar em poupança, causando uma retração ainda maior na demanda agregada do país.

Cargill, Hutchison e Ito (CARGILL, 2000) apontam que o colapso no preço dos ativos com o estouro da bolha japonesa gerou um efeito riqueza negativo nos gastos e no investimento, levou a uma queda na confiança do consumidor e deteriorou os balanços de bancos e de outras instituições financeiras à medida que o valor de mercado dos colaterais e a capacidade de servir a dívida diminuíram, além da diminuição dos empréstimos por parte dos

bancos comerciais. Afirmam ainda que a queda na atividade econômica foi resultado também da diminuição do ritmo de investimentos, que era bastante elevado no final dos anos 80.

De acordo com Garside (GARSIDE, 2012), com o estouro da bolha de ativos, o índice Nikkei, que havia alcançado 38.915 pontos no final de 1989, caiu para apenas 14.309 pontos em agosto de 1992. Os preços das terras, que em 1990 eram quatro vezes mais altos do que em 1985, começaram a cair em setembro de 1991, seguindo a medida do ministério das finanças de limitar os empréstimos bancários ao setor imobiliário. A partir daí, a queda nos preços das terras foi clara: em 1997, o preço médio da terra nas seis maiores cidades japonesas havia caído 60% em relação ao preço médio verificado em 1990 e, em 1999, os preços caíram 80% em comparados a 1990.

Cargill e Sakamoto (2008) ressaltam que o estresse econômico e financeiro só se intensificou ao longo da década, sendo que a partir de 1994 teve início o processo de deflação e em 1998 e 1999 o país vivenciou quedas no PIB real (a última vez que isso havia acontecido foi no ano de 1974). Os autores indicam que a resposta do governo ao colapso dos preços dos ativos e ao estresse financeiro econômico causado por ele foi a negação e que, quando a negação já não era mais crível, o governo justificou a demora da resposta da política econômica subestimando a magnitude do problema. Quando finalmente o estresse continuou e os governantes não podiam mais adiar um posicionamento efetivo, a resposta de política adotada foi o apoio mútuo, a falta de transparência sob a forma de contabilidade criativa e a tolerância para mascarar a dimensão o problema financeiro.

Serão analisadas na próxima seção, as tentativas de reverter esse cenário problemático ao longo dos anos e, sobretudo, as razões pelas quais essas tentativas não foram eficientes, dada a continuidade do baixo crescimento e da deflação japonesa.

## **2.2. Políticas anteriores: como foram e quais os seus resultados?**

Conforme mencionado na seção anterior, a resposta inicial do governo ao colapso dos preços de ativos e às dificuldades econômicas foi a negação do problema e, quando ela não era mais crível, as respostas dadas somente mascararam a magnitude das dificuldades vivenciadas pela economia japonesa. Erros de políticas por parte do banco central japonês e do ministério das finanças e os conflitos entre essas duas instituições intensificaram os problemas econômicos e financeiros do país.

Garside (2012) explica que, como era crítico evitar uma depreciação ainda maior dos ativos, as taxas de juros foram reduzidas de 5,5% em junho de 1991 para 3,25% em julho de 1992. Novas reduções levaram as taxas para 2,5% em fevereiro de 1993, 1,75% em setembro de 1992 e para apenas 0,5% em setembro de 1995. Apesar destas reduções recorrentes das taxas de juros nominais de curto prazo, a economia japonesa definiu, o que sugere que as autoridades subestimaram seriamente a influência das forças deflacionárias a atividade econômica do país. Além disso, os efeitos potenciais das reduções da taxa de juros na demanda agregada foram atenuados pela contínua apreciação do iene: seu valor nominal em relação ao dólar passou de 158/dólar em abril de 1990 para 84/dólar em abril e 1995, gerando uma recessão do iene valorizado (*endaka fukyo*). Com as exportações negativamente afetadas, a capacidade ociosa da indústria aumentou e a produtividade diminuiu. Garside aponta ainda que a relutância do BOJ em colocar os créditos de liquidação duvidosa para dentro de seu próprio balanço restringiu ainda mais os empréstimos bancários.

Cargill, Hutchison e Ito (CARGILL, HUTCHINSON e ITO, 1997) discorrem também sobre os equívocos cometidos pelo banco central japonês no que diz respeito à política monetária nestes anos. Os autores ressaltam que, apesar da queda nos preços das terras e das ações, a política monetária permaneceu contracionista até meados de 1992 e quando essa política começou a ser alterada, a partir de 1993, a crítica argumenta que ela deveria ter sido mais expansionista, com uma diminuição mais rápida da taxa de juros e com um crescimento maior da base monetária, à medida que a taxa de crescimento do PIB real permanecia estagnada. Cargill, Hutchison e Ito ressaltam que, além disso, o crescimento mais lento da base monetária foi causado também pela demanda enfraquecida, já que existia uma relutância do empresariado em tomar crédito em função da grande capacidade instalada da indústria e da diminuição das vendas na época. Os autores apontam ainda que a apreciação do iene em 1994 e 1995, conforme mencionado anteriormente, fez com que os empresários investissem menos domesticamente, levando suas instalações e seus investimentos para outros países, concluindo assim que taxas de juros mais baixas nesse ambiente não se traduziram em uma robusta demanda de investimentos. Finalmente, indicam que o banco central japonês realizou nove cortes na taxa de desconto entre 1991 e 1995, mas que esses cortes foram considerados muito lentos, dado que a recessão continuou apesar de quatro anos de estímulos monetários.

Cargill e Sakamoto (2008) ressaltam que a política fiscal do ministério das finanças também foi contraproducente. O ministério implantou uma série de estímulos fiscais em 1990,

notáveis pela quantidade de recursos que beneficiavam interesses particulares (“pork barrel”) e por garantias de empréstimos que não tiveram efeitos positivos significativos na economia. Os resultados foram grandes déficits e enormes quantidades de dívidas do governo.

Para melhor entender as diferentes tentativas japonesas em reverter o cenário recessivo em que se encontrava o país, é pertinente uma divisão temporal do trecho de sua história conhecido como “década perdida”. A primeira janela temporal tem início em 1990 e se estende até 1994. No início deste período, a dimensão da crise ainda não era reconhecida pelo governo, que acreditava que os preços dos ativos se recuperariam e que a economia voltaria em pouco tempo ao seu funcionamento normal. Uma vez que o ministério das finanças foi obrigado a reconhecer falências oficiais em 1991, o cenário começava a dar sinais de que seria alterado. No entanto, como explicam Cargill e Sakamoto (2008), o reconhecimento apenas pontual das falências - menos de dez pequenos bancos e cooperativas de crédito de 1990 a 1994 - e o modo como o governo lidou com as instituições que passavam por dificuldades – os depositantes não perderam seus recursos, pouquíssimos gestores foram demitidos e muitos dos créditos de liquidação duvidosa foram “reciclados” (“evergreened”) através da emissão de novos empréstimos para substituí-los - mostrou que, de fato, nada havia mudado. De acordo com os mesmos autores, o ministério das finanças foi extremamente relutante em reconhecer a péssima situação em que encontrava a economia japonesa, se apoiando no fato de que a falência de pequenos bancos e cooperativas de crédito pouco significava diante dos grandes bancos que eram considerados sólidos. Cargill e Sakamoto resumem esse período no excerto a seguir:

“The 1990 to 1994 period represents a growing financial crisis first denied and then understated by the MOF. The only policies adopted by the MOF were based on forgiveness and forbearance to give financial institutions time to work their way out of the problem. This, in turn, was based on the belief that asset prices would soon recover.”

Cargill e Sakamoto, 2008, página 107

A segunda janela temporal analisada é aquela que abarca o ano de 1995 e parte do ano de 1996. Apesar da melhora no mercado acionário a partir de 1993, os preços imobiliários continuavam em uma trajetória descendente. De acordo com Cargill e Sakamoto, o ministério das finanças não foi capaz de mascarar a dimensão dos créditos de liquidação duvidosa e do número de instituições financeiras que estavam com dificuldades. Em 1995 as reservas da DICJ (Deposit Insurance Corporation of Japan) se esgotaram, o que aumentou a preocupação em relação à dimensão dos problemas financeiros, e no mesmo ano, o ministério foi obrigado

a reconhecer que a indústria jusen estava insolvente e que o problema dos créditos de liquidação duvidosa era maior do que o que eles haviam alegado ser. Nesse ponto da discussão, é fundamental entender a importância da indústria jusen na economia japonesa: companhias jusen eram instituições de crédito hipotecário criadas pelos bancos japoneses no início dos anos 70 diante da ascendente importância do financiamento imobiliário para a crescente população urbana japonesa; o aumento da competição na indústria financeira, seguido pela desregulamentação no final da década de 80, fez com que as companhias jusen se distanciassem do financiamento hipotecário em direção a empréstimos mais arriscados para desenvolvedores imobiliários. A grande exposição ao setor imobiliário dessas companhias fez delas as primeiras vítimas do colapso dos preços imobiliários japoneses.

Nesse recorte temporal, em particular no ano de 1995, se destacam cinco políticas adotadas pelo governo nipônico: 1) redefinição da DICJ, redesenhada para desempenhar um papel mais importante na manutenção da confiança da população no sistema bancário; 2) para viabilizar a mudança do DICJ, que levaria algum tempo, o ministério das finanças anunciou que o governo japonês garantiria os depósitos por um período de seis anos; 3) o ministério das finanças adotou uma nova política preventiva, intervindo nas instituições de depósito antes que elas alcançassem um estágio tão problemático que não poderia mais ser recuperadas, conhecida como PCA (Prompt Corrective Action); 4) o ministério das finanças criou o Resolution and Collection Bank e estabeleceu o Housing Loan Administration, o primeiro destinado a liquidar empréstimos de cooperativas de crédito falidas e o segundo, a liquidar empréstimos de companhias jusen na mesma condição; 5) finalmente, neste mesmo ano, o ministério fechou sete companhias jusen.

Apesar de estas mudanças aparentarem significativas, o tom da política econômica japonesa não se alterou, sendo ainda marcado pela tolerância e pela condescendência do governo em relação aos problemas vivenciados pelos bancos e empresas do país. O propósito final continuava sendo ganhar tempo e fornecer subsídios para que as corporações e instituições financeiras conseguissem sair da crise com suas próprias pernas, de forma que o governo continuava se desvencilhando do crescente problema dos créditos de liquidação duvidosa. Conforme apontam Cargill e Sakamoto (2008), nesse contexto o caminho natural a ser trilhado seria o fechamento de um grande número de bancos, fusões e aquisições forçadas e complacência em aceitar que bancos estrangeiros assumissem o controle de ativos

domésticos, mas isso não aconteceu, reforçando a postura de tolerância do governo, que aguardava ainda que os preços dos ativos se recuperassem.

A próxima fase tem início no final do ano de 1996, se estendendo até outubro de 1997. Neste período, o país estava muito mais otimista, já que o PIB estava crescendo e os preços das ações começavam a se recuperar, assim como a confiança internacional nos bancos japoneses, apesar dos preços imobiliários continuarem caindo. Em 1996, Tyutaro Hashimoto, representante do Partido Liberal Democrático (LDP), se tornou primeiro-ministro. Em seu mandato, Hashimoto adotou uma estratégia de longo prazo agressiva, para tornar o sistema financeiro japonês um dos mais importantes pilares financeiros internacionais. Essa estratégia, divulgada em novembro de 1996, ficou conhecida como o “Big Bang”, já que tinha como meta uma grande reestruturação do sistema financeiro japonês.

O tom das políticas implantadas não condizia com a abordagem do ministério das finanças. As divergências entre o partido liberal e o ministério, em função do apoio deste no passado ao partido da oposição, contribuiu para que o LDP adotasse medidas às quais o ministério se opunha fortemente. Essas políticas se baseavam em três princípios: o primeiro era estabelecer mercados livres, abertos e competitivos; o segundo, assegurar práticas financeiras justas por meio de uma maior supervisão e de uma regulação transparente e o terceiro, iniciar reformas institucionais para tornar o sistema financeiro japonês internacionalmente compatível.

Os resultados que começaram a surgir referentes à nova política, como a liberalização crescente de transações com moeda estrangeira, a abertura do mercado de securities para novos competidores, entre outras, contribuiu para o crescente otimismo que surgia em relação à economia japonesa. No entanto, esse otimismo não tinha bases sólidas, já que o problema dos créditos de liquidação duvidosa era muito maior do que o que a população imaginava e do que o governo dava a impressão de ser. Esse cenário problemático só foi potencializado com a crise asiática em 1997, que, apesar de não prejudicar diretamente a economia japonesa, afetava negativamente o contexto internacional no qual ela estava inserida. Quando avalia-se o comportamento dos preços, que caíam desde 1995, e do crédito bancário, que havia crescido apenas marginalmente, conclui-se que o banco central permanecia essencialmente omissivo. As expectativas de que os preços continuariam a cair reforça a ideia de que a recuperação da economia japonesa ainda estava longe de ser alcançada e que o otimismo verificado era inconsistente com a realidade.

O ano de 1997, em particular seu último trimestre, merece atenção especial, já que foi quando eclodiu a crise asiática e as fragilidades do sistema financeiro japonês foram expostas. Em novembro deste ano, duas securitizadoras (Sanyo Securities Company e Yamaichi Securities Company) e um grande banco (Hokkaido Takushoku Bank) entraram em falência. O caso do Hokkaido Takushoku foi especialmente traumático, já que em 1995, conforme mencionado anteriormente, o ministério das finanças havia prometido que garantiria completamente os depósitos. Além disso, com a falência deste banco, o discurso do ministério de que a crise e o problema dos créditos de liquidação duvidosa não haviam atingido o centro do sistema financeiro japonês caiu por terra, abalando a confiança da população japonesa e a credibilidade internacional do país. A partir daí, o país entrou em uma espiral negativa, causada tanto por fatores domésticos quanto por fatores internacionais.

Domesticamente, o sistema financeiro estava fragilizado pelos créditos de liquidação duvidosa e por uma estrutura regulatória que favorecia o risco moral (moral hazard), o que tornava o sistema muito suscetível a choques. Esses choques vieram na forma de políticas econômicas por parte do governo Hashimoto e do ministério das finanças, que instauraram uma política fiscal austera com o objetivo de diminuir o déficit governamental. Esta política equivocada foi agravada pelo fracasso por parte do banco central em estabilizar os preços a partir de 1994, permitindo assim que os preços caíssem. Internacionalmente as raízes da fragilidade eram as relações diretas ou indiretas de empréstimos japoneses com os países asiáticos que estavam em crise, o que expunha o sistema financeiro a um nível de risco elevado.

Após conseguir praticamente eliminar o déficit público no final dos anos 80, o governo incorreu em novos déficits em meados dos anos 90 com o objetivo de estimular a economia. Entretanto, os gastos governamentais não foram bem realizados, já que não priorizavam setores com potencial de alavancar a economia, e sim setores importantes para o partido liberal japonês em termos eleitorais, agravando ainda mais a situação do país, que agora voltava a conviver com altos níveis de dívida pública. Em 1997, o governo Hashimoto empregou medidas para diminuir a dívida pública do país. Estas medidas englobavam cortes de gastos e aumentos nos impostos (o imposto sobre o consumo passou de 3% para 5%). Estas medidas foram tomadas com base no pressuposto de que a economia estava se recuperando e de que a mesma tinha condições para suportar os efeitos contracionistas da

austeridade fiscal, mas esse pressuposto se provou equivocado, já que o efeito direto foi uma queda brusca do PIB no final de 1997 e em 1998.

O próximo período abarca os anos de 1998, 1999 e mais da metade do ano de 2000. O mundo todo estava receoso com os problemas econômicos japoneses que, ao lado da crise asiática, pareciam ameaçar a integridade de todo sistema financeiro internacional. Em 1998, finalmente, o ministério das finanças reconheceu a gravidade do problema dos créditos de liquidação duvidosa. Esta percepção teve base em estimativas de que mesmo depois de oito anos de medidas no sentido de diminuir a representatividade destes créditos, praticamente nada havia mudado. No começo desse mesmo ano, o governo japonês iniciou uma injeção maciça de recursos na economia para atuar sobre a questão dos créditos de liquidação duvidosa. O primeiro comprometimento foi de trinta trilhões de ienes, que seriam utilizados para auxiliar no fechamento de instituições depositárias insolventes e na organização de compras de ativos por outras instituições. Cargill e Sakamoto (2008) explicam que esse comprometimento e a boa vontade em ajudar as instituições com dificuldades revelam o reconhecimento por parte do governo da seriedade do problema, mas que a execução deste plano de assistência pública fracassou em função da falta de disposição por parte do governo de se afastar do antigo regime de apoio mútuo. Em março deste mesmo ano, o governo fez novas injeções de capital, destinadas agora aos bancos. No entanto, o montante injetado era insignificante diante da dimensão do problema (apenas 1,8 trilhões de ienes), o que causou novas críticas ao governo, reduzindo ainda mais a sua credibilidade em atuar sobre a crise do país. Como reflexo da impotência do governo em realizar medidas eficazes e da falta de confiança da população em seus representantes, o primeiro-ministro Hashimoto renunciou ao seu cargo no governo. Seu substituto foi o primeiro-ministro Obuchi, que prometeu medidas mais drásticas para conter a crise. Sob sua direção, o montante destinado à resolução da crise financeira passou de trinta para sessenta trilhões de ienes; as duas entidades criadas para atuar sobre o problema dos créditos de liquidação duvidosa (Resolution and Collection Bank e Housing Loan Administration Corporation), mencionadas anteriormente, foram combinadas e seus poderes aumentaram, já que agora, sob o nome de Resolution and Collection Corporation, elas tinham poder de assumir empréstimos de instituições insolventes a preço de mercado e também de comprar créditos de liquidação duvidosa de instituições que ainda estavam solventes, como uma medida preventiva para que estas também não quebrassem; dois bancos foram nacionalizados e o governo adotou uma política mais liberal em relação à compra de instituições financeiras japonesas por agentes internacionais.

Outra medida significativa foi a instituição do National Public Services Ethics Act em 1999, que obrigava que todos os presentes dados por agências governamentais, mesmo aqueles de pequeno valor, fossem reportados. Apesar aparentemente não ser uma ação importante, essa medida revela um primeiro passo em direção à dissolução da rede de favores e beneficiamento político que existia no Japão, representada pelo famigerado “triângulo de ferro” (relação entre políticos, empresários e burocratas) e pelo amakudari (prática institucionalizada na qual os burocratas veteranos japoneses aposentam-se para ocupar posições de alto nível nos setores privado e público). Finalmente, neste período, o Banco Central Japonês adotou uma política de juros zero em 1999 na tentativa de lidar com o problema da queda generalizada no nível de preços, algo que nunca havia sido feito na experiência do banco central no pós guerra.

Apesar dos esforços no sentido contrário, a questão dos créditos de liquidação duvidosa se manteve bastante significativa, como reflexo da postura do governo em não conceder tempo suficiente para instituições financeiras resolverem seus problemas. De agosto de 2000 até março de 2001, a economia japonesa e o seu sistema financeiro permaneceram extremamente vulneráveis, o que fazia com que qualquer choque em potencial pudesse agravar a situação do país. A mudança de postura do banco central em direção a uma política monetária contracionista no ano de 2000 foi o primeiro desses choques. O Banco Central Japonês estava com medo de que a política de juros zero adota em 1999 fosse mais expansionista do que o necessário, levando o país a uma expansão demasiadamente acelerada. Essa mudança foi alvo de diversas críticas, já que, mesmo antes de ela ocorrer, muitos acreditavam que a política monetária japonesa não era expansionista o suficiente.

A consequência da reversão da política monetária japonesa em um contexto econômica e financeiramente fragilizado foi o surgimento de uma nova recessão em novembro de 2000. Diante do fracasso que a nova atitude do banco central se provou ser, em 2001 o mesmo voltou a adotar uma política de juros zero, se comprometendo com uma injeção maciça de recursos nos bancos japoneses através de uma política de flexibilização quantitativa (Quantitative Easing Policy – QEP). Essa política mirava o fortalecimento dos balanços dos bancos japoneses por meio de operações de mercado aberto, o que teoricamente causaria um crescimento na concessão de crédito por parte destes bancos. No entanto, essa política também não foi realizada com a intensidade necessária até o final de 2002, mostrando assim poucos resultados.

As mudanças mais efetivas só vieram, de fato, com a eleição do primeiro-ministro Koizumi em abril de 2001, também do Partido Liberal Democrático, que prometeu colocar em prática uma série de mudanças institucionais que seriam radicalmente diferentes daquelas executadas anteriormente, pondo fim às dificuldades econômicas e financeiras do país. A questão dos créditos de liquidação duvidosa seria atacada por meio da combinação de uma reestruturação radical dos setores bancário e corporativo e da extinção dos bancos e corporações “zumbis”. Além disso, o novo primeiro-ministro se comprometeu em diminuir drasticamente os gastos governamentais e redesenhar o sistema de intermediação financeira do governo japonês, o que incluía a privatização do serviço de correios do país que, além de ser monopólio do Estado como serviço postal, é ainda a maior instituição financeira do mundo pelo número de empréstimos concedidos. De acordo com Cargill e Sakamoto (2008), o governo Koizumi foi um divisor de águas na história do país. O novo primeiro-ministro fez com que a atuação do Banco Central do Japão mudasse de fato, já que ele acreditava que o banco central deveria lutar contra a deflação de uma forma mais agressiva e, caso ele não conseguisse executar este papel, suas leis precisariam ser revistas no sentido de impor uma meta de inflação explícita, pressionando o banco central em atuar paralelamente ao governo japonês com o objetivo de acabar com a deflação. Os autores explicam que, apesar do fato de que o banco central não deve ser suscetível às pressões políticas, neste caso em específico estas pressões foram bem vindas, já que ajudaram na luta contra a deflação japonesa.

Garside (2012) salienta que a economia japonesa em 2001 continuava em um estado crítico, já que o crescimento real do PIB ainda era baixo, o nível de desemprego era elevado (em torno de 5%) e a deflação se estendia. O autor indica também que neste mesmo ano, o valor dos créditos de liquidação duvidosa que os bancos detinham era superior ao valor referente ao ano de 1998 em 600 bilhões de dólares.

A partir de 2003, no entanto, a economia japonesa começou a dar sinais de melhora, à medida que seu bom desempenho foi parcialmente retomado e os créditos de liquidação duvidosa diminuíram. Cargill e Sakamoto (2008) indicam que, em 2006, pela primeira vez em mais de uma década, havia motivos para se adotar uma perspectiva otimista sobre a economia japonesa. O PIB real, em 2006, aumentou em 2%, a taxa de desemprego diminuiu (apesar de continuar alta para os padrões históricos japoneses), os preços das ações subiram, a dimensão do problema dos créditos de liquidação duvidosa diminuiu e, pela primeira vez desde 1991, os preços do mercado imobiliário começaram a se recuperar. Apesar das melhoras mencionadas,

o crescimento japonês continuou deixando a desejar e o problema da deflação persistiu durante o governo Koizumi.

Em 2006, quando Koizumi deixou o poder, Shinzo Abe, o atual primeiro-ministro japonês, assumiu essa posição, mas se viu obrigado a renunciá-la um ano depois por motivos de saúde. Entre 2007 e 2012, quando Abe reassumiu o poder, diversos políticos ocuparam o posto de primeiro-ministro, mas nenhum foi capaz de se manter no poder por mais de um ano, o que tornou inviável a construção de uma política econômica de longo prazo. No próximo capítulo, tendo contextualizado a relevância do problema deflacionário, as circunstâncias históricas japonesas que acarretaram neste problema e as medidas adotadas para atenuá-lo, analisaremos a política de Shinzo Abe, conhecida como “Abenomics”, como a mais recente tentativa de dar um fim definitivo à deflação do país.

## **CAPÍTULO 3: ABENOMICS: O QUE É, COMO TEM FUNCIONADO E QUAIS AS SUAS PERSPECTIVAS?**

### **3.1. Abenomics e seus três vetores**

Após 15 anos de deflação e de inúmeras políticas com pouco ou nenhum sucesso, o mais recente esforço de revitalizar a economia japonesa, adotado em conjunto pelo governo e pelo banco central do país, é denominado Abenomics. A nova política atua por meio de três frentes principais: a expansão fiscal, mirando o crescimento do PIB; o afrouxamento monetário, garantindo maior acesso à liquidez; e as reformas estruturais, como mudanças na estrutura tributária e na composição da força de trabalho do país.

O principal objetivo desta política é revigorar a economia japonesa, aumentando a demanda doméstica e o produto interno bruto, fazendo assim com que a inflação do país atinja o patamar almejado de 2% ao ano. No longo prazo, as políticas estruturais têm como meta melhorar as perspectivas do país, aumentando a competição na indústria, reformando o mercado de trabalho e consolidando parcerias comerciais.

A nova abordagem diante dos problemas enfrentados pela economia japonesa surgiu em decorrência da ineficácia das políticas adotadas no passado, conforme exposto nos capítulos anteriores. Antes do início da Abenomics, o Banco Central Japonês empregou políticas monetárias convencionais, como a taxa de juros de 0% para empréstimos interbancários e menos convencionais como políticas de afrouxamento monetário com o objetivo de manter as taxas de juros artificialmente baixas e estimular a economia, mas a persistência tanto da deflação quanto do baixo crescimento evidencia que estas tentativas falharam em atenuar as dificuldades econômicas vivenciadas pelo país.

O primeiro vetor que será exposto com maior profundidade é o da política monetária. O banco central do país acredita que, para superar de forma definitiva o longo período de deflação que impediu o crescimento do país, é necessário adotar uma política monetária muito mais arrojada do que as empregadas no passado. Nesse sentido, mais do que um afrouxamento monetário usual como aquele adotado pelo governo norte americano, que consiste na diminuição das taxas de juros através da compra de títulos públicos, a política empregada pelo banco central japonês tem como intenção realizar uma mudança qualitativa, atuando sobre as expectativas da população em relação aos preços. Nomeada de “Quantitative and Qualitative Monetary Easing” (“QQE”), a política monetária japonesa é composta por um

elemento quantitativo e um qualitativo - o que já fica evidente em sua denominação - e foi introduzida pelo Banco Central em abril de 2013. O primeiro elemento consiste na aquisição de títulos de dívida do governo com o objetivo de fazer com que as taxas de juros de longo prazo caíam, estimulando assim a economia do país. Já o segundo pode ser resumido como uma mudança drástica no pensamento deflacionário instaurado no país, decorrente da prolongada deflação vivenciada pela nação japonesa. O aspecto qualitativo do afrouxamento monetário também diz respeito à alteração nos prazos dos títulos adquiridos pelo banco central japonês, dado que a meta é mais do que dobrar a maturidade dos JGBs (“Japanese government bonds”) comprados pelo BOJ.

O elemento qualitativo desta política é extremamente importante no contexto da deflação japonesa. Em decorrência do longo período pelo qual a deflação tem se arrastado no país, as expectativas inflacionárias da população se ancoraram no nível de 0% a.a.. Caso a população continue agindo de acordo com a expectativa que os preços deverão se manter estáveis ou cairão de forma lenta e gradual, o ciclo vicioso da deflação não poderá ser interrompido e a queda nas vendas, nos lucros e nos investimentos continuará a ser constatada. Nesse sentido, a poupança terá uma atratividade superior à do gasto, dado que com a queda dos preços, o valor real do dinheiro cresce ao longo do tempo, desencorajando quaisquer investimentos que tenham algum risco atrelado a eles. Sendo assim, a mudança em relação às expectativas inflacionárias é fundamental para se alcançar o objetivo pretendido pelas autoridades japonesas.

As razões de base da adoção desta alternativa de política monetária são ligadas ao fato que as taxas de juros de curto prazo do país já estavam havia muito tempo próximas a zero. Isso levou o banco central japonês a começar a atuar sobre as taxas de juros de longo prazo, pressionando para que elas diminuíssem por meio de substanciais volumes de compra dos títulos de dívida do governo .

Tendo em mente que o fator que influencia a atividade econômica é a taxa de juros real, ou seja, o nível de taxa de juros atingido subtraindo a expectativa de inflação da taxa nominal, o BOJ focou seus esforços em aumentar as expectativas inflacionárias do país. Para que o Banco consiga de fato elevar o patamar em que se encontram as expectativas da população em relação à inflação é fundamental que ele se mostre completamente comprometido com esse objetivo, atuando de forma transparente e sinalizando à população que a meta de inflação de 2% ao ano não ficará apenas no papel.

Uma vez atingido, esse aumento faria com que as taxas de juros reais caíssem, incentivando assim os gastos no país, tanto no que tange aos investimentos produtivos quanto aos gastos das famílias. Com o aquecimento na demanda privada, os preços seriam pressionados a subir; no momento em que a população começasse a constatar a alteração no patamar inflacionário, a credibilidade do Banco Central aumentaria, dando início a um ciclo virtuoso de aumento de preços e erradicando a ameaça da deflação.

Finalmente, a injeção de recursos na economia através do “QQE” também traz consigo uma desvalorização significativa do iene, o que beneficiaria o setor exportador do país.

O segundo vetor analisado aqui com maior profundidade é o que engloba as medidas fiscais adotadas pelo governo de Abe. A estratégia formulada envolve estímulos de curto prazo combinados com um caminho para a consolidação fiscal a médio prazo, estabelecendo assim uma estrutura fiscal sustentável. Os estímulos fiscais tiveram início com medidas de recuperação econômica que totalizaram aproximadamente 20 trilhões de ienes (cerca de 210 bilhões de dólares), sendo gastos diretos do governo responsáveis por mais da metade deste montante.

O primeiro-ministro japonês organizou um robusto pacote de estímulos com foco em projetos de infraestrutura cruciais, como a construção de pontes, túneis e de estradas resistentes a terremotos. Até o momento, o montante inicial destinado a estímulos fiscais sofreu duas majorações: a primeira em abril de 2014 num montante de 5,5 trilhões de ienes e a segunda em dezembro de 2014, logo após a reeleição de Shinzo Abe, de 3,5 trilhões. Essas políticas de gastos fizeram com que a dívida pública japonesa alcançasse patamares nunca antes verificados no país: de acordo com a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), a dívida bruta do governo chegou a 226% do PIB em 2014, sendo esse o nível mais alto já verificado entre países membros desta organização.

Ainda no que se concerne às medidas fiscais, o governo japonês vem tentando reduzir o déficit público através de aumentos dos impostos, o que gerou controvérsias entre políticos e teóricos, já que esse tipo de medida parece seguir no sentido oposto ao objetivo de incentivar a demanda privada do país. No entanto, o primeiro-ministro defende que essa elevação nos impostos é necessária para garantir que as próximas gerações também possam usufruir de um dos sistemas de segurança social de maior qualidade no mundo, assim como para aumentar ainda mais o apoio do governo à educação infantil.

O governo anterior ao de Abe já havia aprovado um aumento nos impostos sobre o consumo de 5 para 10%, medida apoiada pelo primeiro-ministro atual, mesmo fazendo parte do partido de oposição na época. Esse aumento, planejado para ocorrer em duas etapas, foi implantado de fato sob o governo de Abe: a primeira fase, em que os impostos passaram para 8%, ocorreu em abril de 2014 e fez com que o consumo caísse ainda mais, sendo apontada por muitos como a causa mais provável da recessão pela qual o país passou na época. Uma pesquisa realizada pelo Banco Central do país revelou que, após o aperto fiscal, 60% dos japoneses cortaram seus gastos, especialmente em artigos de vestuário, como roupas e sapatos, e lazer, como gastos com viagens e restaurantes. Dessa maneira, a segunda etapa da escalada dos impostos, que faria com que eles alcançassem o nível de 10% estipulado no passado, foi adiada de outubro de 2015 para abril de 2017, afetando assim o planejamento fiscal de longo prazo do governo japonês.

Finalmente, o terceiro vetor a ser olhado de forma mais cuidadosa é o das reformas estruturais. Apontado por muitos como o mais difícil de ser colocado em prática, mas também o mais importante para o sucesso de longo prazo em exterminar a deflação japonesa e restabelecer o crescimento da economia do país, o terceiro pilar da política de Shinzo Abe é composto por medidas que visam estimular o crescimento do PIB do país por meio de: aumento da produtividade dos fatores (em especial do trabalho); maior participação das mulheres no mercado; incentivos ao empreendedorismo, ao capital estrangeiro e à inovação; cortes nos impostos corporativos; liberalização na agricultura; e iniciativas de reforma nos setores energético, ambiental e de saúde. As duas primeiras medidas se mostram especialmente importantes já que, em função do envelhecimento da população japonesa, a população economicamente ativa (PEA) do país tem se tornado cada vez menor (o percentual da PEA em relação à população como um todo caiu em 6% na última década).

Em material divulgado no início de 2015 (ABENOMICS IS PROGRESSING, 2015), o governo japonês expõe cinco áreas principais como foco das reformas estruturais: a agricultura, o setor de saúde, o setor de energia, a força de trabalho e iniciativas-piloto. Sobre a agricultura, as autoridades afirmam ser essa a primeira grande reforma estrutural e de desregulamentação em 60 anos. São especificadas três iniciativas em particular para esse setor: 1) a abertura do mercado para oportunidades de negócios novas e modernas, sendo necessário para isso reformar o sistema de cooperativas agrícolas que existe atualmente no país, encorajando a presença de novos entrantes no mercado, além de promover um

abrandamento dos requisitos para a constituição de corporações de produção agrícola; 2) a consolidação de um sistema agrícola fragmentado, otimizando a produção e distribuição dos alimentos; e 3) o estabelecimento de organizações específicas para diferentes tipos de produtos com o objetivo de promover as exportações. Atualmente, os pequenos agricultores japoneses têm um poder político considerável, o que acarreta em altos custos de proteção à produção doméstica e, conseqüentemente, em alimentos com preços desproporcionalmente elevados.

Sobre a reforma no setor de saúde, as principais metas estabelecidas pelo governo são: 1) a aceleração da comercialização da medicina regenerativa, o que englobaria a permissão da terceirização de cultura e transformação de células além da criação de um sistema de aprovação de licenças adaptativo, fazendo do Japão o país com a maior agilidade para a comercialização da medicina regenerativa; 2) a criação de um novo sistema para a combinação de serviços médicos segurados e não segurados, permitindo que o paciente receba pronto atendimento médico avançado na instituição médica de sua preferência, mediante solicitação; e 3) promover alianças de negócios por meio de um novo sistema de saúde, permitindo uma gestão consolidada e integrada de diversas corporações médicas, o que garantiria serviços de saúde eficientes e de qualidade em cada região.

O terceiro setor alvo das reformas japonesas é o de energia, sendo esta também a primeira iniciativa abrangente de reforma nos mercados de eletricidade e gás em 60 anos. Para o primeiro mercado, a ideia é promover uma liberalização completa do mercado de varejo de energia até 2016, facilitando o acesso de novos entrantes, além da desagregação legal da geração, transmissão e distribuição de energia até 2020. Já em relação ao segundo, o objetivo é promover uma liberalização total do mercado de varejo de gás até 2017 assim como a desagregação legal da infraestrutura de gás nas áreas metropolitanas até 2022. As reformas no setor de energia japonês têm, além de sua evidente importância econômica, uma grande relevância política, já que desde o acidente na usina nuclear de Fukushima, em março de 2011, o país se viu obrigado a reduzir sua produção de energia atômica. A alta radiação que emanou dos reatores afetados contaminou cidades, parte do Oceano Pacífico, extensas áreas de terras agrícolas e forçou dezenas de milhares de pessoas a abandonarem o nordeste do arquipélago. Nesse sentido, persiste um debate em relação à matriz energética do país, dado que, apesar de mais seguras e ecologicamente sustentáveis, as fontes renováveis de energia -

como a solar, eólica e geotérmica - não garantem a eficiência energética necessária para assegurar o crescimento de uma economia deste porte.

O quarto e talvez mais importante setor contemplado pela reforma é o do mercado de trabalho, onde o governo afirma estar atuando em três pilares críticos: 1) incentivar a imigração de profissionais estrangeiros altamente capacitados; 2) promover uma maior participação das mulheres no mercado de trabalho, assegurando serviços adicionais de creches e aumentando o salário da licença maternidade de 50% para 67%, e aumentar também a presença feminina em cargos gerenciais, com a meta de que até 2020, 30% destes cargos sejam ocupados por mulheres; e 3) melhorar as condições de trabalho, incluindo a criação de um novo sistema de trabalho que avalie os profissionais por suas habilidades e desempenho e não pelo número de horas trabalhadas. Finalmente, o quinto ponto elencado pelo governo japonês no que se diz respeito às reformas estruturais é a criação de iniciativas-piloto em zonas especiais, sendo ao todo oito zonas estratégicas que se beneficiariam de múltiplas reformas para cultivar o crescimento econômico regional e se tornariam exemplos para outras áreas. O governo dá destaque ainda à promoção do investimento direto estrangeiro, estabelecendo um comprometimento em tornar o Japão um país com um ambiente de negócios mais universal através da resolução de alguns inconvenientes encontrados normalmente por empresas de outros países, como por exemplo, o idioma.

A importância deste terceiro vetor é evidenciada ainda mais pelo fato de que caso as reformas estruturais sejam bem sucedidas, a continuação da recuperação econômica poderá ser garantida mesmo quando os estímulos fiscais e monetários forem tirados de cena pelo governo e pelo banco central do país.

### **3.2.Resultados até o momento**

Assim como o restante da política japonesa, os resultados da Abenomics até o momento têm dividido opiniões. Apesar de a política ter trazido saldos positivos no campo monetário e nos mercados financeiro e de ações, muitos se mantêm pessimistas sobre a eficácia dos métodos que vem sendo utilizados pelo governo e pelo banco central do país, à medida que os efeitos na economia real, como por exemplo nos salários e no investimento, foram pouco sentidos até então.

Sem dúvidas, a vitória de Shinzo Abe nas eleições de dezembro de 2014 conferiu maior tranquilidade a aqueles que depositam suas fichas no sucesso de sua política, já que, caso o

primeiro-ministro fosse obrigado a deixar o governo, as chances da política que leva seu nome perdurar seriam praticamente nulas. Garantindo mais alguns anos no poder, Abe garante também maiores chances de que sua política traga frutos positivos à economia japonesa, com a possibilidade de avançar para além das medidas de curto prazo, impulsionando o potencial de crescimento do país.

De acordo com dados divulgados pelo governo japonês, o produto interno bruto nominal, ou seja, sem descontar a inflação, cresceu a uma taxa anualizada de 2,2% no último trimestre de 2014, após recuo de 6,7% e 1,9% nos dois trimestres anteriores. Apesar de positivo, esse resultado frustrou as expectativas de muitos economistas, que esperavam uma expansão de cerca de 3,5% no PIB. Os números do quarto trimestre de 2014 foram especialmente impactados pelas altas nas exportações e nos estoques, sendo a segunda uma indicação negativa de que o consumo dos japoneses não está aumentando de acordo com o desejado pelas autoridades. Os dados de dezembro de 2014 mostraram também uma alta marginal de 0,3% no consumo das famílias em relação ao trimestre anterior, assim como um crescimento de 0,1% no investimento das empresas, números que mostram que o país ainda tem um longo caminho a percorrer para alcançar taxas de crescimento em linha com o esperado pelos defensores da política atual.

Não obstante aos resultados favoráveis do último trimestre, 2014 foi um ano complicado para a política de Shinzo Abe. O aumento dos impostos sobre o consumo de 5% para 8%, colocado em prática em abril, fez com que o país entrasse em uma breve recessão, com quedas no PIB do segundo e terceiros trimestres, e levou a economia à sua contração mais dramática desde 2011. Além disso, escândalos colocaram a política do primeiro-ministro em risco, à medida que duas integrantes do seu gabinete - a ministra do comércio e da indústria, Yuko Obuchi e a ministra da justiça, Midori Matsushima - renunciaram em função de denúncias respectivamente em relação ao uso indevido de fundos do partido e à violações das leis eleitorais, . Yuko e Midori eram duas das cinco mulheres apontadas para integrar uma mudança no gabinete dois meses antes das renúncias, em uma tentativa clara do primeiro-ministro em mostrar seu comprometimento em relação à maior inserção feminina do mercado de trabalho. Esses escândalos representaram uma ameaça tanto à integridade do primeiro-ministro e de sua equipe quanto às suas políticas, já que as indicações de Yuko Obuchi e Midori Matsushima eram um símbolo da “Womanomics”.

No mesmo material citado anteriormente, quando o assunto eram as reformas estruturais, o governo japonês pontua diversas evoluções na economia que seriam consequência da Abenomics. Em relação à deflação, a expectativa do governo é de que a economia deixe o estado deflacionário, estando no caminho para uma recuperação estável. Segundo as autoridades as principais contribuições para tal foram o afrouxamento monetário promovido pelo banco central, a depreciação do iene, a queda nos preços do petróleo bruto e os esperados aumentos nos salários reais. O governo também aponta para o aumento nas exportações e para a recuperação dos negócios, afirmando que os lucros auferidos no exterior aumentaram quando calculados em ienes. Além disso, a queda de 50% no preço do petróleo entre junho e dezembro de 2014 fez com que os lucros nominais aumentassem entre 2 e 3 trilhões de ienes, o que teria sido refletido na compensação nominal dos trabalhadores. Em dezembro deste ano, os líderes das indústrias concordaram em incorrer em maiores custos de matérias-primas para apoiar a recuperação financeira de pequenos e médios fornecedores.

O governo japonês cita ainda que, em função do progresso na consolidação fiscal, a receita tributária está crescendo e a dependência em relação aos títulos japoneses está diminuindo, tendo como meta a redução da relação dívida/PIB pela metade até o final do ano fiscal de 2015 e, em um horizonte mais a frente, atingir o superávit fiscal até 2020 através do avanço do plano de consolidação fiscal e da nova alta dos impostos sobre o consumo (de 8% para 10%) em abril de 2017. As novas regras de governança corporativa, assim como a redução planejada para os impostos empresariais são apontados como motivos adicionais para a melhora no desempenho das companhias japonesas, aumentando os lucros empresariais e os dividendos pagos pelas companhias listadas.

Finalmente, o governo expõe o progresso da gestão do fundo de pensão soberano, apontando para uma nova política de escolha de ativos, passando de um portfólio focado em títulos de dívida domésticos, que representavam mais da metade da alocação dos recursos, para um portfólio mais balanceado, com aumento da participação de ações de empresas japonesas e estrangeiras (25% cada). Essas mudanças, além de potencializarem os retornos destes fundos, servem de estímulo para o mercado financeiro e para o mercado de capitais.

Apesar dos bons resultados divulgados pelas autoridades japonesas, alguns fatores indicam que o governo está menos confortável do que parece com os produtos da estratégia adotada até então. Como exemplo, pode ser citado o pacote de estímulos fiscais anunciado em 27 de dezembro de 2014, totalizando 3,5 trilhões de ienes, que parece uma tentativa drástica

do governo em acelerar o crescimento do país. Estes gastos estariam direcionados a iniciativas como a redução dos custos de energia e serviços para a população de baixa renda, que representa 1,2 trilhões de ienes, e a revitalização de comunidades locais, representando outros 600 bilhões de ienes. O restante dos recursos foi destinado a reforçar a resiliência do sistema hidráulico e de outras infraestruturas sociais frente à possíveis desastres naturais.

A sinalização positiva por parte do governo japonês é fundamental para que a política adotada seja eficaz. Se as autoridades conseguirem seguir divulgando boas notícias, mesmo que em meio a alguns percalços, a confiança no sucesso da Abenomics, tanto por parte da população em geral, quanto dos empresários e investidores, poderá ser mantida, o que cultivará um ambiente favorável ao crescimento econômico. Uma vez que esse crescimento seja percebido, as expectativas se tornarão ainda mais favoráveis, fazendo assim com que o Japão renasça como um país mais contente e mais otimista, tendo confiança para lidar com os problemas estruturais que o país apresenta.

## CONCLUSÃO

Foi realizada até aqui uma avaliação da política japonesa adotada por Shinzo Abe, assim como dos fundamentos teóricos que embasam essa política, dos motivos pelos quais ela foi adotada e dos resultados observados até o momento. Essa análise sugere que a tentativa empregada pelo atual primeiro-ministro do país para retirar o Japão de forma permanente da deflação e aumentar o seu potencial de crescimento é diferente daquelas adotadas no passado, tanto em seu aspecto quantitativo, por ser muito mais agressiva e robusta do que as políticas que a antecederam, quanto no aspecto qualitativo, por estarem sendo tomadas medidas que não faziam parte do escopo das tentativas colocadas em prática por governos anteriores.

A Abenomics pode ser pensada como uma representativa aplicação do pensamento keynesiano em uma época em que a intervenção estatal é cada vez menos notada nas economias desenvolvidas. Os papéis do “big government” e do “big bank” de Minsky têm sido bem representados pelo governo japonês e pelo banco central do país, respectivamente, com medidas que evidenciam o papel do primeiro em estimular a economia através de gastos para que o crescimento seja retomado e do segundo em atuar sobre a base monetária do país e sua taxa de juros.

A presente análise, no entanto, não pode deixar de considerar os riscos das ações que têm sido empregadas com o propósito de solucionar os problemas da economia japonesa. Primeiramente, deve ser levado em conta que os três vetores de Abe têm um alto grau de interdependência, à medida que se um deles falhar, poderá prejudicar todo o arranjo desenhado pelo governo. Adicionalmente, existe uma grande apreensão por parte da comunidade internacional de que o iene continue se desvalorizando, podendo incitar uma guerra cambial.

Existe ainda o risco representado pela alta dependência da política em relação às expectativas, já que, para a primeira ser bem sucedida, as expectativas devem se mover na direção planejada pelo primeiro-ministro, ou seja, no sentido de aumentar a credibilidade no governo e no Banco Central e a confiança da população na eficácia das medidas adotadas. Deve se pensar também em que grau as expectativas influenciam de fato as atitudes dos agentes econômicos, principalmente aqueles que exercem maior impacto na atividade econômica por meio de suas decisões, e se considerar que, apesar da sinalização por parte do governo sobre seus objetivos e a transparência das instituições sejam fundamentais, em algum

momento os efeitos das políticas precisam ser sentidos para que os agentes continuem a ter expectativas otimistas.

Outro fator que aparentemente poderia ser motivo de preocupação é a dimensão da dívida pública do país, representando atualmente mais que o dobro do seu produto interno bruto. No entanto, o Japão possui uma peculiaridade nesse sentido: toda a sua dívida é financiada internamente, sendo certamente mais sustentável em comparação a dívida de países que financiam seus déficits com recursos externos. Sendo assim, inexistente a questão da taxa de câmbio, o seu custo é muito baixo se considerado em termos reais (menos de 1% ao ano, sem a inflação que se pretende elevar) e o reembolso dessa dívida pode, no limite, ser efetuado por emissão monetária do banco central ou por sua transformação em imposto sobre os credores.

Finalmente, os maiores riscos parecem ser aqueles que dizem respeito à implantação das reformas estruturais, dado que, além de contemplarem setores delicados e resistentes às mudanças, como o da agricultura e farmacêutica, envolvem uma questão cultural japonesa, já que a maioria das corporações ainda são adeptas da filosofia de que cabe aos homens o papel de chefe de família e provedor do lar enquanto para as mulheres basta um emprego para complementar a renda.

Não se pode deixar de lado também que quaisquer ações realizadas por uma nação com a relevância que tem o Japão, trarão impactos sobre outros países. Os principais afetados seriam provavelmente os demais países asiáticos, mas outras importantes economias também deverão sentir os efeitos da política nipônica.

Em relação ao primeiro grupo de países, o impacto principal deverá ser sentido por duas vias: 1) no comércio, já que à medida que o país saia da deflação e retome seu crescimento, a tendência é que ele se torne um mercado consumidor cada vez maior para os produtos das demais nações asiáticas; e 2) no investimento, sendo esta classe dividida em investimento direto externo (além de estes países possuírem baixos custos de produção, a tendência é que o investimento produtivo proveniente do Japão cresça com a melhora em sua economia, assumindo que as empresas tenham como perspectiva o horizonte de longo prazo e que mirem em direção aos mercados consumidores em expansão) e em investimento de portfólio (ao passo que aumenta a confiança dos investidores, cresce também a busca por ativos com maior risco e por ativos estrangeiros). Ao mesmo tempo, a tendência é que um

crescimento mais acelerado da economia japonesa impulsiona a indústria exportadora destes países, tanto a produtora de matéria-prima quanto a de bens finais.

Outro conjunto de países que poderia ser afetado positivamente pela Abenomics é a Europa, apesar do canal de transmissão neste caso ser bastante distinto dos canais apontados no parágrafo anterior. A maior implicação para a Europa, caso a política japonesa tenha sucesso, será o entendimento de que, para revitalizar a economia, é necessária uma combinação de políticas macroeconômicas e estruturais arrojadas. O comércio também poderia ser afetado em função de uma maior demanda japonesa por produtos europeus, mas de fato a principal consequência seria o aprendizado que os países poderiam adquirir com o Japão, sendo possível que os governantes europeus se inspirem nas ideias japonesas e coloquem em prática medidas mais agressivas para reavivar a economia europeia, que tem sofrido com baixo crescimento há algum tempo.

Um último tema que deve ser trazido à tona é a questão da pobreza e desigualdade no Japão e como a política de Shinzo Abe tem afetado estes temas. Com evidências de que a desigualdade entre a população japonesa tem crescido nos últimos trinta anos, agravada ainda pelo fato de que alguns dos desenvolvimentos mais recentes da economia (como a depreciação do iene e o boom no mercado de ações) contribuem negativamente para a promoção da igualdade, a avaliação da Abenomics em termos de inclusão social se põe como um tópico de grande relevância. Além da importância social e moral de aumentar a igualdade entre a população japonesa, a desigualdade gera impactos negativos também nos resultados macroeconômicos e na probabilidade de sucesso das reformas.

A primeira justificativa para tal afirmação é que, caso os agentes percebam que o crescimento econômico não está sendo compartilhado por todos de maneira justa, o apoio em relação às mudanças que o governo está tentando colocar em prática pode ser erodido, prejudicando a estratégia de longo prazo das autoridades japonesas. A segunda razão é o emergente consenso de que a desigualdade econômica é nociva ao crescimento e à coesão social, devendo assim ser combatida pelas políticas públicas. Nesse sentido, parece ser especialmente crítico o ponto de que, apesar de fundamental para a recuperação da economia japonesa, a inflação não seria benéfica à população mais carente, que já vivencia dificuldade em se manter mesmo com preços estáveis ou em queda. Desta forma, este fator não pode ser deixado de lado pelo governo em sua busca por crescimento econômico.

Com base nos pontos levantados neste trabalho, nas análises realizadas, nos autores estudados, e, principalmente, nas medidas que o governo japonês têm se comprometido a por em prática, a conclusão deste trabalho é que o novo arranjo econômico do país terá sucesso na tarefa de por fim à deflação e direcionar a economia novamente para uma trajetória de crescimento sustentado. Cabe, no entanto, a ressalva de que, em função da política ainda estar em curso e de existir muito a ainda ser feito para completar o esforço de recuperação japonês, o posicionamento aqui adotado é bastante incipiente, deixando uma brecha para futuras discussões, à medida que a política japonesa tome sua forma final.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CANUTO, Otaviano. Instituto de Estudos Avançados da Universidade de São Paulo, 10 de dezembro de 2012. Disponível em: <<http://www.iea.usp.br/publicacoes/textos/canutocrisejaponesa.pdf/view>>.

CARGILL, Thomas F.; SAKAMOTO, Takayuki (Coaut. de). Japan since 1980. Cambridge: Cambridge University Press, 2008. 314 p., il. (The world since 1980). ISBN 9780521672726 (broch.).

CARGILL, Thomas F.; HUTCHINSON, Michael M; ITO, Takatoshi (Coaut. de). The political economy of Japanese monetary policy. Cambridge, MA: MIT, 1997. 236p., il. Inclui bibliografia e índice. ISBN 0262032473 (enc.).

CARGILL, Thomas F. Financial policy and central banking in Japan. Cambridge, MA: MIT Press, c2000. viii, 196 p., ill., 24 cm. Includes bibliographical references (p. [183]-189) and index. Disponível em: <<http://site.ebrary.com/lib/unicamp/Doc?id=2001031>>. Acesso em: 3 jul. 2015.

CITRIN, Daniel; ZANELLO, Alessandro (ed.). Japan's economic revival: policy challenges in a globalized world. Houndmills, Basingstoke, Hampshire, UK; New York, NY: Palgrave Macmillan: International Monetary Fund, 2008. xiv, 282 p. ISBN 9780230219328 (enc.).

FISHER, I. The debt-deflation theory of the great depressions. *Econometrica*, 1, 1933

GARSIDE, W. R. Japan's great stagnation: forging ahead, falling behind. Cheltenham, UK; Northampton, MA: Edward Elgar, 2012. viii, 219 p., il. ISBN 9780857938213 (enc.).

HOBSBAWM, E. J. Era dos extremos: o breve século XX, 1914-1991. 2. ed. São Paulo, SP: Companhia das Letras, 1995. 598 p. ISBN 9788571644687 (broch.).

IWATA, Kikuo. Purpose and mechanism of quantitative and qualitative monetary easing. BIS. 18/10/2013. Disponível em:< <http://www.bis.org/review/r131018e.pdf?frames=0>>.

KEYNES, John Maynard (1935). A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo. Abril Cultural, 1938 (Coleção Os Economistas).

LEVI, Maria Luiza (1997) “ ”, *Revista de Economia Política*, Vol. 17, no. 1 (65), São Paulo, Editora Nobel, janeiro/março, p. 40-59.

MINSKY, Hyman P. Can It Happen Again? Essays on Instability and Finance. New York: M. E. Sharp, 1982.

\_\_\_\_\_ Stabilizing an unstable economy. New Haven: Yale University Press, 1986.

\_\_\_\_\_ The Financial Instability Hypothesis. Working Paper nº74 prepared for Handbook of Radical Political Economy, Aldershot. Maio de 1992.

MAZZUCHELLI, Frederico Mathias. Os anos de chumbo: economia e política internacional no entreguerras. São Paulo, SP; Campinas, SP: Editora da UNESP: FACAMP, 2009. 429 p. ISBN 9788571399631 (enc. : UNESP).

NISHIZAKI, Kenji, et al. (2012) Chronic deflation in Japan. BIS. Disponível em:<  
<https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap70c.pdf>>.

TORRES, E.T. Filho (1997). A crise da economia japonesa nos anos 90: impactos da bolha especulativa. Revista de Economia Política, vol. 17 nº1 (65), janeiro-março/97

ABENOMICS is progressing, 2015. Disponível em: <  
<http://www.japan.go.jp/abnomics/index.html>>.