

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**Japão: um caso prático da Armadilha de Liquidez**

Aluna: Jenny Iijima Valente  
Matrícula: 9924251-5

Orientador: Prof. Luiz Roberto A. Cunha

Julho de 2003

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.



**Índice:**

I. Introdução -----	5
II. Uma Análise Histórica -----	6
2.1. Raízes da crise (contextos macroeconômicos e institucionais) -----	6
2.2. Surgimento da bolha especulativa -----	9
2.3. A crise originada pela bolha -----	12
III. Ilustração macroeconômica da crise: a Armadilha de Liquidez -----	17
3.1. Modelo inicial -----	17
3.2. Quando a moeda se torna irrelevante -----	20
3.3. A Armadilha de Liquidez -----	22
3.4. O excesso de conservadorismo e a Armadilha -----	30
IV. Os desafios do Governo japonês perante a crise -----	33
4.1. O que poderia ser feito no caso japonês -----	33
4.2. A nova realidade da economia japonesa: o país da deflação persistente -----	38
V. Conclusão -----	47
VI. Bibliografia -----	48

## ***I - Introdução:***

O economista inglês John Maynard Keynes (1883-1946) sugeriu na Teoria Geral (The General Theory of Employment, Interest and Money de 1936) que a Armadilha de Liquidez pode ocorrer quando as taxas de juros se encontram extremamente baixas. No entanto, afirmou nunca ter presenciado a ocorrência de uma Armadilha de Liquidez. O que podemos ver na atual crise da economia japonesa é que o que o Keynes havia previsto acabou se tornando realidade e transformando-se num desafio para os economistas e para os policymakers, para que encontrem um caminho onde possa retirar o Japão da mais longa e profunda crise de recessão já vista no pós-guerra.

Esse estudo tem por objetivo analisar a crise atual da economia japonesa desde o colapso da bolha especulativa até a situação de Armadilha de Liquidez em que ela se encontra. Além dessa breve introdução, o trabalho será dividido em 4 seções. A seção 2 apresenta uma análise histórica desde 1979, destacando o surgimento da bolha especulativa e o colapso da mesma que acabou por desencadear a crise atual. A seção 3 mostra a ilustração macroeconômica da crise, ou seja, uma análise através de modelos macroeconômicos, a realidade atual da economia japonesa e a explicação aprofundada da Armadilha de Liquidez. A seção 4 analisa os desafios que o Governo japonês tem para enfrentar, levando em consideração as opiniões dos economistas conhecidos como Krugman e Woodford. Essa seção ainda apresenta qual o rumo que a economia juntamente com a política estão tomando e quais são os resultados até então obtidos. Por fim, a seção 5 apresenta a conclusão do trabalho.

## ***II – Uma Análise Histórica:***

### ***2.1 - Raízes da crise (contextos macroeconômicos e institucionais):***

O Japão apresentou um período de “milagre econômico” entre 1953 e 1973 onde o Produto Interno Bruto (PIB) cresceu a taxas anuais próximas a 10%, um recorde dentre todas as economias industrializadas. Nessa época, nada parecia abalar o crescimento contínuo da economia japonesa. Mas o rumo dessa prosperidade econômica começaria a mudar a partir do início da década de 80, onde se iniciaram os ajustamentos adotados pelo Governo, pelas empresas e pelos bancos nipônicos para fazer frente às pressões e aos desafios do cenário internacional imposto pelo Governo Reagan (1980 a 1988).

No final de 1979<sup>1</sup>, o FED resolveu elevar as taxas de juros a níveis sem precedentes na história dos EUA. Como consequência, a moeda americana se valorizou muito em relação a outros países, o que acabou gerando vantagem para o Japão, já que o relacionamento comercial entre o Japão e os EUA sempre foi muito presente. Juntamente com esse fato, em 1981, o Governo Reagan decidiu reduzir os impostos, o que de um lado aumentou o déficit público mas por outro lado, incentivou o crescimento econômico. Como resultado, a economia americana cresceu mais rapidamente do que a média dos países da OECD.

O fato dos EUA se encontrarem com a taxa de juros elevada e o dólar desvalorizado, acabou prejudicando a indústria americana enquanto que favorecia demasiadamente a concorrência estrangeira. Sendo os produtos estrangeiros relativamente mais baratos em relação aos produtos americanos e com o mercado consumidor americano aquecido, os EUA tornaram-se um país extremamente atraente para a exportação. Na primeira metade da década de 80, as exportações americanas praticamente estagnaram enquanto que as importações cresceram 50%. Os EUA, desde então, acumularam déficits comerciais superiores em geral a US\$ 100 bilhões e o Japão, na época foi o principal beneficiário direto dos déficits comerciais norte-americanos. A herança dessa época foi que o Japão conseguiu acumular mega-superávits em conta corrente, o que levou a se tornarem em 1985, os principais credores líquidos do mundo, posição normalmente ocupada pelos EUA.

---

<sup>1</sup> Resultado da 2ª Crise de petróleo.

**Tabela comparativa da taxa média de crescimento anual do Produto Nacional Bruto (%)**

	1953-1973	1974-1982	1983-1991	1992-1995
Japão	9,4	4,0	4,4	0,7
EUA	3,6	1,5	3,0	3,2
Reino Unido	3,1	1,0	2,4	2,2
Alemanha Ocidental	5,8	1,6	3,1	1,1
França	5,3	2,4	1,9	1,4

Fonte:OECD, Economic Outlook; Ernani Torres Filho.

Os superávits comerciais em relação aos EUA colocaram o Japão diante de dois problemas importantes:

O primeiro era os excedentes gigantescos em moeda estrangeira (dólares americanos) que acabava causando desajustes macroeconômicos decorrentes desse processo.

O segundo era as pressões norte-americanas no sentido de flexibilizar as limitações às importações de bens e serviços estrangeiros e à liberalização do mercado financeiro japonês.

### **Liberalização do mercado financeiro japonês:**

Antes de darmos explicações sobre às pressões quanto à desregulamentação do setor financeiro, podemos lembrar o desenho institucional do pós-guerra da economia japonesa, onde o principal instrumento de política monetária eram os empréstimos e redescontos do Bank of Japan (Banco Central japonês). Essas operações constituíam a entrada de moeda no sistema em função do controle exercido pelo Governo sobre os fluxos de capitais com o exterior e do esquema de financiamento da dívida pública, baseado na aquisição compulsória dos títulos pelos bancos. Portanto, nessa época, o Bank of Japan tinha o monopólio cambial quase que absoluto, mas não existia o chamado mercado aberto (open market) onde o Banco Central realiza operações de intercâmbio de títulos ou de reservas junto ao mercado financeiro em esquema de leilão. Os grandes bancos comerciais se mantinham quase que permanentemente endividados junto à autoridade monetária o que constituía um privilégio, já que as taxas de juros cobradas pelo Bank of Japan nas operações de fornecimento de liquidez eram em geral inferiores aos juros do interbancário. Em contrapartida, as instituições tendiam a atuar em consonância com critérios de seletividade do próprio Governo, o que acabava por privilegiar desde setores estratégicos do ponto de vista do crescimento econômico, especialmente aqueles ligados à exportação, até em fornecer recursos a empresas específicas. Assim, os bancos (especialmente os

grandes bancos comerciais) desempenhavam, além do fornecimento de recursos às empresas, o papel de agentes da política de crédito seletivo do Governo. A própria política monetária se confundia com a política alocativa de crédito, onde a via preferencial de entrada de moeda no sistema era uma via seletiva.

Mas o cenário começou a se modificar com o processo de liberalização financeira que passou a reduzir a capacidade do Governo de exercer influência sobre o caminho dos fluxos de recursos na economia através da política monetária.

Em primeiro lugar, foi modificado o esquema de financiamento do Tesouro devido ao substancial crescimento da dívida pública durante a década de 70, promovendo portanto, um progressivo alargamento da base de colocação dos títulos públicos junto a outros segmentos do mercado. Em contrapartida, os grandes bancos comerciais perderam a sua posição que detinham nas operações de fornecimento de liquidez por parte do Bank of Japan por ter que dividir não só o espaço com as demais instituições financeiras nas operações de empréstimo e de redesconto mas porque a própria autoridade monetária mudou a sua forma de atuação, passando a se utilizar crescentemente de instrumentos típicos de mercado aberto.

Em segundo lugar, o monopólio cambial do Bank of Japan foi significativamente flexibilizado durante os anos 80. Os crescentes superávits acumulados pelo Japão desde o início da década de 80, como vistos anteriormente, levaram à necessidade de flexibilizar a compra de divisas por agentes domésticos, dividindo assim, a tarefa de neutralizar o impacto monetário expansionista oriundo das exportações com o setor privado. Fora isso, temos que lembrar de que a partir de 1983/1984, o Governo americano começou a pressionar o Japão para que se reduzisse o isolamento do mercado financeiro japonês. Para tal, argumentava que os obstáculos à posse de ativos e à contratação de passivos em ienes por ativos estrangeiros fariam da moeda japonesa um ativo pouco líquido, impedindo o ajuste de sua demanda de acordo com o movimento das contas externas japonesas (Shinkay, 1988, p.249).

Desde os inícios dos anos 80, portanto, houve uma série de medidas de desregulamentação dos fluxos de capitais, envolvendo não só a flexibilização do uso dos mercados domésticos por instituições financeiras e empresas de origem estrangeira, mas também a ampliação do acesso dos agentes domésticos no sistema financeiro internacional. Assim sendo, investidores e tomadores de origem japonesa passaram a fazer um uso intenso de instrumentos financeiros disponíveis no mercado internacional. No entanto, o

grau de internacionalização do sistema financeiro japonês permaneceu bastante reduzido (Shinkay, 1988, p.257).

Em relação à condução de política econômica, o fato do Japão passar a se utilizar crescentemente de instrumentos de política monetária típicos de mercado aberto aliado à flexibilização do monopólio cambial significou a progressiva perda de importância dos canais que selecionavam os recursos na forma de atuação da autoridade monetária. No pós-guerra, através desse recurso, o Governo monitorava o gasto do setor privado. Mas ao longo do processo, a política de crédito seletivo foi sendo aos poucos dissociada da política monetária, limitando-se a determinados segmentos do sistema financeiro como as instituições financeiras públicas e instituições de crédito especializado.

Podemos ver que a política monetária japonesa se aproximou do esquema tradicional, onde o Banco Central transaciona recursos junto ao mercado financeiro a um certo preço com o objetivo de controlar as taxas de juros e de câmbio e conseqüentemente influenciando o ritmo e o nível de atividade econômica. Mas temos que levar em consideração a rapidez e a intensidade com que o Japão se aproximou do Ocidente em termos de seu sistema financeiro não possuindo, portanto, uma estrutura suficientemente forte que pudesse agüentar as possíveis crises na economia:

“Os bancos e as empresas japoneses passaram a se utilizar crescentemente dos mercados financeiros como um fim a si mesmo, aproximando-se assim de seus congêneres ocidentais, sem que esquemas de regulamentação prévia fossem suficientemente fortalecidos para lidar com esse novo padrão de atuação e com a nova configuração dos mercados a ele associada” (Aglietta, 1992).

Neste novo contexto, onde passou a haver uma maior autonomia de agentes privados e mudança das condições de condução da política monetária (econômica), ocorreu o Acordo de Hotel Plaza (Plaza Accord), em 1985, que serviu de base macroeconômica para o surgimento da bolha especulativa.

## ***2.2 - Surgimento da bolha especulativa***

O ponto inicial que desencadearia a bolha especulativa foi o Acordo de Hotel Plaza de 1985 onde houve um reunião entre os Governos das sete principais economias desenvolvidas (G-7) que para haver um maior equilíbrio entre os países, se comprometeram a promover a desvalorização gradual (soft landing) da moeda norte-

americana em relação à demais moedas. Assim, o iene passou a valer de 240 ienes por dólar para 130 ienes, sendo então, marcado como um período de endaka (“iene forte” ou “iene valorizado”).

Como uma forma de contrabalançar os prováveis efeitos da valorização cambial na redução do crescimento econômico e na taxa de lucro dos setores exportadores, o Governo decidiu mudar sua política monetária, reduzindo a taxa de redesconto que estava em torno de 5% no início do ano de 1986, tendo alcançado até em 2,5% no ano seguinte, até então o menor valor registrado. Um dos principais objetivos com a adoção da política expansionista por parte das autoridades japonesas é que a economia japonesa passasse então a ser redirecionada de superávits comerciais com os EUA para a ampliação da sua demanda interna. E essa meta acabou sendo alcançada, graças à aceleração do crescimento do consumo privado e do investimento. Devemos destacar neste ponto, a importância do zaitech<sup>2</sup> em relação ao fato das empresas se manterem produtivas e terem promovido os investimentos necessários em novos produtos e novas tecnologias. Já em meados de 1987, o choque da valorização do iene havia sido absorvido e nem mesmo uma crise na bolsa de valores de Tóquio em setembro de 1987, como consequência do que ocorreu em Nova Iorque foi capaz de abalar a economia.

Além do efeito positivo de recuperação do nível de atividade, o novo rumo da política monetária tinha outros dois objetivos:

A primeira era fazer com que o setor privado continuasse reciclando os excedentes em moeda estrangeira através da ampliação de portfólio de ativos estrangeiros.

A segunda era que as empresas que foram negativamente afetadas pelo endaka obtivessem, por período temporário, compensações financeiras em operações de arbitragem. É importante lembrarmos que os EUA mantiveram os juros dos Fundos Federais em torno de 5,5% e 7,5% ao ano e com a redução das taxas japonesas, ampliava-se o diferencial em favor dos ativos denominados em dólar, compensando a expectativa de valorização do iene.

O endaka, portanto, não prejudicou a economia japonesa e o lucro que as empresas continuavam obtendo nesse novo cenário desregulamentado acabava sendo investido principalmente em ações e terras (imóveis).

---

<sup>2</sup> Os japoneses usam o termo zaitech para denominar as atividades de arbitragem conduzidas por empresas não-financeiras.

**Ações:**

Com a desregulamentação do mercado financeiro, as empresas passaram a aproveitar as oportunidades em busca de lucros não-operacionais através das operações especulativas que os mercados interno e externo lhes proporcionavam. Através da visão que temos atualmente, porém, fica claro a posição crítica de alguns em relação ao fato de que os lucros gerados na produção deveriam ser utilizados para fortalecer a posição das firmas no longo prazo nos mercados que operam e não para gerar lucros não-operacionais. Mas ficou evidente que em 1986, um grande número de empresas (por exemplo, as multinacionais Sony, Toyota etc.) compensaram a grande parte de suas perdas com a valorização do iene em operações de arbitragem financeira.

Como resultado, as operações de caráter mais atraente ficavam por conta das captações de recursos no euromercado com aplicações em ações que eram na sua maioria aplicados em operações a futuro na bolsa de Tóquio que então se encontravam em *boom*.

**Terras (imóveis):**

Quanto à questão de terras (imóveis), num país onde a população ultrapassa os 125 milhões de habitantes, numa área que é aproximadamente 24 vezes menor do que o Brasil e a parte habitável corresponderia a aproximadamente um quarto do total, o valor dos imóveis já apresentava naturalmente uma tendência à valorização. Um financiamento à construção imobiliária, portanto, sempre foi um ramo atrativo para as instituições financeiras e com a nova situação de facilidade em proporcionar créditos acabou surgindo um cenário que servisse de base para acentuar ainda mais a tendência à elevação dos preços das propriedades imobiliárias nos grandes centros comerciais japoneses.

A bolha especulativa então começava a se reproduzir cada vez mais. A valorização dos ativos gerava um crescimento no patrimônio dos investidores, aumentando a capacidade de endividamento das empresas junto aos bancos, já que no Japão os empréstimos são normalmente garantidos por ações ou terras. Os lucros obtidos por sua vez eram canalizados para as bolsas e o mercado imobiliário, sempre ampliando o valor desses ativos, tornando-se assim um ciclo vicioso resultante da alavancagem financeira desse período.

### ***2.3 – A crise originada pela bolha***

No final dos anos 80, já estava claro que o processo especulativo dos ativos domésticos estava se tornando uma ameaça ao sistema financeiro e econômico japonês. A crise originada pela bolha especulativa já começava então a mostrar a sua face.

Em setembro de 1987 houve o primeiro desastre, com uma indústria química sofrendo perdas no mercado de títulos superiores a seu patrimônio líquido. Em seguida, em 19 de outubro de 1987, houve a Segunda - Feira Negra quando se verificou uma queda nas bolsas de todo o mundo o que acabou servindo de alerta apesar do mercado de ações de Tóquio ter continuado com a sua trajetória ascendente.

Em 1988, o quadro econômico parecia ter melhorado com as exportações voltando a se comportar favoravelmente, gerando o aumento do comércio internacional, da produção industrial e por sua vez prevendo a melhora do consumo e do investimento.

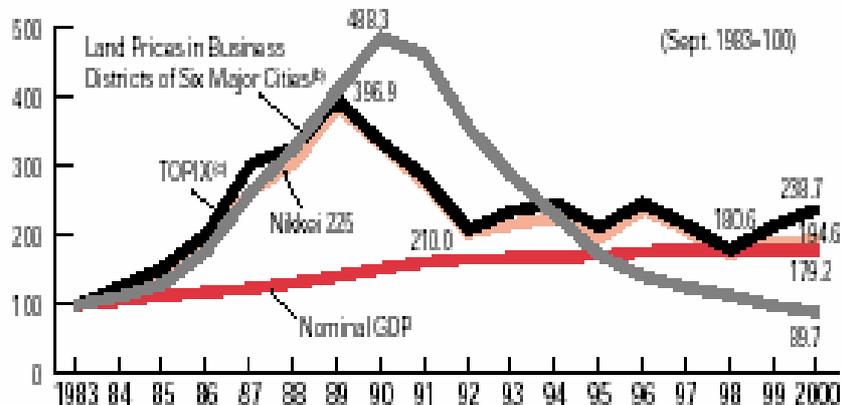
#### **Ações:**

Faltava, porém, as autoridades japonesas em lidar com a questão da bolha especulativa, onde os níveis de valorização dos mercados acionário e imobiliário já se encontravam em patamares totalmente absurdos. O índice Nikkei havia saltado de 13.113 no último dia útil de 1985 chegando a 30.000 no início de 1988. O nível máximo foi de 38.915 alcançado em dezembro de 1989. No período de 1988, a capitalização da bolsa de valores de Tóquio representava 41,7% da capitalização mundial.

#### **Terra (imóveis):**

Quanto ao preço da terra, já em 1983 começava a dar seus sinais de valorização antes mesmo do boom imobiliário. O valor dos imóveis do Japão que era estimado em US\$ 4,2 trilhões, no fim de 1985 chegou a aumentar para US\$ 18,4 trilhões depois de cinco anos. Para se ter uma idéia da proporção do boom imobiliário, em 1990, teoricamente poderia-se comprar todo o território americano (uma área 28 vezes maior do que a do Japão) com aproximadamente um quarto do arquipélago japonês. Os preços dos terrenos atingiram um patamar tão ilusório que foi possível para os japoneses em comprar vários escritórios em Manhattan, o Rockefeller Center no centro de Nova York etc. Mas para tanto, muitas empresas e famílias fizeram o uso de volumosos empréstimos junto aos bancos. As instituições financeiras não-bancárias também aceleraram seus investimentos em imóveis.

E novamente, o risco dessas instituições recaía sobre os bancos que haviam financiado 80% de seus ativos.

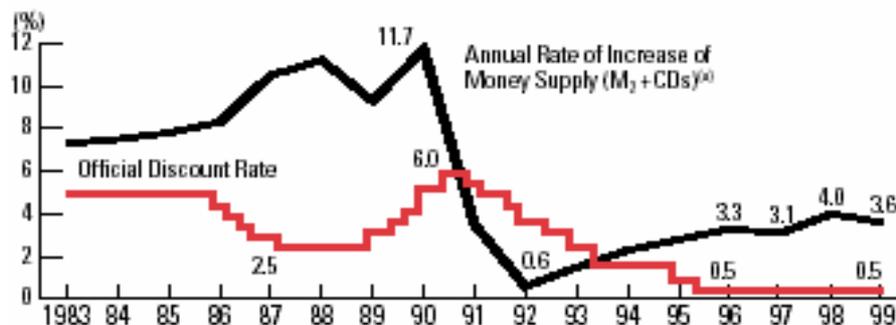


Fonte: Economic Planning Agency; Tokyo Stock Exchange; Japan Real Estate Institute; *Financial and Economic Statistics Monthly* July 2000, BOJ .

Só no início de 1989, o banco do Japão tomou uma providência adotando uma política restritiva de crédito, aumentando a taxa de redesconto de 2,5% para 6% em 1990. Mas como a resposta para tal política adotada não veio imediata, o Ministério das Finanças do Japão decidiu ordenar aos bancos que limitassem seus créditos.

#### A trajetória da taxa de redesconto (1986-2001) - (%a.a)

	Japão
1986	4,50
1987	2,50
1988	3,25
1989	4,25
1990	6,00
1991	4,50
1992	3,25
1993	1,75
1994	1,75
1995	0,50
1996	0,50
1997	0,50
1998	0,50
1999	0,50
2000	0,50
2001	0,10



Fonte: Comparative Economic and Financial Statistics 2001, *Financial and Economic Statistic Monthly*. Aug. 2001, BOJ.

Após esse choque, finalmente a bolha estourou e com ela uma queda sistemática e pronunciada do índice Nikkei. No dia 2 de abril de 1990 o índice havia se reduzido para 28.002 chegando a 20.221 no dia 1º de outubro para se sustentar abaixo desse nível em 1992. Essa queda repentina do mercado acionário acabou deixando muitas empresas e famílias ilíquidas já que elas haviam se endividado para investir em ações porque o mercado se encontrava em alta.

### **Medidas iniciais de ajuste após o impacto da bolha:**

O impacto da bolha especulativa gerou várias conseqüências, sendo a mais evidente delas a de termos mergulhado a partir de 1992, na pior recessão dos últimos tempos.

Como a forma de enfrentar o problema, as autoridades começaram a utilizar tanto a política fiscal quanto a política monetária como estímulo a demanda interna e conseqüentemente ao processo de crescimento. Em termos de política fiscal promoveu-se a redução do imposto de renda e o aumento do orçamento destinado às obras públicas. O que por fim acabaria aumentando o déficit público federal.

Outra saída para contornar o ajuste recessivo foi o aumento do superávit externo japonês, tanto em termos comerciais quanto em conta corrente. Com a retração da economia doméstica, os superávits voltaram, agora não só em relação aos EUA mas também em relação ao sudeste asiático que acabou se tornando um novo mercado extremamente atraente para as exportações japonesas e com o aumento potencial de investimento das empresas nipônicas nessa região.

Uma outra herança deixada pelo “estouro da bolha” é a existência atual de grandes quantidades de non-performing loans (créditos podres, insolventes). Como resultado da desvalorização de imóveis e ações, as empresas que estavam em posição especulativa passaram a apresentar prejuízos patrimoniais. E as garantias dadas ao crédito bancário acabaram perdendo valor de mercado, gerando volumes crescentes de non-performing loans. Podemos lembrar inclusive que os empréstimos concedidos na época da bolha foram muitos. Logo, podemos chegar a conclusão de que os bancos assim como as securities companies (que dava aos seus clientes garantias contra eventuais prejuízos) foram negativamente afetados.

Para contornar o problema do grande volume existente de non-performing loans, os grandes bancos vêm utilizando a CCPC (Companhia de Aquisição de Crédito Cooperativo) que é em acordo com o Governo japonês e serve para permitir que as instituições tenham vantagens fiscais e “limpem” seus balanços. A CCPC foi criada em 1993 com o objetivo de adquirir com desconto os créditos já irrecuperáveis, ou seja, permitir que os bancos associados retirem de seus balanços ativos podres em troca de empréstimo à CCPC. Na prática, trata-se de uma operação meramente contábil. Além da CCPC, os bancos têm realizado também reavaliações patrimoniais.

Mas a maneira mais freqüente de enfrentar a crise tem sido “fechar os olhos”. Os órgãos de fiscalização aceitam balanços que sabem que não se refletem com a realidade. Para as instituições de grande porte, essa atitude tem gerado resultados satisfatórios e com a esperança de que com o tempo, os bancos consigam reestruturar positivamente suas posições. Mas muitos desses bancos possuem uma rede internacional e as autoridades bancárias de outros países acabam se mostrando contrária a essa atitude e acabam denunciando fraudes encontrados na contabilidade dos bancos, como foi no caso, por exemplo, do Banco Daiwa.

Uma outra solução nos período de crise tem sido a fusão não só entre as empresas mas também entre os bancos. Inicialmente, as instituições de pequeno porte procuravam pelas fusões com estabelecimentos maiores, mas até mesmo os maiores bancos do Japão acabaram por fim se juntando e se tornando os primeiros maiores bancos do mundo.

Como uma forma de aumentar a liquidez do mercado e assim ativar a economia (apesar da grande quantidade de non-performing loans existentes no mercado), o Bank of Japan tem reduzido a taxa de redesconto sucessivamente até chegar a 0,5% em setembro de 1995. Mas sabemos de antemão que só o uso deste instrumento não será suficiente para

tirar o Japão da crise de recessão porque ele não se encontra na verdade numa simples crise do capitalismo, mas sim, numa armadilha, o que o Keynes havia previsto como sendo a Armadilha de Liquidez que veremos a seguir.

### ***III - Ilustração macroeconômica da crise: a Armadilha de Liquidez***

#### ***3.1 - Modelo inicial***

Para que possamos compreender a questão da Armadilha de Liquidez, aplicada ao caso da economia japonesa, utilizaremos a análise desenvolvida por Krugman (Japan's trap) através de um modelo simples, utilizando a relação entre os 4 principais agregados macroeconômicos: produto, oferta de moeda, taxa de juros e o nível de preço. Neste modelo simples, não estaremos considerando aspectos distributivos, assim o produto será dado e a demanda por moeda ocorre quando as pessoas necessitam de dinheiro para a compra de bens.

Os indivíduos maximizam as suas utilidades esperadas além do horizonte infinito (enquanto a forma particular da função utilidade não for importante, por conveniência utilizaremos o logaritmo):

$$U = \ln(c_1) + D \ln(c_2) + D^2 \ln(c_3) + \dots$$

Onde  $c_t$  é o consumo no período  $t$ ,  $D < 1$  é a taxa de desconto. Além disso, em cada período os indivíduos recebem um "endowment" (doação)  $y_t$ .

Embora acredite que essa possa ser uma economia normal, os indivíduos não podem simplesmente consumir sua própria doação. Eles têm que consumir também uma parte das outras pessoas. Mas para adquirir bens, precisa-se de dinheiro para comprá-los. No começo de cada período, os indivíduos podem ter a escolha de trocar a moeda por títulos com a taxa de juros nominal  $i_t$  no mercado financeiro. O consumo durante o período é então restrito pela moeda que surge dessa troca: o valor nominal de consumo  $P_t c_t$  não pode exceder a posse de moeda  $M_t$  ( $P_t c_t \leq M_t$ ). Quando termina o período em questão, cada indivíduo consome o que deseja e recebe o valor referente à venda de sua doação. Pode haver também uma transferência positiva ou negativa do Governo através do "lump-sum").<sup>3</sup>

Cabe ao Governo criar ou destruir a moeda através das operações no "open-market" em cada período, ou seja, o Governo compra e vende títulos no mercado financeiro. É papel do Governo também de fazer transferências e coletar impostos, e ele deve obedecer a

---

<sup>3</sup> Lump-sum é imposto ou subsídio de montante fixo. Se for um imposto, isso significa que o Governo se apropria de uma quantidade fixa de dinheiro. Então um imposto fixo faz com que a reta orçamentária do consumidor se desloque para dentro em virtude da redução da renda monetária. Similarmente, um subsídio de montante fixo faz com que a reta orçamentária se desloque para fora. *Varian, Hal R.*

sua própria restrição orçamentária intertemporal que leva em consideração qualquer “senhoriagem” resultante do aumento de oferta monetária no decorrer do tempo.

Para que possamos analisar esse modelo, em geral, é necessário especificar de forma cuidadosa as restrições orçamentárias dos indivíduos e do Governo e suas escolhas intertemporais. Entretanto, se assumirmos formas simplificadas desse modelo, ele poderá ser derivado praticamente sem o uso da álgebra.

Vamos assumir que do 2º período em diante o produto (e também o consumo) manterá constante no nível  $y^*$  e o Governo também manterá a oferta de moeda no nível  $M^*$ . Podemos então estimar a solução para o 2º período: o nível de preços se manterá constante em  $P^* = M^*/y^*$  e a taxa de juros estará constante na razão  $i^* = (1-D)/D$ . Assim, afirmaremos que de fato há um equilíbrio no sistema econômico quando, um aumento da taxa de juros real é igual à razão da utilidade marginal em 2 sucessivos períodos. Até porque, se a taxa de juros nominal for positiva os indivíduos só demandarão a quantidade de moeda necessária para o seu consumo.

Porém, como o 2º período já está determinado, todas as ações determinam o nível de preços e a taxa de juros no 1º período. Tentaremos então representar o 1º período:

1) Nossa primeira relação vem do lado monetário. Em circunstâncias normais – isto é, quando a taxa de juros nominal é positiva – as pessoas não demandam mais moeda do que o necessário para o consumo, estabelecendo, portanto, a seguinte restrição:

$$Pc = Py = M; \text{ logo } P = M / y$$

Então, em circunstâncias normais existe uma relação simples e proporcional entre a oferta monetária e o nível de preços.

2) A segunda relação vem da escolha intertemporal. Se o indivíduo deixar de gastar 1 yen a menos no 1º período, estaria deixando de consumir  $1/P$  unidades de consumo neste 1º período, mas permitirá ao indivíduo consumir  $(1+i)/P^*$  de unidade adicional no 2º período. No ponto ótimo, essa troca deve deixá-lo indiferente entre o consumo atual e o futuro. Mas a utilidade marginal ( $U_{mg}$ ) de consumo no 1º período, assumindo a Função Utilidade dada ( $U$ ) é  $1/c$ ; e  $U_{mg}$  no 2º período é  $D/c^*$ . Podemos lembrar que numa economia onde as pessoas tendem a esperar por deflação, no segundo período temos o fator de desconto. Então devemos ter:

$$c/c^* = D^{-1}(P^*/P) / (1+i) \text{ ou então,}$$

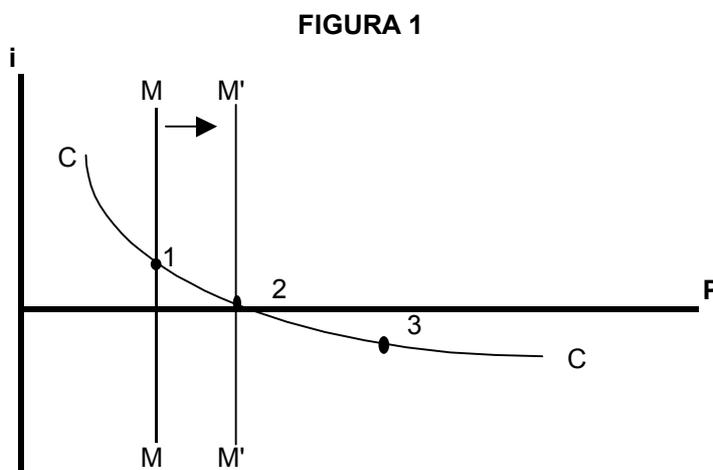
$$1+i = D^{-1}(c^*/c)(P^*/P)$$

Ou finalmente, o consumo deve ser igual ao produto em cada período:

$$(1+i) = D^{-1}(y^*/y)(P^*/P)$$

Essa equação nos mostra que quanto maior o nível do preço corrente, menor vai ser a taxa de juros nominal. A maneira mais fácil de se pensar sobre isso é dizer que existe um Equilíbrio na Taxa de Juros Real,  $D^{-1}(y^*/y) - 1$ , em que a economia chegará independente do comportamento dos preços nominais. Já que o nível de preços futuro  $P^*$  é visto como sendo fixo, qualquer aumento no nível corrente acaba criando expectativa de deflação, portanto, o aumento do  $P$  significa  $i$  menor.

Duas relações são mostradas na FIG 1 a seguir como MM e CC respectivamente.



Fonte: Paul Krugman; Japan's trap.

No ponto 1 a interseção das curvas determina simultaneamente a taxa de juros e o nível de preço. Um aumento da oferta monetária no caso deslocaria a curva MM para à direita e aumentaria o nível de preços, diminuindo a taxa nominal (mas não a real) de juros.

### 3.2 - Quando a moeda se torna irrelevante

Acabamos de ver um caso normal no funcionamento do mundo macroeconômico e agora seguiremos com um caso atípico.

Suponhamos que a economia se inicia em equilíbrio no ponto 1 da FIG 1 e imagine que uma operação de open-market aumenta a oferta monetária no 1º período. Inicialmente, essa operação irá aumentar o nível de preços e reduzir a taxa de juros. Essa expansão monetária conduzirá a economia para o ponto 2 da FIG 1. Mas o que acontecerá afinal se a expansão monetária levar a economia para o ponto 3 de interseção MM com CC onde a taxa de juros nominal é negativa?

A resposta é clara de que a taxa de juros não pode ser negativa porque a moeda não pode “dominar” os títulos e outros ativos. O que acontece é que qualquer aumento da oferta monetária que empurre a taxa de juros para “além de zero” é simplesmente substituído por títulos com a taxa de juros zero, ou seja, a moeda e títulos se tornam substitutos perfeitos. Portanto, nesse caso, a curva MM se torna irrelevante e a economia se situa no ponto 2 não importando o quanto aumente a oferta de moeda.

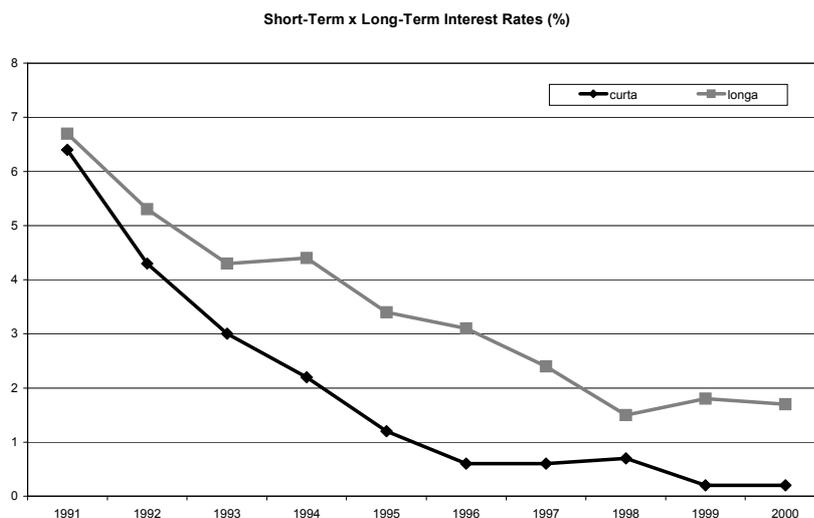
Podemos enfatizar aqui que a taxa de juros no ponto 2 é zero somente nos títulos de um período, mas poderá não ser zero nos títulos de Longo Prazo como por exemplo, os “consols”.<sup>4</sup> Isso é importante ao mapearmos a situação do Japão atual ou dos EUA durante a época da depressão de 30.

AS TAXAS LONGAS SÃO POSITIVAS MAS AS CURTAS, DE FATO, SÃO BEM PERTOS DE ZERO.<sup>5</sup>

A realidade nos mostra este fato, como podemos ver através do gráfico a seguir as taxas de juros longa e curta no Japão.

<sup>4</sup> **Consol** é um título perpétuo sem data de vencimento e sem repagamento do principal, fazendo pagamentos periódicos fixos de cupom.

<sup>5</sup> A taxa longa é a média das taxas curtas mais o prêmio de risco:  $i_{nt} = i_t + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + \dots + i_{t+(n-1)}^e + k_{nt}$  levando em consideração o fato de que o prêmio de risco no Japão é relativamente pequeno.



Fonte: elaboração própria, a partir de dados do OECD Economic Outlook.

Uma boa maneira de se pensar quanto à irrelevância da moeda é lembrarmos de que a oferta de moeda e o nível de preços no Longo Prazo é fixado em  $M^*$  e  $P^*$  respectivamente. Então, quando o BC aumenta a oferta monetária corrente, haverá uma expectativa de queda na razão do crescimento monetário  $M^*/M$ , assim como, um aumento no nível de preço corrente leva a uma expectativa de queda na razão da inflação esperada  $P^*/P$ . Normalmente, no cenário econômico onde existe a deflação, como no caso japonês, não há incerteza sobre o futuro e as pessoas continuam esperando uma deflação cada vez maior, ao contrário de um cenário onde se costuma predominar a inflação.

Digamos que o BC tente impor uma taxa de deflação, ou seja, que ele aplique uma oferta monetária mais expansiva no período corrente ( $M$ ) em relação a oferta futura ( $M^*$ ). O que acontecerá é que a economia deixará de ser restrita a moeda e qualquer excesso de moeda não terá efeito: a taxa de deflação será máxima consistente com a taxa de juros nominal em zero.

Mas por que o BC tenta impor uma taxa de deflação demasiada?

Suponhamos que o BC queira a taxa de juros real negativa e que a economia “precisa” de inflação, e que ele tenta alcançar estabilidade de preço com a taxa de juros nominal em zero e com excesso de posse de moeda.

O mercado que espera a taxa de juros real negativa requer a  $U_{mg\ consumo_2} > U_{mg\ consumo_1}$ . Mas mesmo com a expectativa de aumento do consumo neste contexto da taxa

real de juros negativa, a produção futura esperada da economia é menor do que a produção corrente. ( $U_{mg} c_2 > U_{mg} c_1$ ;  $y^* < y$ ).

Assumindo então a função utilidade, a taxa de juros real é negativa se

$$y/y^* > 1/D$$

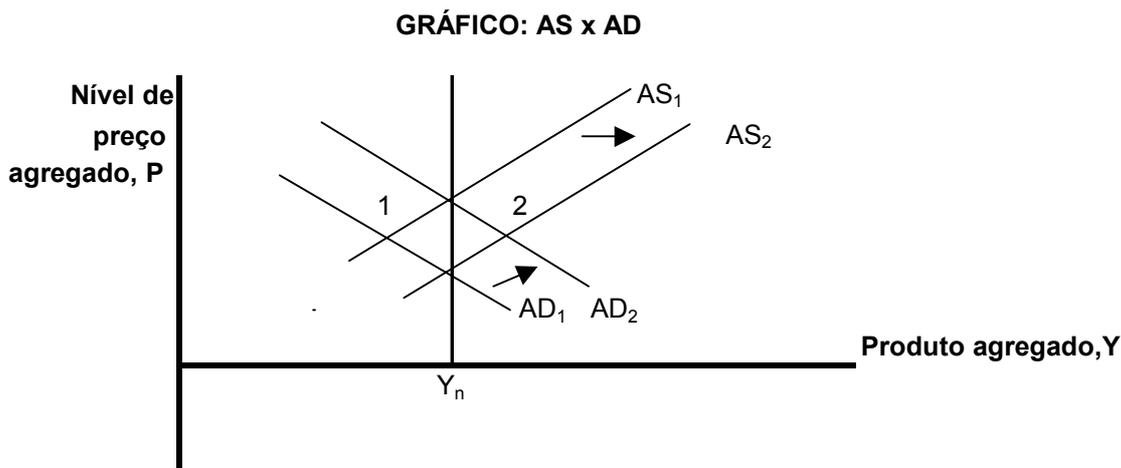
Essa condição pode parecer peculiar já que geralmente achamos que a economia cresce e não que haja uma recessão, mas no caso japonês, essas condições são satisfeitas.

O que acontece é que a economia tenta se deflacionar agora com o intuito de promover uma inflação mais tarde, isto é, se a oferta de moeda atual é maior se comparada a oferta futura onde a taxa de juros nominal é zero, a taxa de juros real precisa ser negativa e o P cai em relação ao P\*. Essa queda ocorrerá mesmo com o aumento de oferta monetária corrente porque qualquer excesso de moeda, neste caso, será poupado sem gerar incentivos no consumo.

Introduzido este fato, agora seguiremos com a explicação sobre a Armadilha de Liquidez.

### ***3.3 - A Armadilha de Liquidez***

Antes de iniciarmos a explicação sobre a Armadilha de Liquidez, podemos lembrar a visão keynesiana sobre a oferta monetária. Seguindo a análise de Mishkin (Moedas, Bancos e Mercados Financeiros) as mudanças na oferta de moeda deslocam a curva de Demanda Agregada (DA). Para um dado nível de preços, um aumento na oferta de moeda aumenta a oferta de moeda real (M/P) o que leva a um aumento na DA. Portanto, um aumento na oferta de moeda desloca a curva de DA para a direita porque reduz as taxas de juros e estimula os gastos em investimento planejado e as exportações líquidas. Assim, como uma queda na oferta de moeda desloca a curva de DA para a esquerda.

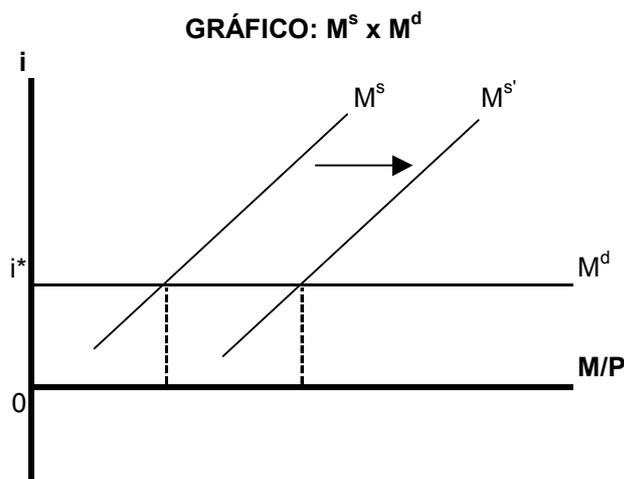


Fonte: Frederic Mishkin; Moedas, Bancos e Mercados Financeiros.

Os keynesianos acreditam que outros fatores (como a manipulação dos gastos governamentais e de impostos; mudanças nas exportações líquidas, no gasto do consumidor e das empresas) podem ser causas importantes no deslocamento da curva de DA. Por exemplo, se houver um aumento no gasto do Governo, aumento das exportações líquidas ou redução nos impostos governamentais, a demanda agregada sobe e desloca a curva para a direita. Ou então, se o otimismo dos consumidores e das empresas aumentarem, os gastos do consumidor e em investimento planejado aumentam, o que mais uma vez deslocaria a curva de DA para a direita. Keynes definiu essas ondas de otimismo e de pessimismo como “instinto animal” e as considerou um fator importante que influencia a curva de DA, bem como uma importante fonte causadora das flutuações do ciclo econômico.

Mas apesar da análise keynesiana permitir que fatores além da mudança na oferta de moeda (como política fiscal e os choques de oferta) afetem as curvas de demanda e de oferta agregadas, considera a inflação como sendo um fenômeno monetário.

A evidência empírica nos diz que quanto mais a demanda por moeda for sensível a taxa de juros, a ligação entre a oferta de moeda e o gasto agregado será menos evidente. O caso extremo de ultra sensibilidade da moeda às taxas de juros é o caso da Armadilha de Liquidez, na qual a política monetária não produz efeito sobre o gasto agregado porque uma mudança na oferta de moeda não afeta às taxas de juros. Se a demanda por moeda é ultra sensível às taxas de juros, uma mudança ínfima nas taxas de juros produz uma mudança muito grande na quantidade de moeda demandada.



Fonte: Frederic Mishkin; Moeda, Bancos e Mercados Financeiros.

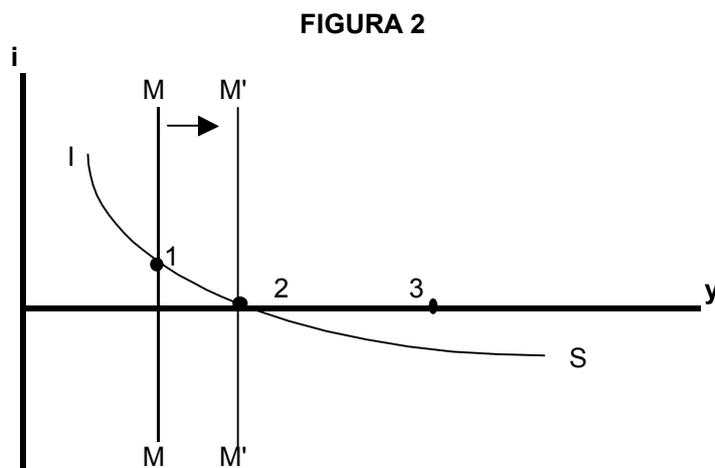
Portanto, como podemos observar no gráfico, a demanda por moeda é completamente horizontal e uma mudança na oferta de moeda somente desloca a curva de oferta sobre a própria curva de demanda, deixando a sua posição e a taxa de juros sem modificações.

Voltando agora para a análise do Krugman quanto a Armadilha de Liquidez, suponhamos que o bem de consumo é produzido, com a máxima capacidade produtiva  $y^F$  no período 1, ao em vez de simplesmente ser determinado. E suponha também que essa capacidade produtiva não precisa estar em pleno emprego. Em particular, assumiremos que o nível de preços no período 1 é predeterminado e a economia adquire o “espírito keynesiano” onde a política monetária pode afetar o produto (no período 2 o produto continuará sendo assumido como  $y^*$ ).

Nesse mundo de preços rígidos, o nível de consumo e de produto devem ser iguais, mas agora o produto se ajusta ao consumo em vez do contrário. Dada a função utilidade anterior e assumindo que o consumo será  $y^*$  no 2º período, podemos escrever a expressão para o consumo real corrente onde a “curva IS” determina o produto real corrente:

$$C = y = D^{-1}y^*(P^*/P)(1+i)$$

A Fig. 2 ilustra a determinação conjunta da taxa de juros e do produto neste caso. A curva IS mostra como o produto será determinado pela demanda por consumo, acompanhando a queda na taxa de juros (onde  $y = M/P$ ).

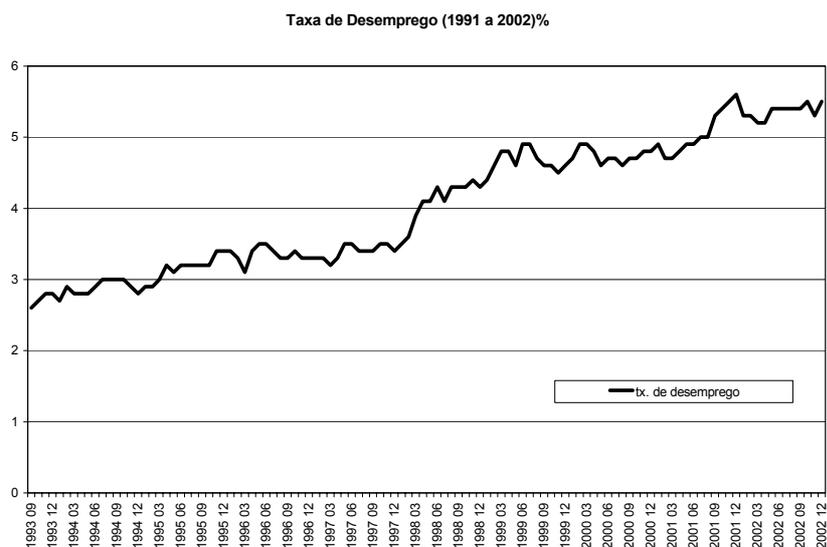


Fonte: Paul Krugman; Japan's trap.

Aumentando a oferta monetária, podemos aumentar o produto até o ponto 2, mesmo que a capacidade produtiva se encontre no ponto 3, por ex. Isso ocorre devido ao mesmo argumento da Fig. 1: a taxa de juros nominal não pode vir a ser negativa, logo, qualquer aumento na oferta de moeda que empurre a taxa de juros para além de zero será substituído por títulos sem causar efeito no gasto. Portanto, nenhuma operação no open-market, independente do seu tamanho, pode levar a economia para o pleno emprego. Resumindo, a economia se encontra na Armadilha de Liquidez clássica.

### **Mas, sob que condições a Armadilha de Liquidez pode ocorrer?**

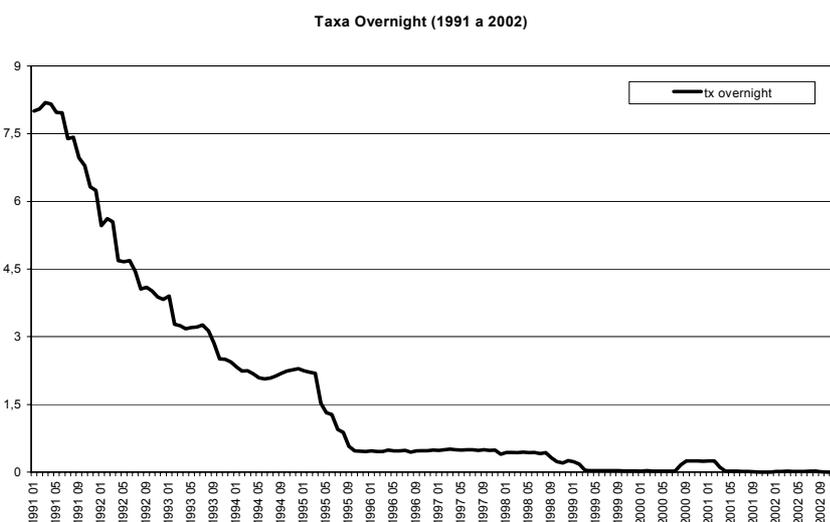
Uma possibilidade é o  $P$  ser maior que o  $P^*$ , ou seja, as pessoas esperam deflação no qual até mesmo uma taxa nominal zero é considerada uma taxa real alta. Como observamos anteriormente nos modelos, por não haver incerteza na economia, as pessoas esperam deflação ao em vez de inflação e a função utilidade apresenta o fator de desconto futuro. A outra possibilidade, dita em uma linguagem macroeconômica, é se as pessoas têm baixas expectativas sobre suas rendas futuras (desemprego), então, mesmo com a taxa de juros em zero, elas podem querer poupar mais do que a economia pode absorver. E neste caso não importa o que o BC faça com a oferta de moeda corrente, pois essa não poderá impactar a economia o suficiente para restaurar o pleno emprego.



Fonte: elaboração própria, a partir de dados do IPEA DATA.

### Mas e o Japão, ele se encontra na Armadilha de Liquidez?

A economia se encontra na Armadilha de Liquidez se a Demanda Agregada cai consistentemente em termos da capacidade de produção com a taxa de juros nominal de Curto Prazo em zero. Podemos demonstrar através dos dados empíricos que a taxa de juros nominal japonesa realmente aproxima-se de zero.

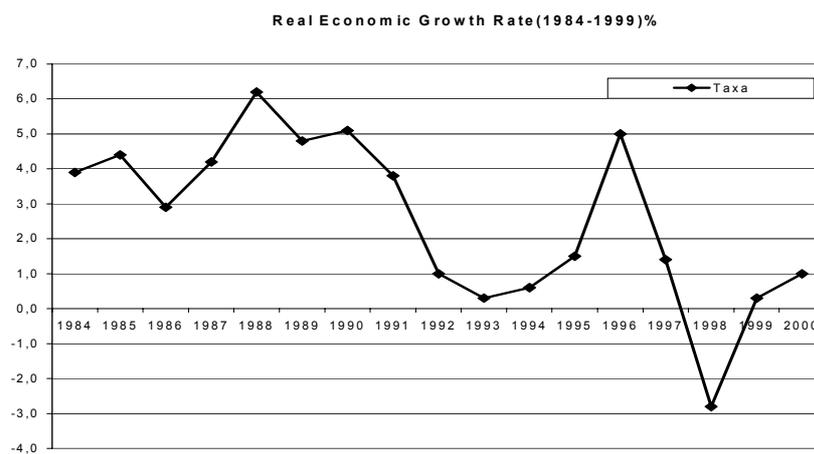


Fonte: elaboração própria, a partir de dados do IPEA DATA.

A economia também parece estar operando bem abaixo da capacidade. A estimativa do crescimento econômico é modesta devido a falta de crescimento da economia desde 1991.

#### Taxa real de crescimento econômico(1984-2000)%

	Taxa
1984	3,9
1985	4,4
1986	2,9
1987	4,2
1988	6,2
1989	4,8
1990	5,1
1991	3,8
1992	1,0
1993	0,3
1994	0,6
1995	1,5
1996	5,0
1997	1,4
1998	-2,8
1999	0,3
2000	1,0



Fonte: elaboração própria, a partir de dados de OECD Economic Outlook, June 2001.

### **Se o Japão está na Armadilha de Liquidez, então por que?**

Nos modelos vistos anteriormente, a Armadilha de Liquidez surgirá somente se a capacidade de produção futura é realmente menor do que a capacidade atual. Então podemos perguntar por que se esperar que a capacidade futura do Japão vai ser relativamente menor se comparada com a de hoje?

A resposta clara é a demografia. A combinação da taxa de nascimento decrescente japonês com a falta de imigração aparente significa uma diminuição ao em vez do crescimento da força de trabalho. Na ausência de crescimento da produção, o produto potencial ( $y^*$  no modelo) pode realmente ser menor do que a capacidade atual, fora que a força de trabalho devido a sua composição inconstante cairá mais rápido do que a população. Portanto, a capacidade da produção per capita pode ser realmente menor em algum tempo futuro do que hoje. E este fato acaba também contribuindo para uma das principais características que o Japão apresenta. Um alto índice de poupança, onde os consumidores cada vez mais cautelosos acabam poupando para a sua aposentadoria. No caso peculiar japonês, temos que levar em consideração ainda este fato: um aumento na oferta monetária ao em vez de levarem as pessoas ao aumento do consumo, pode estar incentivando-as a pouparem mais.

O fato da necessidade da taxa de juros real negativa pode ser fortalecido se considerada a heterogeneidade entre os indivíduos e a existência de mercado de capitais imperfeitos. Algumas pessoas esperam que a sua renda futura seja maior enquanto que as outras, menor. No mercado de capitais perfeito, aqueles que esperam que a sua renda cresça teriam tendência de não poupar. Mas digamos que isso seja um caso raro, ou seja, que os empréstimos sejam difíceis, então, aqueles que esperam que a sua renda cresça não contribuirão tanto para a demanda de empréstimos tanto quanto aqueles que esperam que a sua renda caia e o equilíbrio da taxa de juros real será menor do que teria sido num mercado de capitais mais eficiente. A questão aqui não é de argumentarmos de que o mercado de capital japonês é ineficiente, mas sim de mostrarmos que a capacidade agregada não necessariamente precisa estar caindo a fim de obter um taxa de juros real negativo. Mas é verdade que existem algumas peculiaridades institucionais japonesas, como o pouco uso do cartão de crédito e pagamentos iniciais (atamakin) elevados necessárias para adquirir imóveis caros, que podem ter contribuído para agravar o problema.

Saindo do modelo formal, a expectativa por uma Armadilha de Liquidez também depende da demanda por investimento. Novamente a demografia passa a ter um papel importante: a expectativa de declínio da força de trabalho reduz o “Retorno Esperado dos Investimentos” e problemas institucionais como do sistema bancário podem também levar a restrição de crédito e assim impedir o investimento. Muitas empresas estão deixando de investir por esperarem um encolhimento do mercado. E muitas firmas podem ainda se encontrar financeiramente restritas pelo débito do passado o que as impediria de investir tanto quanto gostariam.

<b>Tabela comparativa entre os países desenvolvidos:</b>							
<b>Old-age dependency ratios: comparative projections<sup>1</sup></b>							
	Canada	France	Germany	Italy	United Kingdom	United States	Japan
2000	20	28	25	28	27	21	27
2025	36	41	36	43	36	33	47
<b>General government finances, 1999</b> (percent of GDP)							
	Canada	France	Germany	Italy	United Kingdom	United States	Japan
Actual balance	2.8	-1.8	-0.7 <sup>2</sup>	-1.9	0.3	0.01 <sup>2</sup>	-9.21 <sup>2</sup>
Structural balance	3.3	-0.8	-0.7 <sup>2</sup>	-0.5	0.1	0.21 <sup>2</sup>	-8.11 <sup>2</sup>
Gross debt	88.1	58.6	61.1	114.9	44.8	62.4	125.4
Net debt	56.7	49.0	52.4	108.8	39.0	50.6	38.1
Net debt, excluding social security <sup>3</sup>	...	...	53.1	...	...	59.1	87.9

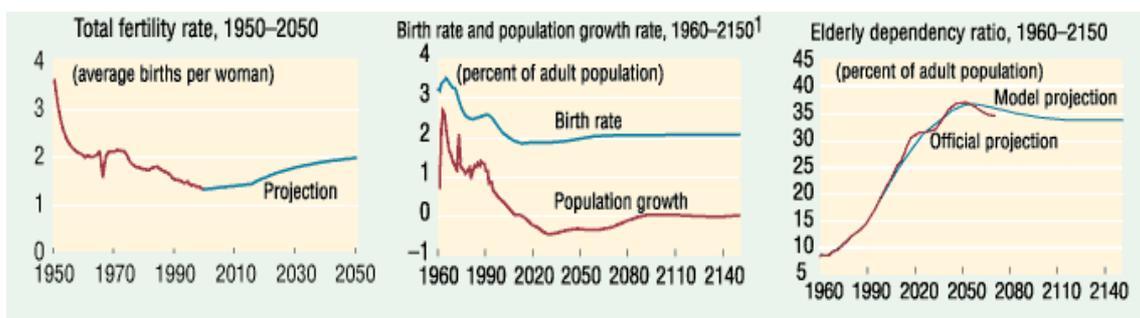
Source for Table: United Nations, 1996, *World Population Prospects 1950-2050* (New York).

<sup>1</sup>Number of elderly (65 years and older) as a percentage of the working-age population (20-64 years).

<sup>2</sup>Excluding social security.

<sup>3</sup>... denotes data not available.

#### Japan: demographic trends



No geral, é mais fácil alegarmos que o Japão realmente se encontra na Armadilha de Liquidez do que darmos explicações convincentes do porque. A demografia seria uma das razões mais importantes. Outras razões estruturais que são citadas, porém, acabam não explicando o porquê da demanda ser inapropriada. O que sabemos é que num cenário em que existe a recessão e deflação, uma onda de pessimismo acaba levando a economia para um efeito “bola de neve”, onde as expectativas quanto ao futuro é de que haja uma continuidade de recessão e de deflação. Para sairmos desse ciclo vicioso é necessário, então, que o Governo e o Bank of Japan mostrem-se capazes de criar expectativas futuras na economia, ou mesmo incerteza, para que o Japão possa finalmente virar o jogo e criar novas tendências para a economia.

### ***3.4 - O excesso de conservadorismo e a Armadilha***

Podemos observar agora as características da política monetária japonesa através do estudo feito pela carta Galanto de dezembro de 2002, escritos pelo Thomas Yen Han Wu e o Dionísio Dias Carneiro.

Estimando os parâmetros da equação (1) e (2) a seguir, oriundos da Regra de Taylor, com dados trimestrais dos últimos 15 anos desde 1986 para a economia japonesa acabou revelando um alto grau de conservadorismo do Bank of Japan:

$$(1) i^*_t = \alpha \pi_t + \beta h_t$$

onde:  $i^*_t$  é a taxa de juros nominal ótima;

$\pi_t$  é a taxa de inflação;

$h_t$  é o hiato do produto.

$$(2) i_t = \rho i_{t-1} + (1-\rho) i^*_t ;$$

onde:  $i_t$  é a taxa de juros nominal efetiva;

$i^*_t$  é a taxa de juros nominal ótima.

Regressão: Regra de juros para o Japão (trimestral):<sup>6</sup>

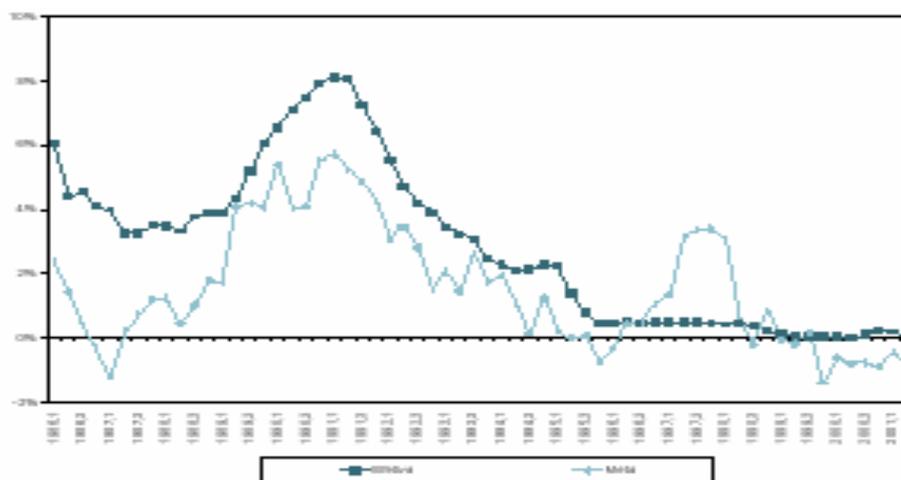
Período Amostral: 1986.1 a 2001.2

Taxa de juros meta:  $i^*_t = 1,44 \pi_t - 0,94 h_t$ ;

Taxa de juros suavizada:  $i_t = 0,92 i_{t-1} + 0,08 i^*_t$ ;  $R^2 = 97,6\%$

A partir do início dos anos 90, quando atingiu-se a crise após o colapso da bolha, o Japão viu-se diante de um forte choque de demanda e de caráter permanente. A resposta imediata foi a contração do nível de atividade e em seguida uma redução para a meta da taxa de juros. Sendo a taxa de juros efetiva uma média ponderada entre a taxa de juros do período anterior e a nova meta, significava que a taxa de juros efetiva permanecia acima da taxa ótima comparável com a estabilização. Mas com a tendência cada vez maior de uma recessão contínua, a meta para a taxa de juros do período seguinte deveria ser menor do que a do período anterior o que implicava que a taxa de juros efetiva mesmo tendo diminuído teria que ser mantida superior à taxa de juros ótima.

### Taxa de Juros Efetiva e Meta (em % a.a):



Fonte de Dados: IBGE e Galanto Consultoria

Legenda: Linha em preto => taxa de juros efetiva

Linha em cinza => meta

<sup>6</sup> Estimou-se a forma reduzida dada pela substituição da meta da taxa de juros na equação (2) pela equação (1). Uma vez obtidos os parâmetros da forma reduzida, calculam-se os parâmetros da forma estrutural a partir das relações entre os coeficientes dados pelo sistema. A consistência dos estimadores da forma estrutural são garantidos pelo alto número de observações. *Thomas Yen Hon Wu e Dionísio Dias Carneiro*

Estimando-se essa regressão, foi possível chegar a conclusão de que ao longo da primeira metade da década de 90 a taxa de juros permaneceu superior à meta o que fazia com que a taxa efetiva fosse maior do que a taxa de juros compatível com a estabilização do nível de atividade, tornando a aprofundar a recessão e exigindo uma meta para taxa de juros cada vez menor.

Já vimos anteriormente que a taxa de juros nominal negativa faz sentido econômico mas que se a meta da taxa de juros se tornar negativa, a tendência natural é que a economia entre em uma espiral permanente de recessão-deflação (Armadilha de Liquidez).

Um Banco Central que apresenta um caráter conservador, normalmente reage à conjuntura macroeconômica apresentando alto grau de inércia nas taxas de juros. A partir do momento em que as mensurações do nível de preços e do nível de atividade apresentam defasagens, assim como à incapacidade de distinguir entre choques permanentes ou temporários, os Bancos Centrais costumam suavizar a trajetória da taxa de juros a um novo patamar, isto é, uma redução, por exemplo, permanente da taxa de juros ocorre de fração em fração, ao longo de vários períodos de tempo (podemos observar essa tendência na figura ilustrada a cima) ao invés de aplicar todo o corte em um único período. O que sabemos é que no caso em que o choque é temporário, o conservadorismo na condução da política monetária pode ser benéfica, mas no caso de um choque permanente, pode ser nocivo. No caso japonês, podemos ver que o conservadorismo foi nocivo à economia porque o choque que atingiu a economia japonesa e a meta para taxa de juros compatível com a estabilização é um choque permanente e profundo.

Através da tabela a seguir podemos observar comparativamente entre alguns países o perfil do crescimento da oferta monetária.

**Tabela comparativa das taxas anuais de crescimento da oferta monetária (M<sub>2</sub>)(%)**

	Japão	EUA	Inglaterra	Alemanha	França
1991	3,6	3,2	1,7	6,4	-0,9
1992	0,6	1,7	6,3	7,9	1,3
1993	1,1	1,4	6,4	11,6	3,8
1994	2,1	1,4	4,5	1,6	1,8
1995	3,2	2,1	9,9	3,6	4,6
1996	3,3	4,8	9,5	8,7	1,8
1997	3,1	4,9	11,9	3,6	5,1
1998	4,0	7,4	8,3	7,4	4,0
1999	3,6	7,5	4,1	6,1	6,1
2000	2,1	6,1	8,3	4,8	4,8

Fonte: Comparative Economic and Financial Statistics 2001, *Financial and Economic Statistic Monthly*. Aug.2001, BOJ.

#### *IV - Os desafios do Governo japonês perante a crise*

##### *4.1 - O que poderia ser feito no caso japonês*

Vamos levar em consideração agora as opiniões do Krugman em relação a 3 saídas básicas que existem para a economia japonesa, analisando os aspectos positivos e negativos que essas políticas podem causar e seus prováveis efeitos na economia.

**1– Reforma Estrutural** – todos concordam que o Japão precisa de Reforma Estrutural tais como a reforma bancária, desregulamentação do setor de serviços, reforma nas finanças corporativas e assim em diante. Mas ao mesmo tempo que essas medidas podem aumentar a eficiência microeconômica da economia, não sabemos se ajudarão a recuperá-la. Como observamos na FIG 2 da situação da Armadilha de Liquidez, as medidas políticas que fazem o  $y^F$  crescer que puxam a economia para à direita como no ponto 3, acabam não gerando nenhum benefício se estiver presa ao ponto 2. As medidas que vão fazer a capacidade da oferta do Japão crescer não ajudarão a situação se continuarem a deixar a demanda onde se encontra. Uma situação em que há melhora na eficiência mas que o desemprego aumenta, só pode significar que a economia ainda se encontra numa situação ruim. Portanto, para ajudar na situação atual, uma Reforma Estrutural deve ser de tal forma que induza as pessoas a gastarem mais. E isso poderia ocorrer de várias formas tais como: um setor financeiro reformulado que possa dar mais empréstimos a pessoas físicas e jurídicas que atualmente se encontram restritas aos créditos, uma reforma concebida que possa gerar uma receita futura que possa incentivar um maior gasto atual, etc...

Ainda há críticas quanto à relevância dada às reformas<sup>7</sup> como, por exemplo, a reforma bancária e a idéia de que o baixo volume de investimento japonês era devido a presença de bancos não suficientemente capitalizados que não ofereciam os créditos adequados às empresas. Essa crítica era afirmada devido a três motivos:

1) O Japão nunca sofreu nada parecido com uma corrida bancária. E enquanto os bancos não suficientemente capitalizados não encontrarem problemas em manter os seus clientes, a lógica econômica sugere que eles devem estar concedendo bem os empréstimos.

2) Não existe nenhuma evidência de que uma estagnação prolongada anterior a 1997 tenha sido pela presença das instituições financeiras inapropriadas.

---

<sup>7</sup> ver Japan: still trapped.

3) O aperto de capital nos últimos anos que acabou levantando reclamações sobre as restrições de crédito, teve como resposta bancos agindo mais apropriadamente.

É possível que a recapitalização dos bancos melhore os recentes apertos de créditos. Mas devemos lembrar que ao contrário da oferta, as respostas quanto à “como poderá aumentar a demanda ? ” são normalmente um tanto vagas. E é difícil acreditar que mesmo uma reforma radical que aumente o investimento seria o suficiente para retirar a economia da Armadilha de Liquidez.

**2– Política Fiscal** – A visão clássica keynesiana da Armadilha de Liquidez demonstra que sob algumas circunstâncias a política monetária é ineficaz e que a expansão fiscal pode ser a única resposta. Embora a estrutura aqui seja diferente quanto a implicações em relação a política monetária, expansão fiscal pode funcionar. Um aumento nos gastos do Governo através da compra de produtos e serviços no 1º período, por exemplo, compensaria em parte a despesa do consumo privado e poderia de fato aumentar a demanda e o produto.

Mas mesmo que essa política pudesse funcionar, seria o indicado para o caso japonês? Ultimamente o Japão andou aumentando os gastos públicos extensivamente mas que acabaram fracassando na tentativa de estimular a economia. Muitos desses gastos eram notadamente improdutivos: pontes instalados em lugares de pouco acesso, aeroporto usado por poucas pessoas etc. Como já vimos anteriormente, o problema dessa economia é a demanda e não a oferta, mas mesmo os gastos restritos ou desnecessários ainda continuam tendo a sua importância. A expansão fiscal na maioria dos casos, sempre consegue fazer com que a economia cresça. Mas o ponto mais importante que deva ser destacado sobre a política fiscal no Japão é que ela está quase no seu limite...

Nos últimos 7 anos, o Japão tem vivido com um déficit fiscal crescente. Mesmo assim, isso não foi suficiente para acabar com o hiato entre a poupança e o investimento. Mas o quanto da expansão fiscal o Japão conseguiria agüentar?

Entre 1991 e 1996, o orçamento consolidado do Japão foi um superávit de 2,9% do PIB para o déficit de 4,3%. Apesar disso, a economia japonesa foi vista como uma economia com uma grande capacidade de crescimento. Alarmado por uma situação fiscal no longo prazo, o Governo de Hashimoto (1996) que possuía um caráter mais conservador (aplicando políticas fiscais mais contracionistas) tentou diminuir o déficit em 1997. O resultado disso foi uma recessão. E agora o estímulo fiscal está sendo praticado

novamente. Mas projeções já indicam que o Japão pode estar a caminho de déficits preocupantes, digamos 10% do PIB nos próximos anos. Nas palavras do Krugman, em comparação com o Brasil:

“ Given that Japan is already in far worse fiscal shape than, say, Brazil, on every index I can think of – not just current deficit, but debt no GDP ratio, hidden liabilities arising from an aging population and the need for bank and corporate bailouts, etc., one has to wonder where the fiscal-expansion strategy is leading”.

Quanto à relação dívida/PIB, comparativamente podemos lembrar que apesar de no Japão, EUA, Alemanha, França, por exemplo, se encontrarem a cima de 70% e no Brasil se encontrar em torno de 50% do PIB, o perfil de vencimento da dívida brasileira, em torno de 18 meses, impõe limites sobre a atividade econômica, enquanto que no Japão e nos outros países citados o vencimento médio da dívida é de longo prazo.

#### Long Term Debt Outstanding

	End of FY1992 <Settlement>	End of FY1997 <Settlement>	End of FY1999 <Settlement>	End of FY2001 <2nd Revised>	End of FY2002 <Budget>
National Government	224	357	491	513	528
Straight Bonds	178	258	368	395	414
Local Government	79	150	181	190	195
Duplication	-2	-15	-26	-29	-30
Total	301	492	646	675	693
% of GDP	62.2%	94.6%	125.9%	134.8%	139.6%

(trillion yen)

Fonte: Ministry of Finance Japan.

**3– Política Monetária** – Tínhamos visto anteriormente que a política monetária é ineficaz, mas é importante compreendermos que temos aqui uma característica especial: a política monetária envolve somente mudanças temporárias na oferta de moeda. A estrutura tradicional IS-LM é um modelo estático, o que acaba não mostrando a distinção entre mudanças políticas temporárias e permanentes. Mas na estrutura em que mostramos anteriormente, sugere uma visão um pouco diferente. Na versão do modelo onde o preço é flexível, mesmo quando a moeda e os títulos se tornam substitutos perfeitos no 1º período, a moeda é neutra, ou seja, um aumento na oferta de moeda em todos os períodos aumentará

os preços na mesma proporção.<sup>8</sup> Então, o que um aumento permanente na oferta de moeda faria no caso onde os preços são predeterminados no 1º período?

Mesmo que a economia se encontre na Armadilha de Liquidez com a taxa de juros nominal em zero, a expansão monetária poderia aumentar o nível do preço futuro esperado  $P^*$  e reduzir a taxa de juros real. Ao contrário do que a expansão monetária temporária faz, a permanente é eficaz porque pode causar expectativas de inflação.

Voltando ao caso japonês em particular, é claro que o Bank of Japan não anuncia se as mudanças na base monetária seriam permanentes ou temporárias. Porém, pela visão do setor privado, a mudança seria de caráter temporário já que o compromisso com o aumento na base monetária permanente iria afetar o gasto corrente, porque a expectativa de uma inflação alta no futuro irá diminuir a taxa de juros real mesmo que a taxa nominal se mantenha constante ( $i_r = i_n - \pi^e$ ). Mas as pessoas acreditam que o BC está comprometido com o objetivo da estabilidade de preço no Longo Prazo. E é por isso que a política monetária é ineficiente, ou seja, o Japão é incapaz de mover a economia precisamente porque o mercado olha para o Banco central como sendo Responsável, e espera que ele restrinja a oferta monetária quando os preços começarem a subir. Mas para fazer com que a política monetária seja eficaz é necessário que o BC dê a credibilidade no compromisso de ser Irresponsável, ou seja, garantir que ele irá de fato permitir a inflação, produzindo a taxa de juros real negativa que a economia precisa.

Vamos então ter uma premissa básica: mesmo com a taxa de juros nominal em zero e que isso não seja o bastante para causar o aumento da Demanda Agregada (não é um fato hipotético e sim, a realidade japonesa atual), se a reforma estrutural ou expansão fiscal não conseguir provir a demanda necessária, a única maneira de expandir a economia é reduzindo a taxa de juros real, e a única maneira de fazê-la é criando as expectativas de inflação.

A maneira mais simples de sairmos dessa queda é dando a economia as expectativas que o Japão precisa. O BC tem que se comprometer em se empenhar o que nos outros contextos é considerado como sendo uma política monetária irresponsável, ou seja, terá de convencer o setor privado de que não irá reverter a expansão monetária corrente quando os preços começarem a subir.

---

<sup>8</sup> A moeda é neutra quando as variações no estoque monetário levam a variações no nível de preços, com nenhuma variável real (produção, emprego e taxas de juros) variando. A teoria quantitativa da moeda, na sua forma mais forte coloca que o nível de preços é proporcional ao estoque monetário, ou seja, caso em que a moeda é neutra. *Dornbusch e Fischer*.

A idéia de que o BC deve dar a credibilidade no compromisso em conduzir uma política monetária expansionista no futuro antes mesmo de a economia se encontrar sujeita ao severo teste da Armadilha de Liquidez foi citado pelo Woodford (Credibility and the “liquidity trap”). O Woodford cita em seu artigo que o exemplo simples do tipo de compromisso que poderia ajudar, como mencionado pelo Svensson, seria o compromisso com a meta do nível de preços, ou seja, com a taxa de inflação (inflation targeting). Svensson fala do inflation targeting como uma política que deveria prevenir a economia de cair na Armadilha, porque tanto a deflação quanto as expectativas de deflação seriam impedidas assim que houvesse qualquer ameaça de uma ou de outra. Através dele, qualquer deflação inevitável durante o período com as taxa de juros próximas de zero, justificaria uma inflação esperada no período subsequente maior e as taxas de juros reais menor ( $i_r = i_n - \pi^e$ ). Mas ainda assim, existiria a possibilidade do BC de se encontrar incapaz de atingir a meta inflacionária como resultado do “limite” da taxa de juros em zero.

Uma das regras que poderiam levar ao equilíbrio da expectativa de inflação, se fosse suficientemente crível, seria a regra de feedback da taxa de juros “inercial”:

$$i_t = (1-\theta)i^* + \theta i_{t-1} + \phi_\pi \pi_t + \phi_\chi \chi_t$$

onde  $i_t$  é a taxa de juros nominal,  $\pi_t$  é a taxa de inflação e  $\chi_t$  é o hiato do produto.<sup>9</sup> E com os coeficientes  $\phi_\pi > 0$ ,  $\phi_\chi \geq 0$ , e  $\theta \geq 1$ , discutido no Rotemberg e Woodford (1999), Woodford (1999c) e Williams (1999). De acordo com essa regra, as taxas de juros seriam mantidas baixas por algum tempo mesmo com o aumento da inflação ou do hiato do produto, já que as taxas de juros no passado recente haviam sido baixas. No equilíbrio, isso significa que os choques deflacionários são seguidos por períodos de inflação acima da média. Mas o melhor ainda seria a seguinte regra variável:

$$i_t = \sum_{j=0}^{\infty} \theta^j [\phi_\pi \pi_{t-j} + \phi_\chi \chi_{t-j}]$$

---

<sup>9</sup> Entende-se por hiato do produto a distância que vai do que está sendo produzido em relação ao limite ótimo do que poderia ser produzido de uma maneira sustentável, ou seja, onde o produto se encontraria em equilíbrio caso os preços fossem completamente flexíveis e ignorando a presença de um possível choque de oferta.

considerados por Reifschneider e Williams (1999). Essa regra é equivalente ao anterior mas tem a vantagem da taxa de juros se manter baixa para o período seguinte não simplesmente porque a taxa de juros tem estado recentemente igual a zero, mas porque no passado, foi desejado leva-lo até mesmo para abaixo de zero.

Se as regras descritas acima fossem seguidas o tempo todo, a Armadilha de Liquidez poderia ser evitada e não seriam necessários os planos que acabariam com esse problema.

#### ***4.2 - A nova realidade japonesa: o país da deflação persistente***

Após analisarmos as opiniões do economista Paul Krugman podemos então olhar através de vários aspectos como anda a economia japonesa e também como o Governo, ou seja, o Primeiro Ministro e a sua equipe têm atuado a fim de enfrentarem o problema atual.

##### **Política:**

Hoje em dia, está mais do que claro que a economia e a política devem caminhar juntas para que se possa atingir os objetivos desejados. Porém, infelizmente, assim como existe a incerteza quanto ao futuro da economia japonesa, a política também não tem contribuído para garantir pelo menos uma estabilidade de um dos lados. O Japão apresenta um regime parlamentarista onde o atual Primeiro Ministro é Junichiro Koizumi do “Liberal Democratic Party” (LDP). O LDP tem a maioria no Congresso japonês e possui um histórico de ter eleito sucessivamente para o lugar do Primeiro Ministro os candidatos do partido como Nakasone, Hasimoto, Obuchi, Mori etc. Os partidos políticos japoneses têm um caráter conservador, podendo ser observado que não existem novos partidos políticos surgindo ou quando surgem, normalmente os componentes já faziam parte dos outros antigos partidos existentes. Por exemplo, recentemente foi criado o “Hoshu Shinto” (New Conservative Party) surgido da coalisão entre “Hoshuto” (Conservative Party) e a oposição “Minshuto” (Democratic Party of Japan). Os membros desse novo partido são formados portanto, pelos antigos membros desses outros dois partidos.

Ultimamente, na posição de competir com o LDP tem ganhado a força o “Minshuto” (Democratic Party of Japan) com Naoto Kan na sua presidência. Este tem tido uma popularidade relativamente alta no Japão, mas tanto o LDP quanto o “Minshuto”, apresentam idéias parecidas quanto às políticas a serem implementadas caso chegue a algum mandato de poder (inclusive um “roubando” a idéia do outro). Então resta

aguardarmos se o LDP continuará mantendo a sua hegemonia no poder japonês ou se o “Minshuto” conseguirá tomar o seu lugar.

<i>Ano</i>	<i>Primeiro Ministro</i>	<i>Partido</i>
1980.7.17	<b>Suzuki, Zenko</b>	<b>LDP</b>
1982.11.27	<b>Nakasone, Yasuhiro(1st)</b>	<b>LDP</b>
1983.12.27	Nakasone, Yasuhiro(2nd)	<b>LDP</b>
1986.7.22	Nakasone, Yasuhiro(3rd)	<b>LDP</b>
1987.11.6	<b>Takeshita, Noboru</b>	<b>LDP</b>
1989.6.3	<b>Uno, Sosuke</b>	<b>LDP</b>
1989.8.10	<b>Kaifu, Toshiki(1st)</b>	<b>LDP</b>
1990.2.28	Kaifu, Toshiki(2nd)	<b>LDP</b>
1991.11.5	<b>Miyazawa, Kiichi</b>	<b>LDP</b>
1993.8.9	<b>Hosokawa, Morihiro</b>	Japan New Party (non-LDP coalition)
1994.4.28	<b>Hata, Tsutomu</b>	Japan Renewal Party (non-LDP coalition)
1994.6.30	<b>Murayama, Tomiichi</b>	Social Democratic Party of Japan (coalition with LDP and Sakigake)
1996.1.11	<b>Hashimoto, Ryutaro(1st)</b>	<b>LDP</b> (coalition with SDPJ and Sakigake)
1996.11.7	Hashimoto, Ryutaro(2nd)	<b>LDP</b>
1998.7.30	<b>Obuchi, Keizo<sup>10</sup></b>	<b>LDP</b>
2000.4.5	<b>Mori, Yoshiro (1st)</b>	<b>LDP</b> (coalition with New Komeito and the New Conservative)
2000.7.4	Mori, Yoshiro (2nd)	<b>LDP</b> (coalition with New Komeito and the New Conservative)
2001.4.26	<b>Koizumi, Junichiro</b>	<b>LDP</b> (coalition with New Komeito and the New Conservative)

Fonte: elaboração própria a partir de dados retirados do Inside Japanese Politics.

### **Reformas:**

Na convenção do “Liberal Democratic Party” (LDP) em junho de 2002, o atual Primeiro Ministro japonês Junichiro Koizumi dizia em voz alta: “There is no growth without reforms. I will go forward with courage and enthusiasm”.

O Koizumi sempre se inclinou pela adoção de uma política que levasse em consideração as reformas. Mas temos que levar em conta o fato de que as reformas precisam da aprovação do Congresso, o que é difícil, já que o Congresso atende aos interesses de uma minoria conservadora que possui grandes poderes na política. Portanto, resta sempre a dúvida de que por quanto tempo o atual Primeiro Ministro japonês Junichiro

<sup>10</sup> Depois que o Primeiro Ministro Obuchi foi hospitalizado e afastado do cargo por problemas de saúde, o Aoki Mikio (Chief Cabinet Secretary) atuou no seu lugar como Primeiro Ministro de 3/4/2000 a 4/4/2000.

Koizumi conseguirá segurar a situação com suas idéias reformistas e se ele realmente seria o indicado para estar atuando nessa complicada situação em que o Japão se encontra. Nas palavras do seu assessor:

“He has reluctantly come to terms with the resistance forces but he has not changed his aim for reform”.

Haverá uma eleição presidencial no LDP em setembro de 2003. As iniciativas das reformas de Koizumi, como a privatização do Highway Public Corporation estão apenas começando. Nas frases do atual Ministro da Fazenda japonês, Heizo Takenaka, que é conhecido como um homem que fala muito mas que pouco faz, enfatizou que o ex-Primeiro Ministro japonês Yasuhiro Nakasone demorou 7 anos para completar a privatização da Japanese Nacional Railways. Então, resta aguardarmos se o Koizumi conseguirá vencer as eleições em setembro para ver se dará continuidade às reformas que provavelmente irá demorar um bom tempo até atingir o sucesso. Ou, se surgirá algum outro nome na política que irá mudar o rumo da economia japonesa.

Mas antes mesmo que o Primeiro Ministro pudesse colocar em prática as reformas planejadas, a deflação acabou tomando conta do cenário de tal forma que cuidar da deflação acabou se tornando um pré-requisito básico para as reformas.

### **Deflação:**

Uma espiral deflacionária em aceleração é o pior dos cenários da crise atual. A deflação diminui a margem de lucro das empresas e conseqüentemente aumenta as falências das empresas e o desemprego. Poderá chegar a uma hora em que o Governo japonês não poderá mais administrar o declínio, haverá surtos de falências de grandes empresas, os investimentos desaparecerão e as pessoas gastarão suas economias. Só a depressão da década de 30 seria comparável com esse cenário deflacionário. Naquela época, a deflação contribuiu para prejudicar a produção industrial em todo o mundo e levar o desemprego à estratosfera. O preço das mercadorias de consumo diário caiu em torno de 10% ao ano, tanto no Japão quanto nos EUA, o que acabou devastando o lucro das empresas e enfraquecendo o sistema financeiro. O planeta afundou numa depressão paralisante que foi rompida apenas por uma guerra mundial. Esperamos que o Japão não esteja a caminho de chegar num cenário desse tipo, mas sabemos que o país convive com a

---

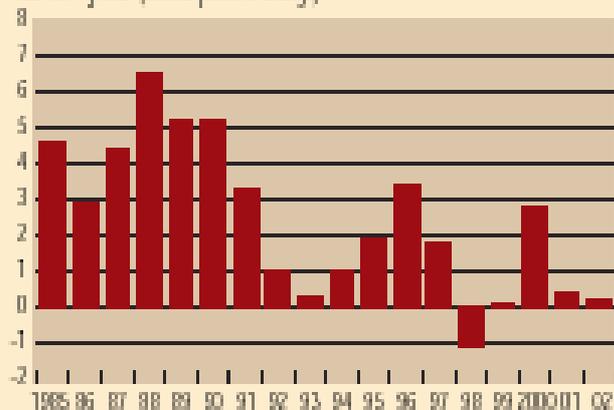
deflação há mais ou menos uma década, onde os preços e salários caem lentamente, dando às pessoas e à economia, tempo para se adaptarem.

Por outro lado, a deflação trouxe alguns benefícios. Há uma década o Japão era uma das economias mais fechadas e reguladas do mundo. As importações de carne bovina e arroz eram proibidas e os preços dos produtos nacionais eram bem mais caros. O setor eletrônico era dominado pela Sony, Sharp, Panasonic etc. que mantinham altos seus preços. Hoje, apesar do custo de vida em Tóquio continuar sendo um dos maiores do mundo, a desregulamentação começa a trazer um alívio para os consumidores japoneses, apesar de ser também, um dos fatores que alimente ainda mais a deflação. Sob pressão dos EUA, por exemplo, o Japão aderiu o sistema de tarifas de arroz. Mesmo deixando de fora a maior parte dos grãos estrangeiros, as tarifas estão caindo e o arroz estrangeiro já pode ser adquirido por 10% a menos do que o nacional. Controles sobre a carne bovina também foram relaxados, o que significa que este produto também baixou de preço. A expansão da produção de eletrônicos no Sudeste Asiático e na China também aumentou o grau de competição neste setor, baixando os preços.

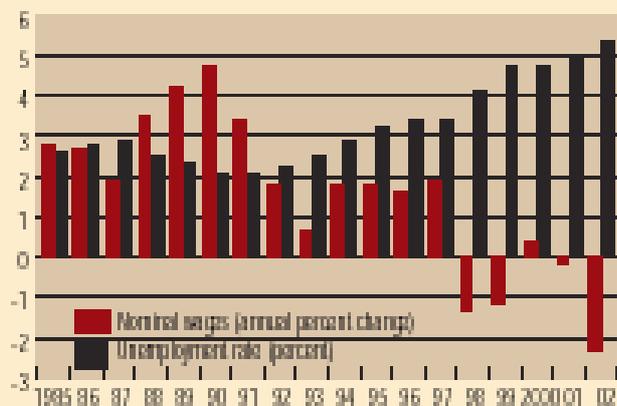
Mas as chances que o Japão tem de conseguir emergir da deflação mais fortalecido podem parecer remotas. Os dados macroeconômicos que medem o impacto da deflação são graves. Desde o estouro da bolha em 1991, os ventos da deflação vêm ganhando força. Podemos observar a situação atual da economia japonesa com espiral deflacionário através dos gráficos projetados pelo FMI a seguir:

Growth has been weak in recent years ...

Real GDP growth (annual percent change)

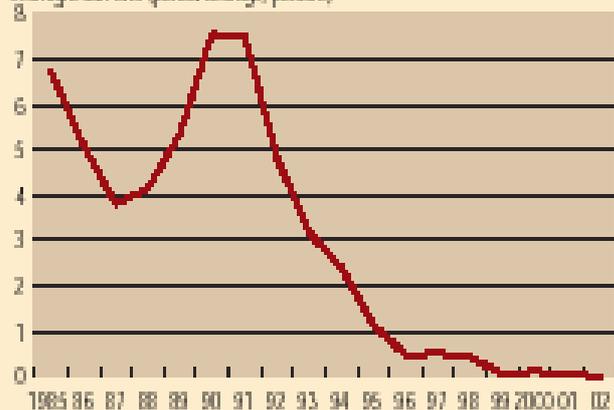


... and the unemployment rate has risen to record highs, with nominal wages falling.



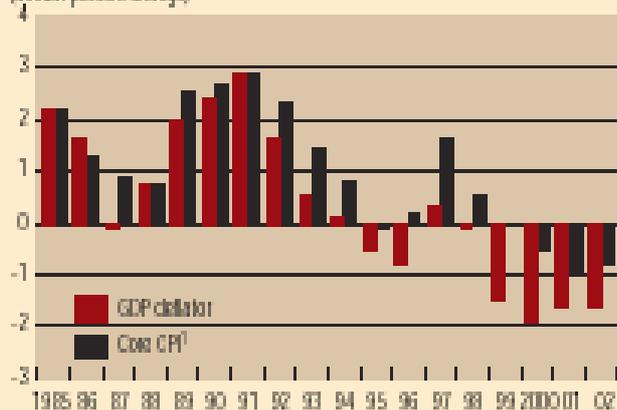
Short-term interest rates have declined to zero ...

Overnight call rate (period average; percent)



... but deflation has continued nonetheless.

(annual percent change)



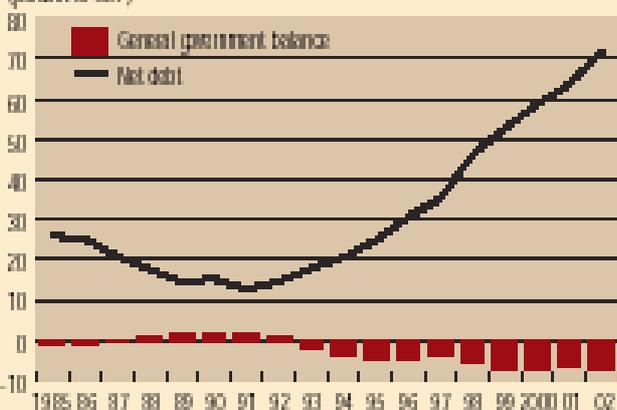
Equity prices have fallen to 20-year lows.

Stock prices (DOW) (Jan. 4, 1968 = 100)



Meanwhile, public debt has risen.

(percent of GDP)



Como discutimos anteriormente nos modelos macroeconômicos, o problema deste cenário deflacionário é que acaba criando um ciclo vicioso onde as pessoas esperam cada vez mais por deflação: “os japoneses estão esperando que o preço caia”, diz Satoru Iwata, o presidente da Nintendo. Mesmo com a entrada de um produto novo no mercado as vendas se encontram desaquecidas...

Além disso, a deflação trouxe duas conseqüências graves para a economia: o desemprego que cresceu de 2,1% em 1990 para 5,4% em 2003, enquanto que os salários tiveram queda de 2,1% em 2002, ambos podendo ser observados pelos gráficos do FMI.

### **Inflation Targeting**

Uma das saídas para resolver o problema da deflação seria a implantação do “inflation targeting” que poderia servir não apenas como uma medida de prevenção para o descontrole da deflação mas também em casos em que a deflação já tenha tomado conta do cenário.

Mas para que o inflation targeting seja bem sucedido no caso japonês, será necessário impor uma meta de inflação que fosse significativamente positiva. Mas é claro que na posição dos policymakers, sempre tentarão um caminho menos arriscado, com a implantação de uma taxa média que provavelmente não irá solucionar o problema. Este assunto acaba gerando uma grande discussão entre os economistas pois uns se mostram a favor da implantação de uma taxa alta, como o Krugman que disse em seu recente artigo: “INFLATION TARGETING IN JAPAN WILL FAIL UNLESS THE TARGET IS SET HIGH ENOUGH”, enquanto que outros se mostram contra.

O próprio Governo japonês, tem demonstrado ser contra (lembrando o fato de que na seção 3.4 vimos que política monetária japonesa é conservadora) pois teme em repetir o cenário inflacionário que se sucedeu no Japão e na Alemanha no pós-guerra., como podemos ver pelo discurso do Primeiro Ministro:

“Thirty years ago when I was elected to the Lower House, there was runaway inflation because of the Middle East War. People went carzy getting toilet paper and washing powder. The biggest political agenda was how to control inflation.”

Porém, está mais do que claro que é necessário cuidar da deflação como podemos notar pelas palavras do Koizumi:

“ Thirty years from that time, it is ironic that as prime minister I have to control deflation. Of course I will deal with it seriously. People are now asking for the prices of

commodities and land to be raised. So politics is difficult. Japan has survived major economic crises in the past such as the oil shocks and the sharp rise in the yen's value. If I become overcome with fear at this time, I will have no words with which to apologize to my seniors”.

O Primeiro Ministro até tem se inclinado para a idéia da implantação do inflation targeting, porque ainda que ele não tenha desistido das reformas, sabemos que o controle da deflação se tornou um pré-requisito básico para as reformas.

#### **Ações:**

Um dos maiores problemas atuais é a queda contínua do índice Nikkei. As ações estão sendo negociadas em níveis mínimos em 20 anos. Além de desincentivar o investimento, mesmo as empresas que estavam tendo lucro, com a queda do preço das ações, acabarão apresentando um prejuízo futuro. Para combater a deflação, uma forma alternativa de se pensar (ao em vez do inflation targeting), seria fazer com que o nível da bolsa subisse. Mas para isso é necessário que haja um aumento da demanda por ações, o que numa economia desestimulada, não caberia ao papel do setor privado. A tentativa então seria fazer com que o Bank of Japan compre as ações que estão no mercado, de modo que aumentaria o nível de preços das ações, conseqüentemente, aumentando o nível de investimento e assim, gerando um ciclo de crescimento econômico e de inflação. Porém, o lado negativo dessa saída é que teria que mudar a legislação japonesa, o que demoraria ou mesmo, não seria possível, já que não existe no Japão uma lei que permita que o Bank of Japan intervenha e compre as ações que estão no mercado, como o setor privado.

#### **Non-performing loans:**

Como vimos anteriormente na seção 2.3, o problema dos non-performing loans continua a assombrar quase todas as instituições financeiras. Em 1980, o total de empréstimos não pagos de toda a instituição financeira japonesa era em torno de 56,8% do PIB, enquanto que em 1990, essa razão cresceu para 103,1% do PIB. A inadimplência nos financiamentos imobiliários começaram a amontoar nos bancos, que pouco a pouco pararam de conceder novos empréstimos, mas continuam dando apoio a empresas incorporadoras, empreiteiras e varejistas enfraquecidas. Para aquecer a demanda, mesmo o Bank of Japan cortando os juros e gerando um aumento de liquidez no mercado, os bancos estão evitando conceder novos empréstimos. Com isso, um grande número de pequenas

empresas foi à falência enquanto que outras começaram a entrar em processo de reestruturação...Está aqui uma fórmula de estagnação econômica que está dando continuidade a recessão. Mas o Governo tem incentivado continuamente através dos mecanismos vistos na seção 2.3 para que os bancos estejam dispostos a concederem os novos empréstimos. Tem também aumentado a participação dos bancos como Small Business Finance Corporation e Japan Development Bank no desafio dessa empreitada.

### **Mercado externo:**

Temos que levar em consideração ainda, os recentes acontecimentos ocorridos:

O primeiro foi a Guerra do Iraque que acabou prejudicando o comércio entre Japão e EUA, sendo este o maior importador dos produtos japoneses. Fora que, todo o momento em que se inicia uma guerra no mundo, no caso do Japão, ainda tem que se preocupar com as ameaças constantes de mísseis que possam vir da Coreia do Norte. Já estando provado que este país possui poderosas armas nucleares, sempre acaba se resultando num momento de tensão.

O segundo acontecimento é a disseminação da pneumonia asiática. Muitas fábricas japonesas haviam levado as suas unidades de produção para a China e outros países da Ásia, com o intuito de produzir bens a preços baixos (nestes países a mão de obra, por exemplo, é mais barata). As importações japonesas da China (US\$ 66 bilhões em 2002) ultrapassaram as importações dos EUA pela primeira vez no ano passado. A economia japonesa está começando a ser reestruturada, tentando se adaptar a uma nova realidade: a realidade da deflação. E uma das saídas encontradas foi de abaixar o custo de vida, ficando assim mais fácil para os consumidores viverem com salários menores. “O Japão está passando a adotar uma estrutura de baixo custo”, diz Hiroshi Okuda, diretor da Toyota Motor. Mas com a pneumonia, as empresas acabaram tendo que fechar as portas por enquanto, de modo que acabou causando outros grandes prejuízos na economia japonesa.

A tentativa de melhorar a economia através do mercado externo, como é comum pensarmos dentro de uma economia globalizada, tem sido uma meta arriscada, já que não temos a noção do que pode vir a acontecer no futuro. Mas vimos também que solucionar os problemas dentro do mercado interno não tem sido muito fácil...

**Futuro:**

O Japão hoje, está buscando a construção de um novo sistema sócio-econômico capaz de atender à globalização da economia, o envelhecimento da população, a redução do número de filhos e a diminuição da força de trabalho. “O Japão perdeu a sua inércia de crescimento e pelo seu tamanho é difícil ganhar o impulso novamente”.<sup>11</sup> Para um país que não estava acostumado a enfrentar um cenário de recessão, deflação e desemprego (taxa de desemprego de 5,4% em 2003 é o mais alto índice registrado desde 1953 no Japão) é perfeitamente aceitável que a população fique receosa de gastar e consumir, levando em consideração ainda o fato do Japão ter passado por duas guerras mundiais bastante marcantes na sua história.

O Japão precisa de crescimento econômico, cuidar da sua dívida e empresas mais eficientes que possam enfrentar a concorrência externa. Em maio de 2003, o FMI insistiu que o Bank of Japan aumente a liquidez da sua economia e dê um pequeno empurrão inflacionário. Mas os investidores deixaram claro de que o Banco não pode ou não quer fazer nada. Estão todos convencidos de que a deflação veio para ficar. A sociedade japonesa é um povo que evita atritos sociais repentinos e violentos, e portanto, tende a adiar a solução dos problemas. O ponto mais importante para a solução desses problemas é a credibilidade que o Governo deve passar para o setor privado, pois independente de qual política ou metas de inflação adotar, se não houver transparência nas suas decisões, a população não poderá responder da maneira exata às suas ações. Portanto, o maior desafio que o Governo japonês tem de enfrentar de agora em diante é romper com o pessimismo presente e fortalecer o otimismo futuro, retomando a confiança do país que ainda é a segunda maior economia do mundo.

**V – Conclusão:**

O atual presidente do Federal Reserve Alan Greenspan advertiu que a deflação pode atingir os EUA. O Banco Central europeu está atento aos sinais de colapso de preços na Alemanha. O mundo está se prevenindo para que uma eventual crise possa atingir as suas economias. Mas no Japão já é tarde demais. O Japão já entrou numa espiral deflacionária e continuará assim até que a economia aos poucos consiga reverter esse cenário.

O que podemos concluir na minha monografia é que existem medidas tanto de prevenção quanto de resolução para a questão da chegada da deflação. Mas sabemos que não existe uma fórmula perfeita para solucioná-la. Como já dizia o Keynes: “a economia é um tema difícil e técnico, mas ninguém quer acreditar nisso”. Hoje, o próprio Primeiro Ministro japonês se vê na posição de economista com inúmeras tentativas para resolver o problema do seu país que afundou na Armadilha que o próprio Keynes havia advertido.

A segunda maior economia do mundo acabou “caindo numa armadilha”, só nos resta aguardarmos se ela conseguirá emergir dessa situação mais fortalecida ou se ela acabará perdendo a sua atual hegemonia...

---

<sup>11</sup> Alexandre Uehara, pesquisador da USP.

## **VI - Bibliografia:**

- Tobioka, Ken. *Theory on Bubble Economy*. Tokyo , 1992.
- Sakaiya, Taichi . *Speech by Minister Taichi Sakaiya* . Paris : Sorbonne University, 1999.
- Research Department . *Current Situation of Japanese Financial System ~ Japanese Big Bang Program & NPLs* . The Industrial Bank of Japan, Ltd , 1999.
- Teixeira Torres Filho, Ernani. *A crise da economia japonesa nos anos 90: impactos da bolha especulativa*. São Paulo: Revista de Economia Política, 1997.
- Levi, Maria Luiza. *Liberalização financeira, bolha especulativa e crise bancária no Japão*. São Paulo: Revista de Economia Política, 1997.
- Industrial Policy Bureau . *Action Plan for Economic Structure Reform*. Tokyo : MITI, 1998.
- Mishkin, Frederic. *Moedas, Bancos e Mercados Financeiros*. Rio de Janeiro: LTC, 2000.
- Woodford, Michael. *Commentary: How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?* 1999.
- Krugman, Paul. *Japan's trap*. 1998.
- Krugman, Paul. *Japan: still trapped*. 1999.
- Yen Hon Wu, Thomas e Dias Carneiro, Dionísio. *Japão: suavização da taxa de juros e a "armadilha de liquidez"*. Carta Galanto, dezembro de 2002.
- Japan Institute for Social and Economic Affairs. *Japan, 1998-2002 an internacional comparison*. 2002.
- Hayano, Naoto. *Can Koizumi stay em power for long time?* Column: Inside Japanese Politics, Asahi Shinbun. Tokyo: 2003.
- Hayano, Naoto. *How shameful japanese politics is!* Column: Inside Japanese Politics, Asahi Shinbun. Tokyo: 2003.
- Bremner, Brian e M. Kunii, Irene. *Business Week*. Tokyo: 2003.
- Aglietta, M. *"Les dérapages de la finance japonese"* Economie Prospective Internationale, Centre D'Études Prospectives et D'Informations Internationales. Paris:1992.
- Fundo Monetário Internacional – FMI. <http://www.ifs.org>

- OCDE. <http://www.oecd.org>
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA. <http://www.ipeadata.gov.br>
- Keizai Koho Center (Japan Institute for Social and Economic Affairs).  
<http://www.kkc.or.jp>
- Ministry of Finance, Japan. <Http://www.mof.go.jp>