



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Gabriel Santos Coelho

AS TRÊS DÉCADAS PERDIDAS: UM ENSAIO ACERCA DAS CAUSAS DA
DEFLAÇÃO JAPONESA E AS POLÍTICAS DE RESPOSTA DO BOJ

Rio de Janeiro

2023

Gabriel Santos Coelho

AS TRÊS DÉCADAS PERDIDAS: UM ENSAIO ACERCA DAS CAUSAS DA
DEFLAÇÃO JAPONESA E AS POLÍTICAS DE RESPOSTA DO BOJ

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
ao Instituto de Economia da Universidade
Federal do Rio de Janeiro como exigência para
obtenção do título de Bacharela em Ciências
Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Francisco Eduardo Pires
de Souza

Co-Orientador: Prof. Dr. Eduardo Figueiredo
Bastian

Rio de Janeiro, 2023

CIP - Catalogação na Publicação

S118t Santos Coelho, Gabriel
AS TRÊS DÉCADAS PERDIDAS: UM ENSAIO ACERCA DAS
CAUSAS DA DEFLAÇÃO JAPONESA E AS POLÍTICAS DE
RESPOSTA DO BOJ / Gabriel Santos Coelho. -- Rio de
Janeiro, 2023.
48 f.

Orientador: Francisco Eduardo Pires de Souza.
Coorientador: Eduardo Figueiredo Bastian.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto
de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2023.

1. Japão. 2. Política Monetária. 3. Crescimento
Potencial. 4. História Econômica. I. Eduardo Pires de
Souza, Francisco, orient. II. Figueiredo Bastian,
Eduardo, coorient. III. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos
pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

GABRIEL SANTOS COELHO

AS TRÊS DÉCADAS PERDIDAS: UM ENSAIO ACERCA DAS CAUSAS DA
DEFLAÇÃO JAPONESA E AS POLÍTICAS DE RESPOSTA DO BOJ

Trabalho de conclusão de curso
apresentado ao Instituto de Economia da
Universidade Federal do Rio de Janeiro,
como requisito para a obtenção do título
de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 15/08/2023.

FRANCISCO EDUARDO PIRES DE SOUZA - Presidente

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

MARGARIDA MARIA GOMES PEREIRA SARMIENTO GUTIERREZ

Professora Dra. da COPPEAD da UFRJ

ÍTALO PEDROSA GOMES MARTINS

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

AGRADECIMENTOS

À minha irmã, Maria Luiza Santos Coelho, ‘Malu’, por ser a grande luz e razão de felicidade da minha vida e me levar à busca diária para ser alguém cada vez melhor.

Ao meu irmão, Pedro Ivo Soares Coelho, por ser o grande amigo que me olha diretamente do Céu, tendo me ensinado lições valiosas em sua breve passagem pela Terra.

À minha mãe, Simone Oliveira Santos, por ser a razão da minha disciplina e foco estudantis, sempre se esforçando ao máximo por mim.

Ao meu pai, Ervidio de Souza Coelho Junior, por ser meu melhor amigo e sempre ter me direcionado ao caminho da *intelligentsia*.

À minha avó, Maria Celeste de Oliveira Santos, por ter participado integralmente da minha criação como indivíduo.

Ao meu padrinho e à minha madrinha, Alexandre Oliveira Santos e Maria Vitória Coelho, por me tratarem a todo momento como um verdadeiro filho em uma grande demonstração de amor incondicional.

À minha família, por sempre me apoiar e servir como pilar de suporte para o meu crescimento.

Aos meus amigos e à minha namorada, que tornaram meu percurso estudantil ainda mais feliz.

Ao meu professor e orientador Franciso Eduardo Pires de Souza, que nunca hesitou em me ajudar e se mostrou muito importante para me guiar pelos inúmeros obstáculos em minha busca pelo conhecimento.

Aos professores Eduardo Figueiredo Bastian, Margarida Sarmiento Gutierrez e Ítalo Pedrosa por me ensinarem que, em face da enorme variedade de contextos macroeconômicos, um bom economista não pode ser preso à uma caixa de ferramentas tradicional.

Ao Clube de Regatas do Flamengo, pela felicidade que me trouxe com três Brasileiros, três Copas do Brasil e dois títulos da Libertadores desde o meu nascimento.

“Existem quatro tipos de países no mundo: Desenvolvidos, Subdesenvolvidos, Japão e Argentina.”

Simon Kuznets

RESUMO

O presente trabalho almeja investigar historicamente os fatores por trás da falta de inflação e crescimento no Japão após 1990, creditando-a ao baixo crescimento salarial decorrente da postura conservadora de sindicatos e de expectativas deprimidas das firmas, que elevam a elasticidade preço-demanda dos agentes e dificultam repasses de preços. Fatores singulares ao país agravam a situação, como a rigidez laboral histórica, a crise de balanços nos anos 90, a excessiva apreciação do *Yen* e o rápido envelhecimento populacional.

Palavras-chave: Japão; Política Monetária; Crescimento Potencial; História Econômica.

ABSTRACT

This work aims to investigate historically the reasons behind the lack of inflation & growth in Japan after 1990, attributing it to low wage growth due to the conservative stance of syndicates and the depressed expectations of the firms, which raise the price-demand elasticity and constitutes an obstacle to price pass-through. Singular Japanese characteristics also help to explain the economic performance, such as the historical labor rigidity, the 1990's balance sheet recession, the excessive Yen appreciation and the rapid demographic aging in the same period.

Keywords: Japan; Monetary Policy; Potential Growth; Economic History.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Taxas de Câmbio: Alemanha (USDDM) e Japão (USDJPY)	12
Figura 2: Evolução das principais variáveis macroeconômicas (1988-2019)	19
Figura 3: Evolução de Ativos Financeiros (Pré e Pós-Estouro)	20
Figura 4: Superávit/Déficit Financeiro	21
Figura 5: Componentes do PIB, contra tendência linear (1980-2001)	22
Figura 6: Componentes do PIB, %, contra tendência linear (1980-2001)	22
Figura 7: Mudanças de primeiro-ministro e coalizões de governo	23
Figura 8: Evolução trimestral do PIB, QoQ Dessaz, %, (1995-2000)	25
Figura 9: População e Dividendo Demográfico	28
Figura 10: Crescimento Potencial Japonês	29
Figura 11: Taxa de Desemprego Histórica	30
Figura 12: Resultados da Shunto – Salários-Base	31
Figura 13: TANKAN: Índices de Preços das Firms	31
Figura 14: TANKAN: Repasse de Preços	32
Figura 15: Contribuições à Inflação Geral	32
Figura 16: Contribuições à Inflação de Serviços	33
Figura 17: Receitas vs. Despesas	35
Figura 18: Hiato do Produto Japonês	35
Figura 19: Dólar/Yen	37
Figura 20: Exportações e Importações	37
Figura 21: Evolução trimestral do PIB, QoQ Dessaz, %, (2006-2012)	38
Figura 22: PIB contra tendência linear (1994-2019)	40
Figura 23: Taxa de Crescimento do PIB (2012-19)	40
Figura 24: Taxa de Participação por gênero	41
Figura 25: Variação da Taxa de Participação por gênero e idade	41
Figura 26: Expectativas de Inflação das Firms, TANKAN	43

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Variáveis Macroeconômicas (1971-2019)	13
Tabela 2: Políticas Fiscais Discricionárias	21
Tabela 3: Determinantes Salariais	30
Tabela 4: Medidas adotadas pelo BoJ desde 2013	43

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BoE – *Bank of England*

BoJ – *Bank of Japan*

CAPEX – Despesas de Capital

CAO – *Cabinet Office of Japan*

DESSAZ - Dessazonalizado

DIC – Instituição Garantidora de Depósitos

DPJ – *Democratic Party of Japan*

DTA – Deduções Tributárias

ECB – *European Central Bank*

ETF – *Exchange Traded Fund*

F&As – Fusões e Aquisições

FED – *Federal Reserve*

FSA – *Financial Services Agency*

IVA – Imposto sobre Valor Agregado (Imposto sobre consumo)

JIL – *Japan Institute for Labour Policy and Training*

JGB – *Japanese Government Bonds*

LDP – *Liberal Democratic Party*

LTCM - *Long-Term Capital Management*

MIC – *Ministry of Internal Affairs & Communications of Japan*

MHLW – *Ministry of Health, Labour and Welfare of Japan*

MoF – *Ministry of Finance of Japan*

NIRP – *Negative Interest Rate Policy*

NPL – *Non-Performing Loans*

PIB – Produto Interno Bruto

PKO – *Price Keeping Operation*

PM – Primeiro-Ministro

QE – *Quantitative Easing*

Q-JEM - *The Quarterly Japanese Economic Model*

QQE – *Qualitative & Quantitative Easing*

OECD – *Organisation for Economic Co-operation and Development*

YCC – *Yield Curve Control*

ZIRP – *Zero Interest Rate Policy.*

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	11
1.1 A Bolha (1985-1990)	11
1.2 Estrutura	14
2. REVISÃO DA LITERATURA E METODOLOGIA	14
2.1 Estagnação e deflação pelo lado da demanda	14
2.2 Estagnação e deflação pelo lado da Oferta	16
2.3 A Transição para um regime de baixa inflação	17
2.4 Por que buscar a inflação?	17
3. METODOLOGIA	18
4. ANÁLISE DO DESEMPENHO JAPONÊS	19
4.1 A desaceleração dos anos 90	19
4.1.1 O Crash da “Bubble Economy” (1990-92)	19
4.1.2 Uma difícil recuperação (1992-97)	22
4.1.3 A Crise Financeira de 1997 e o BoJ de Masaru Hayami (1997-2001)	26
4.1.4 Os fatores demográficos (1990-2000)	28
4.1.5 Os efeitos permanentes dos choques de demanda dos anos 90 (1990-2000)	29
4.1.6 A mudança de regime dos anos 90 (1990-2000)	33
4.2 As empresas zumbi e os anos Junichiro Koizumi (2001-2006)	34
4.3 A crise de 2008 e o BoJ de Masaaki Shirakawa (2007-2012)	36
4.4 A saída do equilíbrio quasi-deflacionário pós-2013 (2013-2023)	39
4.4.1 A flecha fiscal	39
4.4.2 A flecha estrutural	40
4.4.3 A flecha monetária	42
5. Conclusão	45
6. REFERÊNCIAS	47

1. INTRODUÇÃO

A economia japonesa crescia em ritmo espetacular até o final dos anos 80, porém, após o estouro da Bolha *Heisei*, o país se aprofunda em uma combinação tríplice de juros, crescimento e inflação baixos, algo incomum em modelos macroeconômicos de curto prazo. Isso ocorre a despeito de medidas convencionais e não-convencionais pelo *Bank of Japan* (BoJ), e só é revertido em menor escala com as políticas reflacionárias do primeiro-ministro Shinzo Abe e seu banqueiro central Haruhiko Kuroda, no período da *Abenomics* (2013-20).

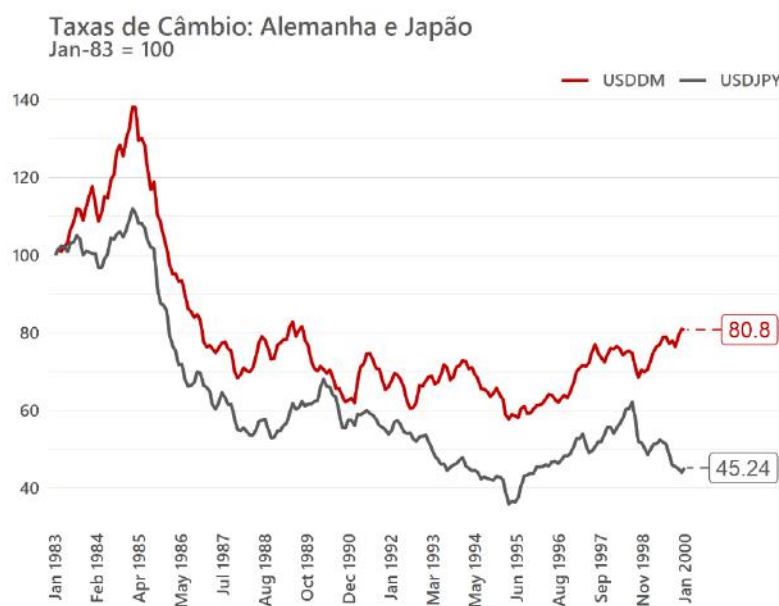
Este trabalho encontra parcela de responsabilidade por esse período singular no baixo crescimento salarial a partir da década inicial, causado pela postura conservadora de sindicatos e de expectativas deprimidas das firmas. A consequência imediata do congelamento da renda nominal é a dificuldade de repasse de pressões de custos para a inflação geral, uma vez que a elasticidade preço-demanda dos consumidores se eleva.

Merecem ser citados fatores adicionais. Entre eles: a rigidez cultural do mercado de trabalho japonês – que dificulta demissões e reforça o caráter de custos fixos aos salários – e a crise de balanços após a bolha imobiliária – que debilitou o investimento, afetando o produto potencial e as expectativas de crescimento das firmas, em um contexto de moeda constantemente apreciada e rápido envelhecimento demográfico.

1.1 A BOLHA (1985-1990)

A bolha tem suas raízes na década de 1980, quando os Estados Unidos, insatisfeitos com os déficits comerciais que carregavam contra o resto do mundo desenvolvido, em especial a Alemanha e o Japão, pressionam por valorizações cambiais de seus parceiros comerciais.

Ameaças de tarifas do lado americano para defender a indústria nacional da “subvalorização cambial japonesa” eventualmente levam ao Acordo de Plaza, que implica na depreciação global do dólar (gráfico 1) e a perda de competitividade de seus parceiros comerciais. Isso reduz o crescimento japonês no ano seguinte: de 4,4% em 1985 para 2,9% em 1986 e o BoJ responde com expansão de crédito e redução das taxas de juros, que saem de 5% para 2,5% até o ciclo de aperto de 1989, o que naturalmente favorece o aumento de *valuations*.

Figura 1: Taxas de Câmbio: Alemanha (USDDM) e Japão (USDJPY)

Fonte: *Federal Reserve*, Elaboração Própria

Além disso, conforme argumenta Werner (2003), o governo Reagan e o paradigma econômico da época incentivam a remoção de restrições sobre negociações de futuros cambiais para empresas não-financeiras. Nessa direção, além de uma abertura mais ampla do mercado financeiro japonês para o resto do mundo, há também a liberalização de investimentos no setor imobiliário a partir de companhias nacionais e estrangeiras, o que eleva a demanda por *Yen*.

Okina, Shirakawa e Shiratsuka (2001) também argumentam sobre a relevância de outros fatores para a criação da bolha. Foi relevante o aumento da agressividade dos bancos, que, frente à capacidade de grandes firmas de conseguirem fundos no mercado de capitais, têm compressão de retornos e elevam empréstimos para firmas menores, com colateral imobiliário. A valorização desses ativos permitia maior alavancagem.

Ademais, merecem atenção fatores estruturais que incentivavam comportamento especulativo, como a existência de um sistema tributário distorcido que incentivava a especulação¹ e as regulações sobre aluguéis, que forçavam a renovação automática na ausência de razão concreta para o contrário por parte do locador².

¹ O valuation de ativos não alcançava valores de mercado, enquanto a consideração da dívida era feita a valor de face, com a taxa de ganhos de capital somente na venda e a dedução de pagamentos de juros.

² Com viés judicial ao locatário.

O maior destaque fica para o fator confiança. Na metade final dos anos 80, o Japão consegue se recuperar rapidamente da *Black Monday*³, com o status de grande credor financeiro internacional, liderança nos mercados de tecnologia e Tóquio surgindo como um grande centro financeiro internacional. Isso coincide com o momento de profunda expansão cultural japonesa, como mostra o jornal *Business Insider* (2021)⁴: “*American children got used to seeing Japanese names during the closing credits of their favorite cartoons, like Voltron or Thundercats*”.

Conforme mostra Werner (2003), preços de imóveis dispararam, com o Jardim do Palácio Imperial possuindo mais valor imobiliário que toda a Califórnia, exageros que eram justificados pela escassez de terras. O autor aponta que debates sobre uma possível bolha surgem no BoJ, ao mesmo tempo que o aumento da inflação preocupa, conforme mostra o gráfico 2.

O primeiro aumento de juros vem em 1989, com 0,75 pontos percentuais, com a taxa base chegando em 6% em agosto de 1990. A maior contração monetária estimula o estouro da bolha e os índices de preços de ações e de imóveis atingem o seu pico entre o final de 1989 e o início de 1990. Isso marca a transição para um período de baixo crescimento e quase deflação, com taxas de juros baixíssimas, com reversão parcial somente no período da *Abenomics*, conforme mostra a tabela 1.

Tabela 1: Variáveis Macroeconômicas (1971-2019)

Período	Velho SNA - PIB	Novo SNA - PIB (1994-	Inflação Média	Taxa de Desconto	Taxa do Interbancário (1985 -
1971-1990	4.24	-	5.58	5.26	5.32
1991-2000	1.25	1.32	0.83	1.69	2.01
2001-2013	-	0.62	-0.24	0.29	0.12
2013-2019	-	0.94	0.83	0.30	0.00

Sistema de contas nacionais (SNA) de 1968 e atual. Fonte: CAO, BoJ, MIC

O BoJ ataca o problema inicialmente por meio da política monetária convencional, com a redução de juros, ao passo que o governo empreende estímulos fiscais. Tais medidas não funcionam e o Japão fica preso a uma combinação tríplice de juros, crescimento e inflação baixos, algo fora do comum em modelos macroeconômicos de curto prazo.

Consequentemente, o BoJ empreende uma série de políticas consideradas não-convencionais, em diferentes graus de convicção, produzindo resultados mistos.

³ Queda forte dos mercados de ações globais em 1987 em meio a tensões geopolíticas e questões operacionais.

⁴ Business Insider, *The True Story Of The 1980s, When Everyone Was Convinced Japan Would Buy America*, 2021.

No entanto, é apenas na *Abenomics*, nome dado às políticas reflacionárias do primeiro-ministro Abe e de seu banqueiro central, Haruhiko Kuroda, que o país consegue sair de um equilíbrio deflacionário, transitando para o baixo crescimento e inflação ainda aquém da nova meta de 2%.

Recentemente, as políticas de geração de inflação do BoJ entraram em voga em um contexto de crescente inflação doméstica e internacional e decorrentes ganhos salariais no Japão, que ainda possui política monetária mais estimulativa contra os pares. Isso implica em juros baixos e um crescente diferencial contra o resto do mundo, provocando depreciação cambial e críticas internas.

Ao mesmo tempo, mudanças aconteceram na condução de política do Banco Central, o que é evidenciado pela decisão de flexibilizar o controle do vértice de 10 anos da curva de juros e pela mudança de liderança recente da instituição, tornando o cenário adiante mais incerto.

1.2 ESTRUTURA

O trabalho se divide, além da introdução, em:

- Breve revisão de literatura, analisando os principais trabalhos sobre a falta de inflação no Japão, seus danos e a avaliação de condutas de resposta do BoJ.
- Definição de metodologia, que consiste primordialmente na análise histórica e macroeconômica dos acontecimentos japoneses desde os 1990, com base em pesquisa bibliográfica, documental e estatística.
- Uma análise acerca dos processos macroeconômicos entre os anos 1990 e 2023, incluindo uma avaliação crítica das políticas monetárias do BoJ durante a bolha, a crise de 1997, 2008 e a *Abenomics*.

2. REVISÃO DA LITERATURA E METODOLOGIA

2.1 ESTAGNAÇÃO E DEFLAÇÃO PELO LADO DA DEMANDA

Em termos da estagnação e deflação subsequentes à bolha imobiliária, há disputa entre aqueles que a creditam ao lado da demanda e outros ao lado da oferta.

Em relação à primeira, Koo (2009) atribui o período de baixo crescimento dos anos 90 a uma “Recessão de Balanços”, na qual firmas alteram seu comportamento maximizador

de lucro para minimizador de dívida, priorizando a limpeza de balanços após o colapso de seus ativos frente à sua posição de passivos.

Nesse sentido, empresas se tornam menos propensas a empréstimos mesmo a juros baixos, destinando uma parte maior de seus fluxos de caixa para o Sistema Financeiro, quebrando o canal de transmissão da política monetária.

O Sistema Financeiro, por sua vez, não recicla o fluxo devido à falta de demanda por crédito frente à prioridade empresarial de limpeza de balanços, o que equivale à retirada de liquidez e menos moeda em circulação. Cria-se então uma espiral deflacionária que reduz os fluxos de caixa nominais das firmas e atrasa a limpeza de balanços analogamente ao processo “*debt-deflation*” de Fisher.

A política monetária perde sua eficácia frente à ausência de demanda por empréstimos, mesmo a taxas mais baixas. Cabe então à política fiscal demandar fundos do sistema financeiro e permitir uma recuperação mais acelerada dos balanços empresariais. Caso contrário, há risco de perda permanente de propensão a investir no futuro, sendo maior quão mais longo o processo de limpeza, o que explicaria o menor crescimento do estoque de capital após os anos 90.

Autores como Friedman (1997) e Werner (2003) defendem com maior ênfase políticas monetárias para lidar com os balanços contaminados, com maior ênfase em *Quantitative Easing* (QE) e afrouxamento monetário, culpando a inação do BoJ pelo prolongado período de crescimento anêmico japonês.

Ao mesmo tempo, Ito & Mishkin (2006) culpam o *Bank of Japan* por inação nos anos 90 e pela subestimação das forças deflacionárias. Sendo assim, o banco central permitiu a contínua deterioração de balanços privados, tanto do setor financeiro, que seguia emprestando para o imobiliário na esperança de uma recuperação – que nunca veio – quanto aquele que tomava crédito. Nesse sentido, com a manutenção do setor imobiliário em condição deprimida, balanços financeiros mútuos se tornam mais deprimidos sem a fiscalização adequada do Ministério das Finanças (MoF).

A situação se deteriora em 1997 após o início da crise financeira asiática na Tailândia, que se soma à consolidação fiscal perseguida pelo governo Ryutaro Hashimoto (Koo, 2009). Ambas levam a economia a seu primeiro ano de crescimento negativo em 1998, catalisando falências e uma nova contração de crédito similar à observada no estouro da bolha, o que força duas injeções de capital pelo governo japonês.

O BoJ reage nos anos posteriores, com juros em 0,15% (*Zero Interest Policy Rate* ou ZIRP) e QE, mas com uma comunicação dúbia e insuficientemente enfática acerca da

necessidade de afrouxamento⁵. Há, portanto, uma barreira ao alívio necessário de condições financeiras para socorrer a economia japonesa em meio a um processo de recuperação incompleta de balanços e choques externos recessivos.

Consequentemente, cria-se uma inércia deflacionária no Japão, que possui expectativas adaptativas (*Bank of Japan Staff*, 2016), tornando o combate à inflação mais custoso no futuro.

Concomitantemente, a prolongada apreciação do *Yen* (Adachi, 2022) durante a década de 1990 acentua problemas deflacionários e consolida a inércia que influenciou as dinâmicas de preço japonesas desde então.

Nesse prisma, Kuroda (2022) acredita que o afrouxamento monetário e, portanto, ações pelo lado da demanda são necessárias, uma vez que previnem apreciação excessiva da moeda e facilitam pressões laborais que forcem aumentos salariais.

2.2 ESTAGNAÇÃO E DEFLAÇÃO PELO LADO DA OFERTA

O lado da oferta é encabeçado por Shirakawa (2012) e Baba (2019), que apontam para o envelhecimento populacional japonês como principal causa por trás do baixo crescimento do país.

O mecanismo se desenvolve por meio das menores expectativas de crescimento por parte das firmas e das famílias, que reduzem sua demanda no presente frente à expectativa de menor expansão de renda e lucros no futuro.

Nesse contexto, Baba, Ota e Tanaka (2022A e 2022B) afirmam que as baixas expectativas de crescimento de firmas e famílias geraram comportamentos avessos a risco em ambos os agentes.

Firmas evitam então aumentos salariais – vistos como custos fixos em um mercado de trabalho cuja demissão é raramente uma opção –, enquanto famílias priorizam a estabilidade empregatícia contra aumentos salariais, o que eleva a elasticidade-preço da demanda frente ao fraco crescimento dos salários nominais. Assim, firmas não conseguem repassar pressões de custos para preços finais, inviabilizando o processo inflacionário.

Dessa maneira, o único caminho para gerar inflação seria tornar firmas mais otimistas com uma “estratégia crível de crescimento”, envolvendo ganhos de produtividade

⁵ Aqui, de acordo com os autores, faz peso a nova independência do BoJ sob Masaru Hayami e Toshihiko Fukui, preocupados com a credibilidade frente à sua recém-conquistada autonomia e, portanto, ariscos a gerar afrouxamento significativo sob risco de dano reputacional permanente.

e elevação do crescimento potencial - muito afetado pelo fator demográfico -, que permita aumentos salariais.

2.3 A TRANSIÇÃO PARA UM REGIME DE BAIXA INFLAÇÃO

Borio *et. al* (2023) aponta a existência de diferentes comportamentos a depender da evolução vigente de preços. Nesse sentido, taxas de inflação baixas reduzem as correlações dos movimentos de diferentes preços e salários, ao passo que aumentos de preços maiores ou mais frequentes quebram a “desatenção irracional”. Isso influencia a decisão de agentes em negociações de salários e definição de margens, forçando a persistência do fenômeno.

Mais interessante para o caso japonês é a situação reversa, que é demonstrada por Baba (2023), com queda relevante de *pass-through* de salários para a inflação e vice-versa em regimes com baixa evolução salarial, o que reflete a teoria dos custos de menu.

2.4 POR QUE BUSCAR A INFLAÇÃO?

Autores como Krugman (2010) argumentam que a deflação reduz o consumo presente devido à expectativa dos agentes de menores preços no futuro, que implica que manter o dinheiro parado se torna um investimento com rendimento real positivo. Ao mesmo tempo, traz efeitos adversos ao investimento, dado que empréstimos tomados no presente se tornarão dívidas mais elevadas em termos reais no futuro.

Um segundo fator levantado pelo autor é que, em uma economia deflacionária, salários precisam cair com preços, uma tarefa árdua devido à rigidez de salários nominais para baixo.

Por fim, Krugman relembra a deflação de dívida de Fisher (1933), na qual a redução de fluxos de caixa nominais reduzidos eleva o peso da dívida sobre os agentes. Apesar de se tratar de uma transferência de renda, o arcabouço de Fisher aponta para a maior propensão de devedores cortarem gastos contra a menor tendência de credores elevarem dispêndios.

Ito & Mishkin (2004) abordam o problema da deflação de dívida mais voltado ao caso japonês e encontram problemas relacionados à estabilidade financeira. Sendo assim, os autores exploram a perda de riqueza líquida associada à deflação como fator redutivo no tamanho dos colaterais em empréstimos, gerando perdas mais substanciais para os credores em um calote e implicando em consequências mais graves da seleção adversa. Outro ponto negativo é a criação de problemas de *moral hazard*, uma vez que a menor

riqueza em ativos incentiva o risco excessivo, dado que devedores possuem menos a perder.

Assim, as práticas dos devedores em uma deflação fazem com que o sistema financeiro perca eficiência em sua capacidade alocativa, reduzindo o retorno sobre o capital e, portanto, diminuindo o investimento agregado.

Os autores também citam a criação de um problema fiscal, uma vez que o governo japonês toma dívida a taxas fixas e não possui correções monetárias em fontes tributárias como o imposto de renda. Assim, o governo tem tanto um aumento de dívida frente a juros reais mais elevados quanto uma perda na arrecadação nominal decorrente da queda do nível de preços.

A deflação também dificulta a política monetária tradicional, uma vez que taxas de juros convencionalmente não podem ir muito abaixo de zero dado que gerariam menor retorno para os bancos que congelar empréstimos. Assim, as taxas reais de juros da economia podem se tornar excessivamente elevadas em uma queda abrupta do nível de preços, acentuando a espiral deflacionária e mantendo a economia abaixo da capacidade.

3. METODOLOGIA

O presente trabalho faz uso de uma metodologia predominantemente qualitativa, compreendendo a análise histórica do período após o estouro da bolha até os dias atuais e balizando-se nas principais publicações locais e internacionais sobre o tema. Além disso, é feita uma análise de viés macroeconômico pautada nos dados da economia japonesa e na bibliografia pesquisada.

Os dados macroeconômicos são extraídos diretamente de suas fontes, como o Ministério dos Assuntos Internos e Comunicações (MIC) para a inflação, o Ministério das Finanças (MoF) e o *Cabinet Office* (CAO) para dados fiscais, externos e de crescimento. Ademais, serão utilizados dados do Ministério da Saúde, Bem-Estar e Emprego (MHLW) para emprego, salários e negociações entre sindicatos e empregadores e do *Bank of Japan* (BoJ) para dados de agregados monetários e financeiros.

Por fim, o uso de metodologia quantitativa é restrito à apresentação de modelos econométricos construídos pelos expoentes pesquisados, como por exemplo Baba, Ota e Tanaka (2022A).

4. ANÁLISE DO DESEMPENHO JAPONÊS

4.1 A DESACELERAÇÃO DOS ANOS 90

4.1.1 O CRASH DA “BUBBLE ECONOMY” (1990-92)⁶

O Japão adentra os anos 90 com uma economia em hiato do produto positivo e sujeita a preocupações inflacionárias do BoJ, que promove uma alta de 350 pontos-base na taxa de juros, finalizando o ciclo de altas em 6%. Tal processo levaria ao estouro da Bolha *Heisei*, que por si só traria um aperto de crédito e uma queda de confiança com efeitos negativos à atividade.

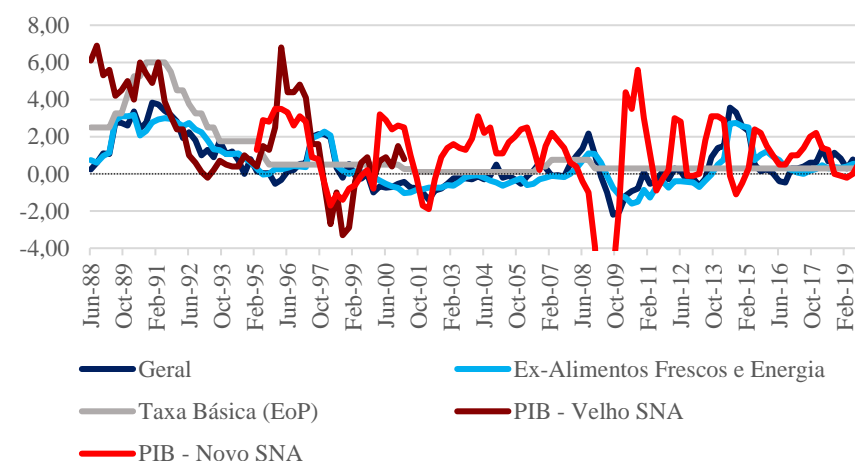
Apesar dos efeitos em preços de ativos, o BoJ manteve a postura dura de política monetária até julho de 1991, tanto para impedir um retorno da bolha quanto para garantir a convergência da inflação à níveis mais baixos, conforme argumentado por Ito e Hoshi (2020).

Os efeitos do *crash* são sentidos na economia real entre 1991 e 1992 e agentes começam a esperar por uma contração, que de fato ocorre em 1993 em forma de uma recessão técnica⁷. Assim, entre 1992 e 1994, a economia apresentaria um crescimento médio de 1.2% ao ano (gráfico 2).

Figura 2: Evolução das principais variáveis macroeconômicas (1988-2019)

Taxa Básica vs. PIB vs. Inflação

Crescimento anual, dados trimestrais de inflação (média) e de juros (fim do período), %



Fonte: CAO, MIA, Elaboração Própria.

Os formuladores de política já percebiam a deterioração nas condições econômicas a partir de 1991, o que leva o BoJ a afrouxar as condições de aperto de maneira gradual e posteriormente mais incisiva em 1992, ao passo que o governo realiza pacotes de estímulos

⁶ Este capítulo se baseia principalmente em Ito e Hoshi (2020)

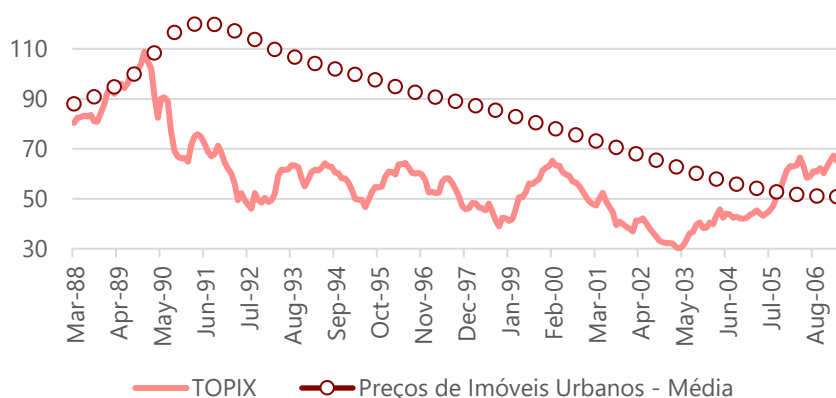
⁷ Recessão Técnica: Dois trimestres sequenciais de crescimento negativo.

em 1992 e 1993. Em especial, a equipe do primeiro-ministro Kiichi Miyazawa anuncia 2.8 trilhões de ienes para o mercado de ações por meio de fundos de pensão públicos, valor correspondente a 1% da capitalização total da Bolsa de Valores de Tóquio e efetivo em ancorar preços, conforme mostra o gráfico 3. Tal medida ficaria conhecida como *Price Keeping Operation (PKO)* (Ito e Hoshi, 2020).

Figura 3: Evolução de Ativos Financeiros (Pré e Pós-Estouro)

TOPIX e Preços de Imóveis Urbanos

Set-89 = 100, Média entre Residenciais e Comerciais para Imóveis



O TOPIX é o índice da bolsa de valores de Tóquio.

Fonte: Bloomberg & Bank of International Settlements (BIS).

Estímulos fiscais e monetários seguem até 1995, como mostram o gráfico 2 e a Tabela 2, que atenuariam o impacto recessivo até 1996, quando a economia volta a crescer, mas por um período relativamente curto.

Paralelamente, o estouro da bolha força a economia japonesa na direção de um ciclo de desalavancagem de acordo com Koo (2009) com a hoje popularmente conhecida recessão de balanços. Trata-se de um desequilíbrio entre ativos e passivos tal que as firmas preterem a maximização de seus lucros à minimização de suas dívidas.

Em outras palavras, agentes entram em um ciclo de desalavancagem tal que a demanda por crédito se reduz. Portanto, fluxos de caixa para a redução de dívidas se intensificam e, frente a uma procura diminuta por fundos, a poupança gerada pelas firmas sai da economia real e se equivale a uma retirada de liquidez, com efeitos deflacionários. Isso foi observado na Grande Depressão, na Crise de 2008 e principalmente na Década Perdida japonesa, esta última com perda de ativos acumulada de quase 300% do produto interno bruto (PIB) ao fim do processo⁸. Neste cenário, as empresas reduzem investimentos

⁸ Koo, p.16 e 17 (2009)

e saem de devedoras a credoras da economia, o que é demonstrado no gráfico 4 com a mudança nos fluxos de empresas financeiras a partir de 1990 e não-financeiras após 1992.

Tabela 2: Políticas Fiscais Discricionárias

(Baseado na tabela 7.4 de Ito e Hoshi, 2020)

Líder	Data	Grandes Itens (Trilhões de Yen)								Benchmarks (Trilhões de Yen)	
		Total	Infra	Tributário	Compras de Terrenos	PMEs	Investimento Residencial	Outros	Financeiro e Crédito	PIB**	Total, % PIB
Miyazawa	1992/08	10.7	5.7		1.6	2.1				475.289	2.25%
	1993/04	13.2	6.6		1.6	2.4	0.8			479.762	2.75%
Hosokawa	1993/09	6.2	2			0.8	2.9			479.762	1.29%
	1994/02	15.3	3.9	5.9	2.8	1.3	1.2			510.916	2.99%
Murayama	1995/09	14.2	9.1		3.2	1.3	0.5			521.613	2.72%
Hashimoto	1998/04	16.7	7.7	4.6		2	0.7	1.0		536.497	3.11%
	1998/11	23.9	8.1	6			1.2			536.497	4.45%
Obuchi	1999/11	18	6.8			7.4	2	1.0		528.07	3.41%
	2000/10	11	4.7			4.5	1.1			535.418	2.05%
Koizumi	2001/12	4.1	1.1					1.9		531.654	0.77%
	2002/12	4.4	2.6			0.5		1.0		524.479	0.84%
Fukuda	2002/12	11.5				9.1		1.9		524.479	2.19%
	2008/10	26.9				21.8	0.4	0.3		527.824	5.10%
Aso	2008/12	10		1.1						527.824	1.89%
	2009/04	56.8	3.8					7.5	41.8	494.938	11.48%
Hatoyama	2009/12	24.4	2.6				8.2	4.7	10.4	494.938	4.93%
	2010/09	9.8					8.1	1.1		505.531	1.94%
Kan	2010/10	21.1	17.8*			17.8*		1.7		505.531	4.17%
	2011/10	23.6				12.1	9.7			497.449	4.74%
Noda	2012/11	2								500.475	0.40%
	2013/01	20.2	5.5			8.5		1.2		508.7	3.97%
Abe	2013/12	18.6	4.5					4.4		508.7	3.66%
	2014/12	3.5								518.81	0.67%
	2016/08	18.1	8.9			1.3				544.36	3.33%

* Quantia Dividida

** Quebra metodológica entre 1993 e 1994

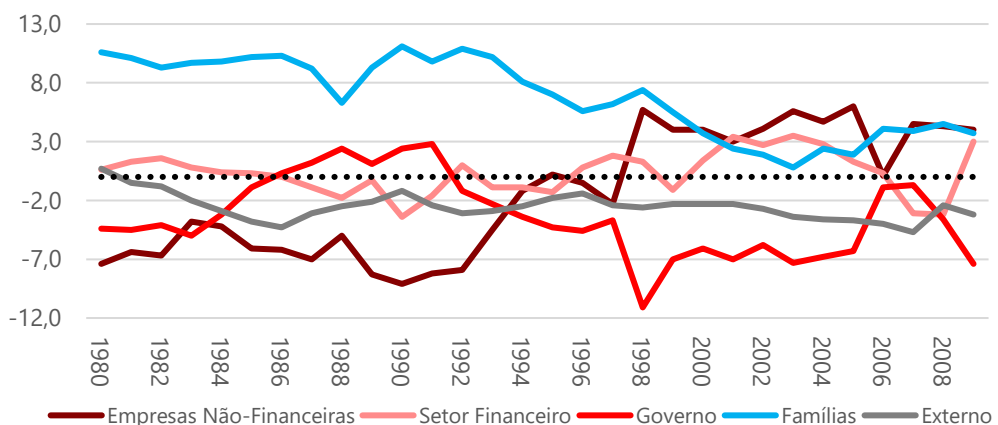
Fonte: CAO, Elaboração Própria

Figura 4: Superávit/Déficit Financeiro

(Baseado no gráfico 1-6b de Richard Koo, 2009)

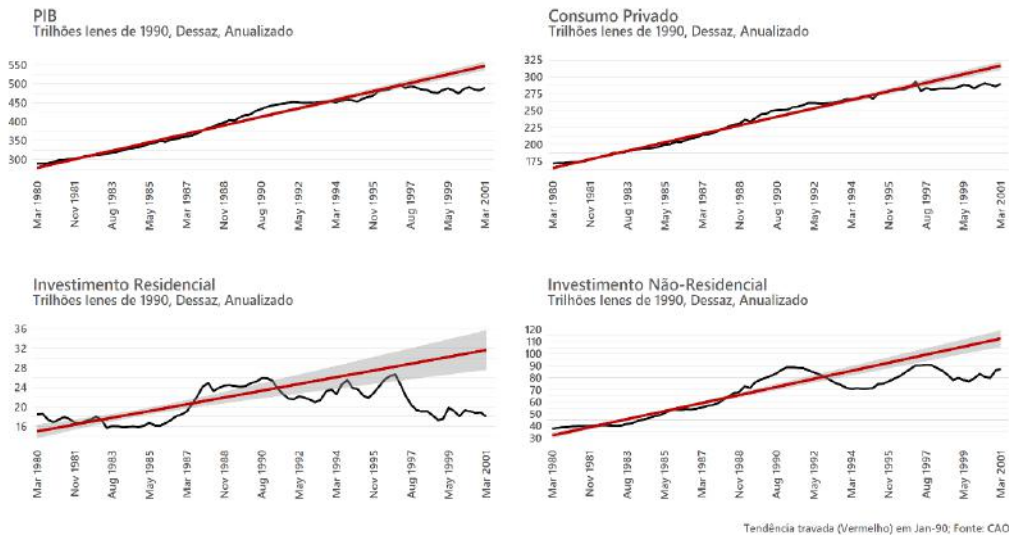
Superávit/Déficit Financeiro da Economia

% PIB Nominal



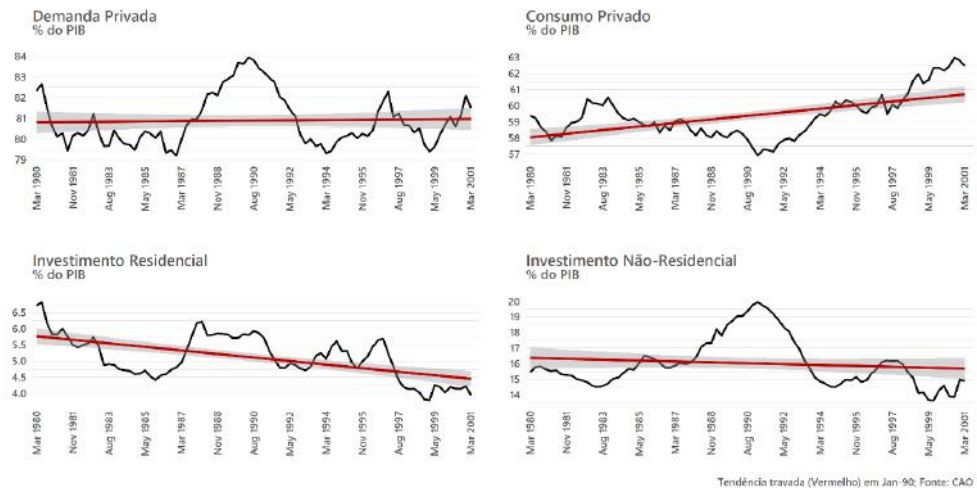
Efetivamente, tal comportamento comprime as despesas de capital (CAPEX), exercendo peso negativo sobre o investimento, que vai abaixo da tendência, e comprometendo a recuperação dos próximos anos, como demonstrado pelos gráficos 5 e 6. Esse contexto de fraca recuperação devido à recessão de balanços não era bem entendido à época, o que provocou novos estragos.

Figura 5: Componentes do PIB, contra tendência linear (1980-2001)



Fonte: CAO, Elaboração Própria

Figura 6: Componentes do PIB, %, contra tendência linear (1980-2001)



Fonte: CAO, Elaboração Própria

4.1.2 UMA DIFÍCIL RECUPERAÇÃO (1992-97)

Ainda em 1992, o primeiro-ministro Miyazawa, de notória inclinação keynesiana, de acordo com Ito e Hoshi (2020), foi o primeiro a mencionar a necessidade de injeções de capital de fundos públicos em instituições financeiras, devido aos crescentes *Non-*

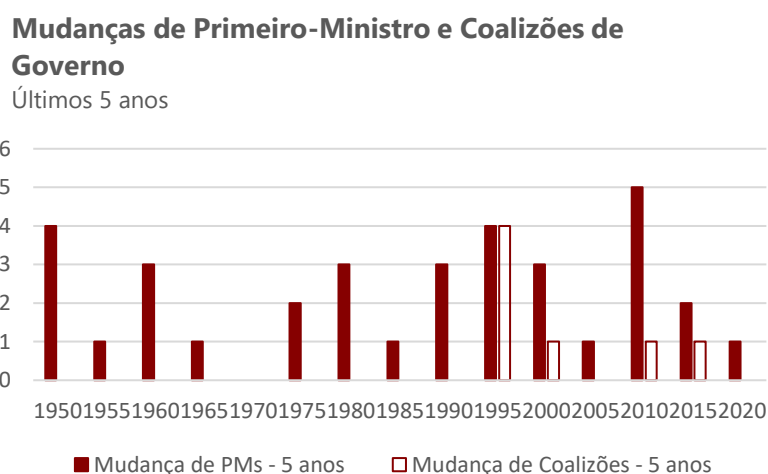
*Performing Loans*⁹ (NPLs) nos balanços bancários. Apesar de pouco sucedido e severamente criticado pela burocracia do MoF e por bancos e corporações financeiras, o tempo o provaria correto.

Ainda de acordo com os autores citados acima, a deterioração de NPLs, principalmente no setor imobiliário e de construção, pressiona os balanços bancários, que já estavam combalidos¹⁰ devido à dependência prévia de ganhos não realizados em *equities*¹¹ para cobrir os requerimentos de capital de Basiléia I.

As autoridades, em grave complacência, não pressionaram bancos pela transparência de seus problemas financeiros, com temores de provocar um pânico financeiro (Ito e Mishkin, 2006) e (Ito e Hoshi, 2020). Assim, até 1993, NPLs não eram divulgados, sendo posteriormente publicados apenas por grandes bancos e com definição estrita¹², o que só foi corrigido em 1998.

Nesse teor, a rápida sucessão de chefes de governo, como mostra o gráfico 7, não ajudou a formulação consistente de políticas para lidar com o problema. O governo passa por instabilidades, apresentando uma rotação elevada de líderes com o colapso da gestão Miyazawa em 1993 após um escândalo político nos Liberais Democratas (LDP).

Figura 7: Mudanças de primeiro-ministro e coalizões de governo



PM: Primeiro-Ministro. Elaboração Própria

⁹ Empréstimos não realizados, ou seja, em atraso ou com probabilidade de *default*.

¹⁰ Outro fator que afeta os balanços bancários são as Jusen, firmas de nicho criadas por bancos para emprestar para companhias do setor imobiliário. O MoF tenta agir por meio de alguns planos de recuperação, porém, com projeções otimistas acerca da recuperação de preços de imóveis, tais tentativas falham e eventualmente as perdas são destinadas aos bancos fundadores, outros agentes financeiros e ao governo.

¹¹ Os balanços bancários também são afetados pela venda de investimentos com garantias de retorno durante a Bolha Heisei, que eventualmente acarretaram perdas judiciais para as instituições financeiras, sendo uma parte escondida via manobras contábeis (Ito e Hoshi, 2020).

¹² Apenas empréstimos para empresas falidas e empréstimos com pagamentos atrasados em mais de 6 meses, quando a norma americana consistia em 3.

No entanto, a oposição que assume apresenta caráter heterogêneo e falha em chegar aos consensos necessários para governar nos períodos Hosokawa e Hata, só se tornando capaz de constituir órgão estável com o LDP no governo Murayama. O partido depois volta ao controle sozinho no período Hashimoto, mas só apresentando perfeita estabilidade no governo Junichiro Koizumi.

Por conseguinte, de 1992 a 1995, o setor bancário esperava melhora em NPLs a partir de uma recuperação, que não veio em uma economia que reparava balanços. Ainda assim, o desalinhamento da realidade com as expectativas e a fraca supervisão permitiu que bancos insistissem com balanços contaminados e seguissem oferecendo crédito.

Em especial, o setor destinava empréstimos para o pagamento de juros de dívidas contraídas previamente no ramo imobiliário (*Evergreening*), o que provoca a melhora artificial de NPLs, mas apenas realiza a rolagem um problema de insolvência do setor privado para o futuro (Ito e Hoshi, 2020).

Em agosto 1995, as falências de duas cooperativas de crédito, seguidas pela de um banco regional¹³, tornam a possibilidade de uma crise bancária palatável, em especial pelo caráter similar à uma corrida bancária. Mais importante, as reservas do Instituição Garantidora de Depósitos (DIC), se exaurem após a combinação das três insolvências, agravadas por um contexto de uso mais intenso durante os três anos anteriores.

Consequentemente, o Diet¹⁴ aprova revisões à lei do DIC, permitindo assistência financeira maior que os custos relacionados aos depósitos garantidos. Na prática, o governo garante os depósitos do sistema bancário e outras instituições financeiras sob risco severo de solvência. O DIC seria novamente revisado para auxiliar F&As¹⁵ para todo o sistema bancário em 1997.

A economia consegue adentrar 1996 com novo *momentum* de crescimento – mostrado no gráfico 2 - auxiliada por pacotes fiscais, afrouxamento monetário e depreciação do *Yen*, que atinge níveis próximos a 110 por Dólar após atingir mínima em torno de 83 em maio de 1995.

No entanto, uma série de choques ocorre em 1997. Do lado doméstico, o governo de Ryutaro Hashimoto busca maior consolidação fiscal com o aumento de IVA (Imposto sobre Valor Agregado)¹⁶ de 3% para 5%, a reversão de cortes de impostos de renda feita

¹³ Cosmo, Kizu e Hyogo, respectivamente

¹⁴ Parlamento Japonês

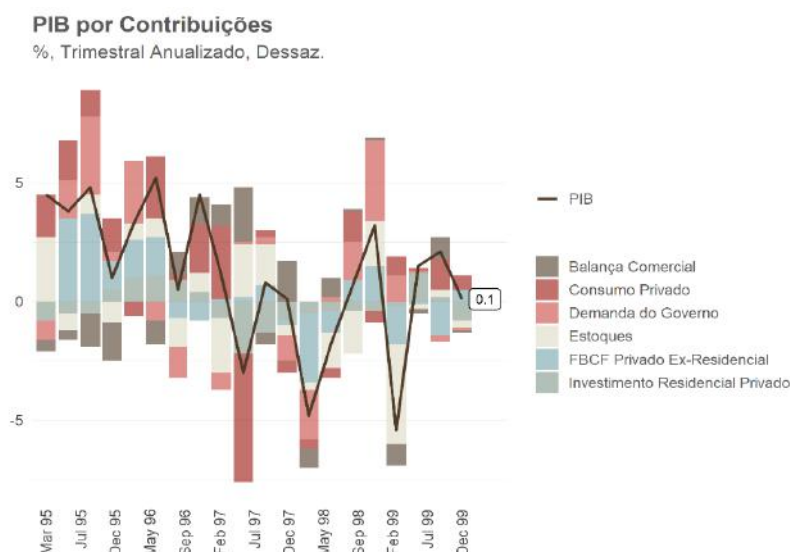
¹⁵ Fusões e Aquisições

¹⁶ Incide diretamente no consumo

por Murayama em 1995 e outros aumentos de tarifa¹⁷. Do lado externo, a crise asiática iniciada na Tailândia também impacta a economia japonesa.

O desempenho econômico japonês do início de 1997 é afetado em larga escala pela consolidação fiscal, em particular pelo aumento de IVA, que leva os consumidores a adiantarem o consumo no primeiro trimestre antes da imposição do novo imposto (gráfico 8).

Figura 8: Evolução trimestral do PIB, QoQ Dessaz, %, (1995-2000)



FBCF significa Formação Bruta de Capital Fixo. Fonte: CAO, Elaboração Própria

No entanto, a economia se mantém estagnada em seguida, com o impacto do aumento de impostos sendo relativamente elevado na renda disponível (Ito e Hoshi, 2020).

Ao mesmo tempo, as falências de diversas instituições financeiras acarretam uma situação econômica tal em que a estabilidade empregatícia é colocada à frente de aumentos salariais em meio à forte fragilidade no mercado de trabalho. Esse ponto é de suprema importância para identificar as raízes da falta de inflação no Japão e suas consequências serão discutidas adiante neste trabalho.

Autores como Koo (2009) atribuem à consolidação grande papel na deterioração das condições econômicas japonesas após 1997, no entanto, é uma hipótese forte creditar somente ao governo Hashimoto a culpa pela forte desaceleração em meio às crises financeiras do período. Ademais, a consolidação fiscal proposta por Junichiro Koizumi em seu governo não impediu uma recuperação a ser discutida posteriormente.

¹⁷ Em particular o aumento das tarifas de de coparticipação para o seguro de saúde nacional.

4.1.3 A CRISE FINANCEIRA DE 1997 E O BOJ DE MASARU HAYAMI (1997-2001)

Em novembro, a falência da Sanyo, uma empresa de corretagem, força um novo calote, dessa vez no *Call Market*¹⁸, o que abala as condições financeiras, com forte queda na liquidez do mercado, o que, somado ao ceticismo dos agentes, derruba outras instituições. Em especial, o banco Hokkaido Takushoku Bank¹⁹, severamente contaminado por NPLs, e a corretora Yamaichi²⁰, que escondia perdas de *trading*, faliram em meio à fuga de depósitos e à desconfiança, no que seria chamado de momento *Lehmann Brothers* para o Japão por Ito e Hoshi em 2020.

O governo finalmente intervém entre o fim do ano e o 1T98 com uma injeção de capital e mudanças contábeis que permitiam a avaliação de ações e imóveis pelo valor de livro e não de mercado, naturalmente maquiando balanços. A crise persistiu, em grande parte porque não houve uma revisão da saúde financeira dos bancos, mantendo uma crise de confiança nos mercados.

O governo Hashimoto eventualmente cai e assume seu parceiro de partido Keizo Obuchi após o impacto de popularidade com a crise financeira. A nova administração cria a FSA (Agência de Supervisão Financeira) e permite injeções de capital e nacionalizações de bancos, agora com um *framework* legal. Nesse contexto, o governo realiza uma segunda injeção, dessa vez bem-sucedida em acalmar os mercados (Ito e Mishkin, 2006).

Do lado monetário, a resposta do BoJ foi, no mínimo errática, obviamente sobre o benefício de análise dos acontecimentos 25 anos depois. Em abril de 1998, há o início de um novo *Bank of Japan*, dessa vez politicamente independente e dirigido por Masaru Hayami. O banco central anterior tinha como objetivo não a estabilidade de preços, mas o potencial econômico, e permitia a substituição de seu líder pelo MoF, além de ter sua reputação manchada por um escândalo em 1997²¹.

Em ordem cronológica, o BoJ antes realiza duas reduções de juros em meio à crise financeira: a primeira para 0,25% (antes em 0,5%) em setembro de 1998 e a segunda de para 0,15% em fevereiro de 1999, iniciando a *Zero Interest Rate Policy* (ZIRP), com trimestres seguidos de contração de atividade (gráfico 8).

¹⁸ O primeiro da história no *Call Market*, que é um sistema de negociação em intervalos de tempo fixo para grandes transações, bastante popular em Tóquio.

¹⁹ HTB, vigésimo maior banco à época.

²⁰ Quarta maior corretora à época.

²¹ A nova lei é motivada principalmente por um escândalo de corrupção e tráfico de influências nos primeiros 3 meses de 1997.

Em 1999, novos choques afetam o sistema financeiro japonês, em particular a crise soberana russa e a falência do LTCM (*Long-Term Capital Management*). Ainda assim, o board seguia dividido entre um grupo favorável ao *Quantitative Easing* (QE), outro contrário à ZIRP devido aos aposentados²² e o consenso.

A resistência persistiria em setembro do mesmo ano, quando o BoJ se coloca contrário a responder à apreciação do Yen com políticas de QE e inclusive enfatiza os efeitos colaterais da ZIRP, indo em oposição às expectativas de mercado e aos desejos do governo.

Entre 1999 e 2000, a economia se recupera, com rebote em preços de ações, como mostra o gráfico 3, e lucros corporativos, o que leva o BoJ a esperar um efeito *trickle-down*, mantendo a janela aberta para terminar a ZIRP, que efetivamente é finalizada em agosto de 2000.

A tal ponto, Ito e Mishkin (2006) colocam que a conjuntura internacional era desfavorável, com o estouro da “bolha.com” e a virada da economia americana, além de uma taxa de inflação negativa, conforme demonstra o gráfico 2. De fato, a economia japonesa vira logo em seguida e o *Bank of Japan* reverte o aumento de maneira parcial em fevereiro de 2001, levando a taxa básica a 0,35% e utilizando uma taxa de empréstimos colateralizados, feita para manter o custo do *overnight* limitado.

Novamente, em março o BoJ atinge 0,25% em taxa de desconto e muda seu instrumento de política monetária. O antes objetivo relacionado à *call rate* não-colateralizada, ou seja, à taxa de juros do *overnight* no interbancário, é terminado. Seu novo instrumento é focado em um objetivo de reservas ofertadas ao sistema bancário, inicialmente em 5 trilhões de *Yen*, acima do compulsório de 4 trilhões.

Dessa maneira, o banco central compra ativos dos bancos e injeta liquidez no sistema financeiro acima do necessário pelos bancos, gerando excesso de reservas no sistema e levando a *call rate* a zero. Portanto, o corte posterior para 0,10% na taxa de desconto básica, que era a meta para a *call rate* não tem impacto. Assim, o BoJ torna claro que só terminará com a ZIRP após a taxa de inflação *ex-alimentos frescos* for positiva de maneira estável.

A partir disso, o banco central embarca de vez no QE e expande até outubro de 2002 não só a meta de reservas em excesso²³ para 11-16 trilhões (15-20 de reservas

²² Nakahara e Shinotsuka, respectivamente, representavam o dissenso.

²³ Antes em 1 trilhão de Yen, com 5 trilhões de reservas totais ofertadas contra 4 trilhões em compulsório

ofertadas) como também as compras de títulos de longo prazo para 1.2 trilhões mensais contra 400 bilhões no início da nova política.

Ito e Hoshi (2020) apontam que a ZIRP inicial, de 1999 a 2000, teve pouco efeito prático, uma vez que a comunicação do BoJ foi “*fraca e confusa*”, durando tempo insuficiente e sem explicação clara de canais. Ademais, o QE teve sua efetividade limitada também por um *guidance* indefinido acerca do tempo de duração e opcionalidades para saída. Portanto, apesar de agir na direção correta, as intenções dúbias do BoJ de Hayami limitaram os efeitos da política do BoJ.

4.1.4 OS FATORES DEMOGRÁFICOS (1990-2000)

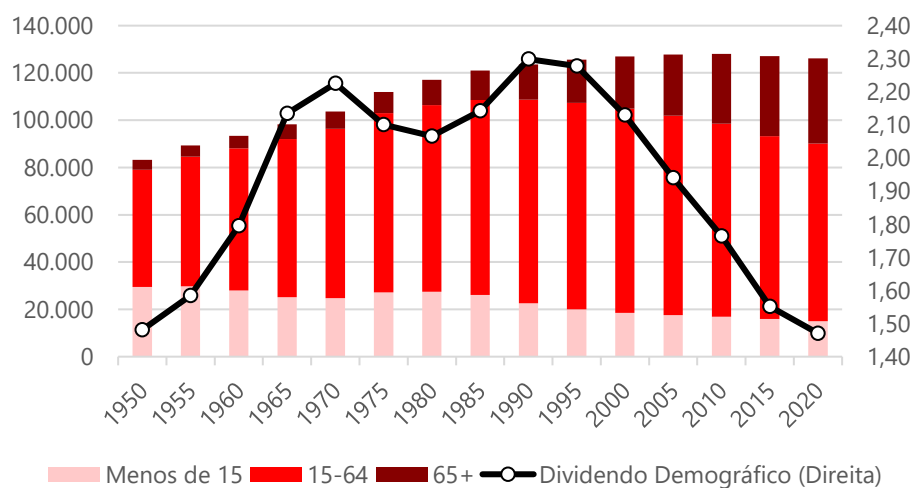
Ao mesmo tempo em que passava por fenômenos que deprimiam a demanda, o Japão sofre um forte envelhecimento populacional a partir da década de 90. Em particular, a parcela da população com mais de 64 anos cresce bastante relativamente à população em idade de trabalho – 15 a 64 anos – e à parcela mais jovem, com menos de 15 anos.

Esse processo é demonstrado pela forte queda do dividendo demográfico japonês – definido como a razão da população em idade de trabalho (15-64) com a dependente (menores de 15 e maiores de 64) - durante os últimos 30 anos no gráfico 9. Baba, Ota e Tanaka (2019) ainda acrescentam que o processo de envelhecimento ocorreu em ritmo mais acelerado que o esperado pelas projeções dos anos 90, tidas como excessivamente otimistas.

Figura 9: População e Dividendo Demográfico

População e Dividendo Demográfico

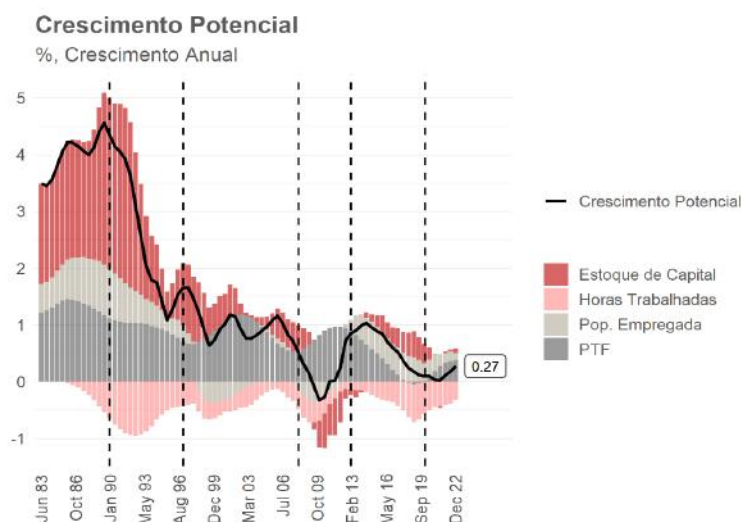
Milhões, Dividendo Demográfico: População de 15-64/População Dependente



Fonte: MIC, Elaboração Própria

Naturalmente, a economia japonesa já transitaria para um crescimento potencial mais baixo, com queda da contribuição da população empregada (gráfico 10).

Figura 10: Crescimento Potencial Japonês



PTF significa Produtividade Total dos Fatores

Fonte: BoJ, Linhas representam o estouro da Bolha, a crise de 1997, de 2008, a Abenomics e o Covid-19.

No entanto, tal processo é amplificado pelos canais de demanda, que levam a um fraco crescimento do estoque de capital após os anos 90.

4.1.5 OS EFEITOS PERMANENTES DOS CHOQUES DE DEMANDA DOS ANOS 90 (1990-2000)

O fraco crescimento da década impactou relevantemente o mercado de trabalho, que apresentava grande rigidez e a garantia implícita de “*lifetime employment*”. Nela, empregados geralmente trabalham até a aposentadoria nas mesmas firmas, com aumentos salariais conferidos por anos de serviço ao invés de produtividade (OCDE²⁴, 2021).

Efetivamente, em contratação praticamente permanente, aumentos de salários básicos²⁵ constituem aumentos de custos de caráter fixo, não variáveis. Isso implica que as fracas expectativas de crescimento futuro - estabelecidas durante a década -, reduzem a capacidade e o desejo das firmas de entregarem aumentos salariais, ilustrado no trabalho de Baba, Tanaka e Ota (2022 A).

Nele, os autores usaram taxa esperada de crescimento de 5 anos das firmas, desemprego, inflação, lucros recorrentes e crescimento do PIB real para determinar o crescimento dos salários básicos, com todos em periodicidade anual e as quatro primeiras variáveis dependentes correspondentes ao ano anterior. Em um contexto no qual a taxa de

²⁴ Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

²⁵ Salários que correspondem ao componente principal, excluindo bônus e horas extras.

desemprego atinge patamares não observados pela geração do pós-guerra, conforme gráfico 11, os sindicatos também adotam postura conservadora e optam por estabilidade empregatícia sobre crescimento salarial, conforme Baba, Tanaka e Ota (2022 B).

Tabela 3: Determinantes Salariais

(Baseado na tabela 4 de Baba, Tanaka e Ota, 2022 A)

Baba, Tanaka e Ota (2022 A)			
Variável	Salários Básicos	Horas Extras	Bônus
Taxa de Crescimento Esperada de 5 Anos	0.608		
Taxa de Desemprego	-0.601		-2.133
Taxa de Inflação	0.156		
Taxa Crescimento dos Lucros Recorrentes			0.164
Taxa de Crescimento do PIB Real	0.163	1.546	
R²	0.915	0.618	0.577

Fonte: Dados dos autores

Figura 11: Taxa de Desemprego Histórica

Taxa de Desemprego Histórica

%, Dessaz



Fonte: MHLW, Elaboração Própria

Isso reduz as demandas salariais por parte dos sindicatos e os aumentos conferidos pelas firmas, o que é ilustrado nos resultados anuais das negociações laborais (*Shunto*) no gráfico 12.

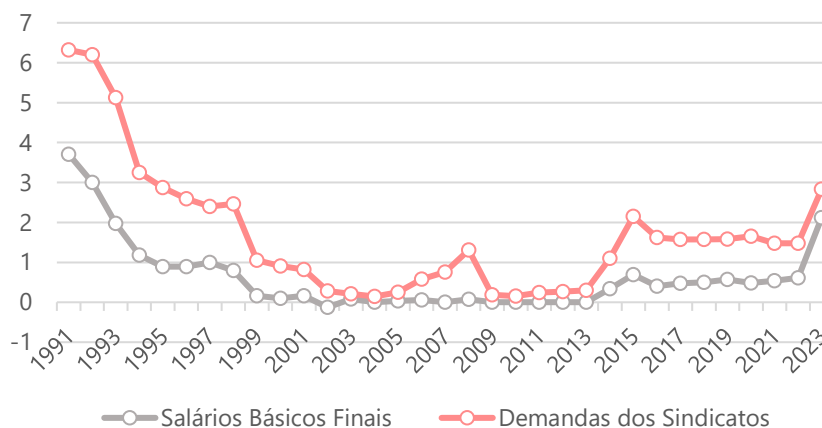
Na ausência de crescimento da renda nominal, os consumidores apresentam maior dificuldade em absorver choques de preços, com elasticidade preço-demanda maior. Baba, Tanaka e Ota (2022 B) encontram uma sensibilidade a preços elevada entre diferentes

categorias para a maioria dos itens da cesta de consumo. As duas exceções são alimentos e utilidades (*utilities*), com Coeficiente de Engel²⁶ crescente desde o início de 2000.

Figura 12: Resultados da Shunto – Salários-Base

Evolução de Salários Base

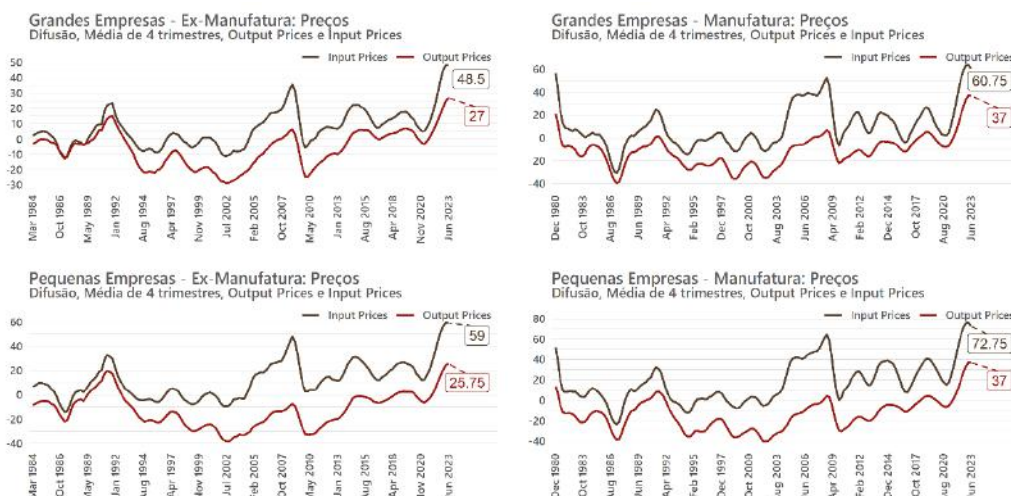
%, Anual



Fonte: Rengo (Sindicatos), JIL (*Japan Institute for Labor Policy and Training*), BoJ, Elaboração Própria

Consequentemente, as empresas passam a enfrentar dificuldades de repassar pressões de custos para os preços finais, uma vez que as famílias reduzem seu consumo frente a aumentos de preços em maior elasticidade preço-demanda. Isso é demonstrado pela deterioração crescente de indicadores de preços finais relativos aos preços de entrada das matérias primas, capturados pela pesquisa TANKAN²⁷ (*Output Prices x Input Prices*) nos gráficos 13 e 14.

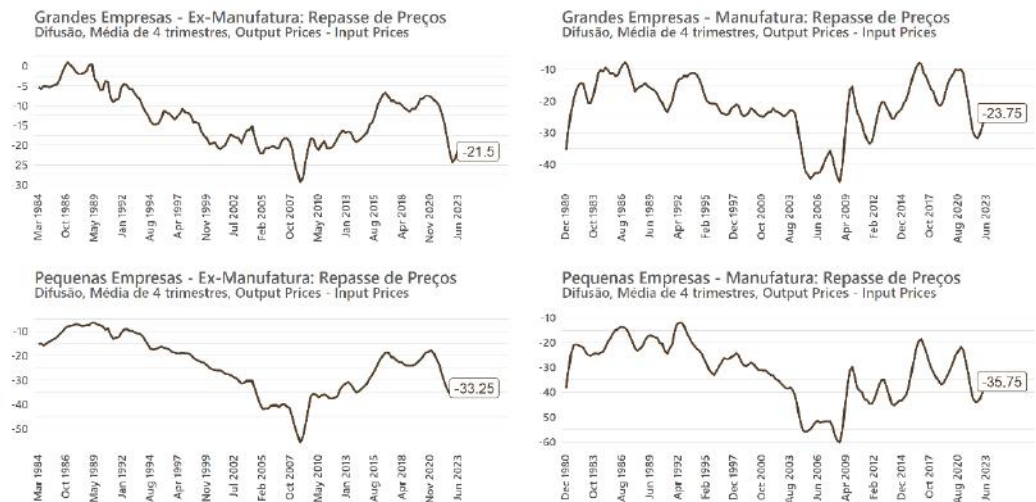
Figura 13: TANKAN: Índices de Preços das Firms



Fonte: BoJ, Elaboração Própria

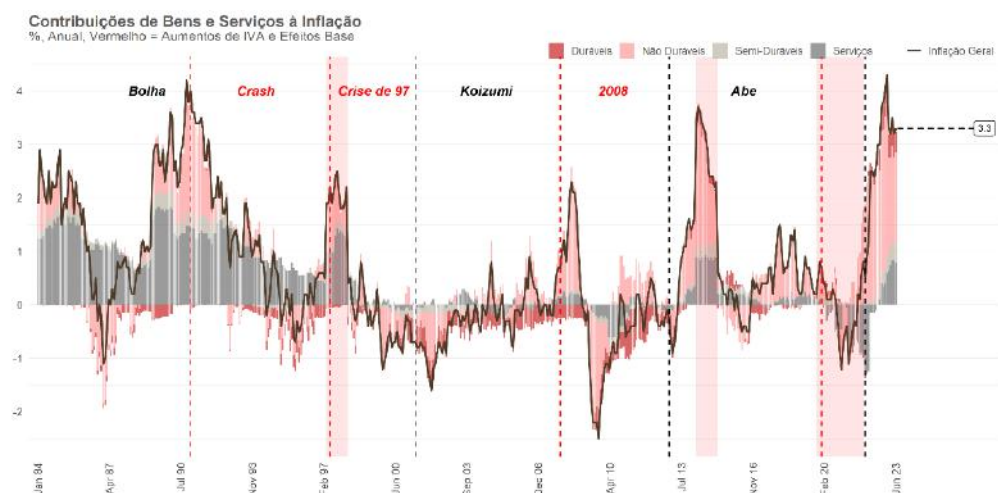
²⁶ Parcela da alimentação no consumo das famílias.

²⁷ A Pesquisa TANKAN é semelhante aos PMIs (Índice de Gerente de Compras) internacionais

Figura 14: TANKAN: Repasse de Preços

Fonte: BoJ, Elaboração Própria

Por conseguinte, a débil dinâmica salarial que se estabelece na economia japonesa e o pouco sucesso em combatê-las pré-condicionam a economia japonesa a anos de grande dificuldade de repasse de preços e, consequentemente, de deflação. Assim, observando atentamente os principais componentes da inflação após 1997, é notável a perda das contribuições de bens duráveis e, principalmente serviços no gráfico 15, salvo em momentos de aumentos de IVA, o que dialoga com a maior dificuldade em repassar preços na pesquisa TANKAN.

Figura 15: Contribuições à Inflação Geral

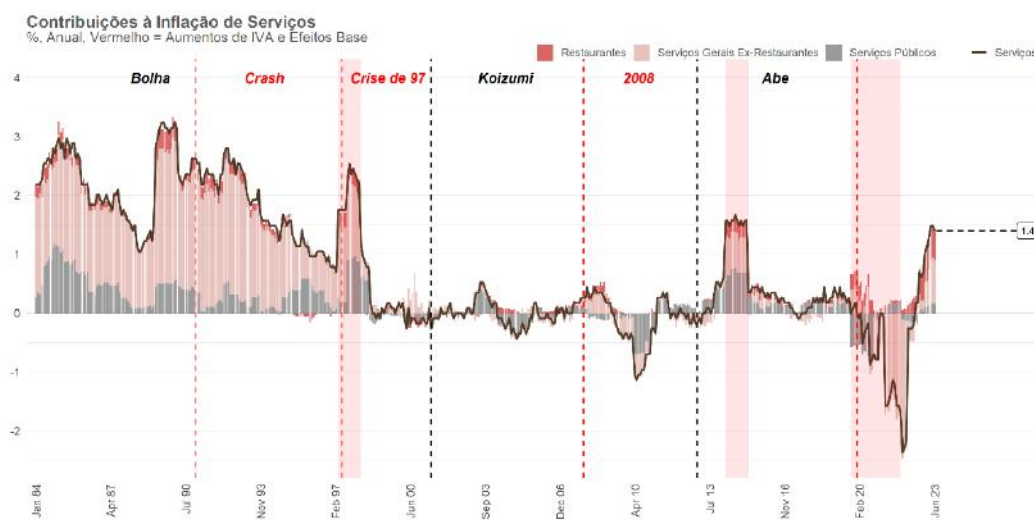
Fonte: MIC, Elaboração Própria

Do lado de serviços, enxergamos ainda um agravante, sendo a despesa salarial uma parcela relevante da estrutura de custos do setor de maneira relativamente aos demais setores da economia (*Bank of Japan Staff*, 2023). Consequentemente, em um ambiente no

qual firmas já enfrentam dificuldade de repassar preços, uma estrutura de custos mais reprimida retira parte da pressão e torna novos repasses ainda mais improváveis.

Portanto, enxergamos trajetórias similares entre a inflação de serviços gerais e a evolução dos salários básicos, com ambas se tornando anêmicas pós-97, o que é demonstrado pelo gráfico 16, no qual, salvo em momentos de ajuste de IVA, vemos aumentos menores ou deflação em serviços.

Figura 16: Contribuições à Inflação de Serviços



Fonte: MIC, Elaboração Própria

4.1.6 A MUDANÇA DE REGIME DOS ANOS 90 (1990-2000)

Vemos assim uma mudança de regime de inflação no Japão. Nesse tema, Borio *et al* (2023) mostra, para economias globais, que comportamentos de agentes são dependentes da evolução corrente de preços, com taxas de inflação baixas reduzindo a correlação entre preços e salários, o que se reverte no caso contrário e gera um período de inflação mais persistente.

Baba (2023) explora o caso japonês e mostra correlações e *pass-through* claramente enfraquecidos entre salários e inflação para o regime salarial que se estabeleceu após a década de 1990, sendo a divisão o crescimento dos rendimentos abaixo ou acima de 2.48%. Isso dialoga com o comportamento de precificação das firmas na teoria de custos de menu, que reflete uma decisão de preços também dependente de vários custos extras, como a potencial perda de clientes e dificuldades de negociação.

Assim, os anos 90 observam uma transição orgânica para uma taxa de crescimento potencial mais baixa amplificada por condições deprimidas de demanda. Estas, por sua vez, ajudadas pelas institucionalidades japonesas em um contexto de expectativas de

crescimento mais pessimistas, promovem um regime de baixíssimo crescimento salarial. Isso condena a renda nominal ao congelamento, o que reduz a capacidade de absorção de choques dos consumidores e eleva a elasticidade preço-demanda, dificultando os repasses de preços das firmas.

Há ainda efeitos na estrutura de custos do setor de serviços, que se torna menos pressionada do lado do trabalho e, conjuntamente aos relativos maiores custos de menu decorrentes de um regime de baixa inflação, reduz ainda mais a probabilidade de repasses de preços.

O fracasso do BoJ em evitar o estabelecimento da dinâmica contribui para uma ainda maior inércia nas expectativas de inflação (*Bank of Japan Staff*, 2016), que dificulta a saída do novo regime apesar dos anos mais favoráveis sob Koizumi e, posteriormente, Abe.

4.2 AS EMPRESAS ZUMBI E OS ANOS JUNICHIRO KOIZUMI (2001-2006)

O governo Junichiro Koizumi assume em abril de 2001 com um discurso focado em revitalizar a economia japonesa pelo lado da oferta.

Nesse sentido, um de seus focos iniciais foi a resolução dos problemas das empresas zumbi²⁸, possibilitada pelo suporte dos bancos e seus crescentes NPLs nos 10 anos anteriores, o que afetava negativamente a produtividade da economia japonesa até sua solução em 2003, conforme argumentado por Ito e Hoshi (2020).

Assim, a nova agência de supervisão financeira buscou melhorar a governança de bancos, elevar seus índices de capital e promover uma avaliação mais rigorosa de seus ativos²⁹.

Esforços gerais foram feitos para a redução de NPLs para firmas zumbis, com o governo auxiliando na limpeza de balanços de alguns bancos menores. Os autores mostram que o então ministro Heizo Takenaka foi capaz de tornar o sistema financeiro japonês mais saudável, com queda em NPLs de grandes bancos de 27,5 trilhões de *Yen* para 7,3 trilhões³⁰.

²⁸ Empresas zumbi são aquelas que deveriam sair dos mercados competitivos em condições normais.

²⁹ Em especial, o novo ministro era contra a acumulação de deduções tributárias (DTAs) em perdas mirando projeções nada realista de lucros. Alguns bancos tiveram seus DTAs rejeitados como ativos por firmas de consultoria, forçando a nacionalização após índices de capital se reduzirem, permitindo que seus acionistas fossem salvos, enquanto outros foram declarados insolventes.

³⁰ Ito e Hoshi (2020), p.184-185

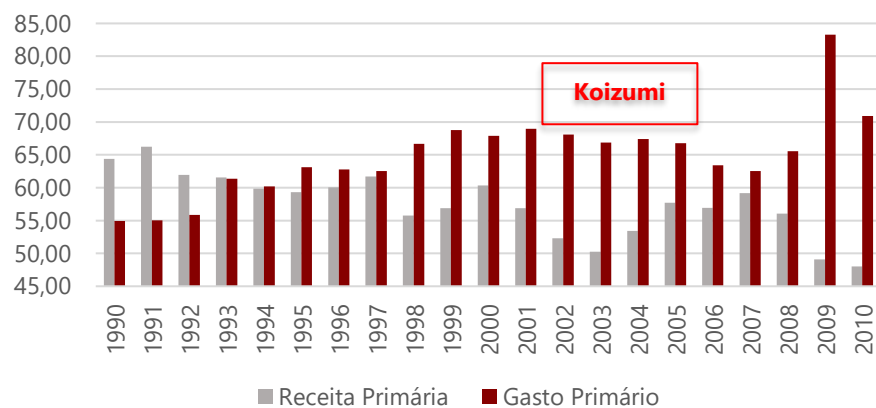
No geral, as governanças dos bancos recapitalizados previamente foram pressionadas, com renúncias forçadas, paralisações de dividendos e cortes em remunerações de administrações em instituições que recorrentemente não atingissem metas de lucros e de performance.

O crescimento se eleva nos anos Koizumi, com reformas pelo lado da oferta³¹ e uma breve consolidação fiscal, conforme mostra o gráfico 17, criando uma pequena melhora no crescimento potencial e atingindo as melhores taxas sustentadas de crescimento desde os anos da bolha em meio a um hiato bastante negativo de produto, conforme mostram os gráficos 2 e 18.

Figura 17: Receitas vs. Despesas

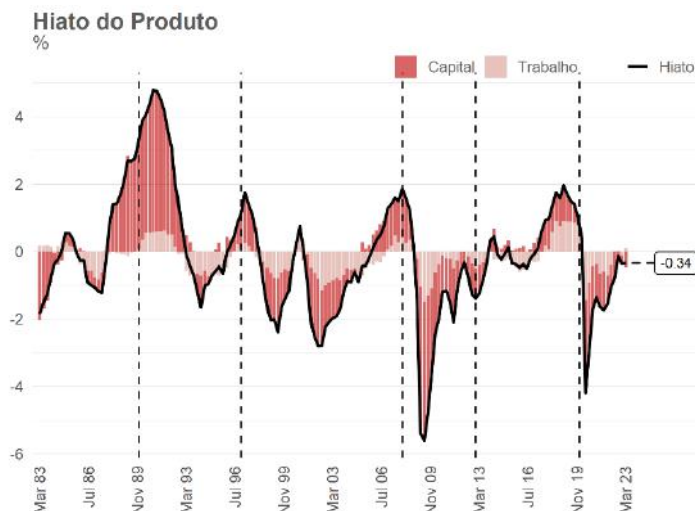
Receitas Primárias vs. Gasto Primário

Trilhões de Yen



Fonte: MoF, Elaboração Própria

Figura 18: Hiato do Produto Japonês



Fonte: BoJ, Linhas representam o estouro da Bolha, a crise de 1997, de 2008, a Abenomics e o Covid-19.

³¹ Destacam-se: Privatização dos serviços postais, ajustes de tarifas

Ainda assim, a estagnação da renda nominal em uma economia cujos salários não cresciam limitou a recuperação do consumo privado, que correspondia à 60% do PIB japonês.

Do lado monetário, Toshihiko Fukui assume o BoJ após o fim do mandato de Masaru Hayami em março de 2003 e rapidamente eleva a meta de reservas bancárias de 15-20 trilhões de *Yen* para 30-35 em janeiro de 2004. Ito e Mishkin (2006) apontam para uma maior mudança na retórica, com o novo chairman tornando explícita a manutenção da ZIRP até que a inflação ultrapassasse zero de maneira clara e, portanto, dando maior firmeza à política.

Em 2006, conforme o gráfico 2, já existia uma taxa de inflação positiva por alguns meses, embora ligeiramente e uma taxa de crescimento mais forte. Ao mesmo tempo, o gráfico 18 mostra um hiato do produto que se tornara positivo.

Nesse contexto, o BoJ começa a normalizar sua política monetária, com o fim do sistema de reservas em excesso e alta da taxa de juros de curto prazo. Críticos, de acordo com Ito e Hoshi (2020), apontam que o fato da inflação ter poucos meses positivos, com grande impacto de energia e alimentos frescos, mostra uma retirada apressada de estímulos do banco central³².

4.3 A CRISE DE 2008 E O BOJ DE MASAACKI SHIRAKAWA (2007-2012)

Masaaki Shirakawa assume o banco central em pleno choque exógeno da crise financeira global, interrompendo um novo período de ajuste. Frente aos bancos centrais globais, em especial ao *Federal Reserve* (FED), *Bank of England* (BoE) e *European Central Bank* (ECB), o BoJ não opta por um programa de compra de ativos, ficando para trás na corrida de expansão de ativos nos balanços das autoridades monetárias mundiais.

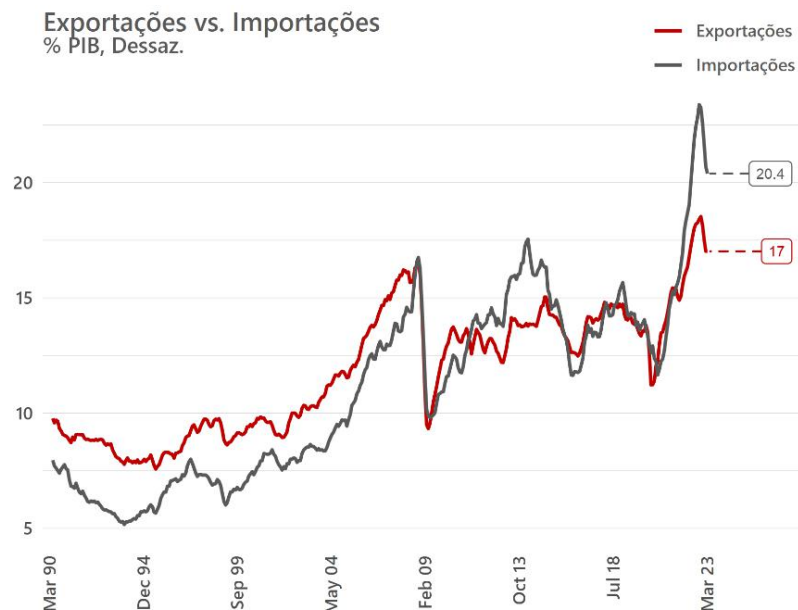
Tal decisão acontece principalmente pela ausência de contágio financeiro no Japão, diferentemente de seus pares. Ainda assim, traz naturalmente impactos cambiais graves, uma vez que o *Yen*, já sendo um ativo de segurança global e, portanto, propício à valorização em momentos de aversão ao risco, não acompanhou o crescimento de oferta moeda de seus pares globais. Isso provoca uma apreciação excessiva e agressiva do *Yen* (gráfico 19), saindo de 120 Dólar/Iene em meados de 2007 para 90 Dólar/Iene em 2009, apreciando ainda mais até 2013, abastecido pelo crescimento do balanço do FED contra a estabilidade do BoJ.

³² Nesse sentido, Fukui se tornou vulnerável à forte revisão na inflação em 2006 pelo órgão estatístico, o que tornou a situação deflacionária ainda mais severa.

Figura 19: Dólar/Yen

Fonte: FRED, Elaboração Própria

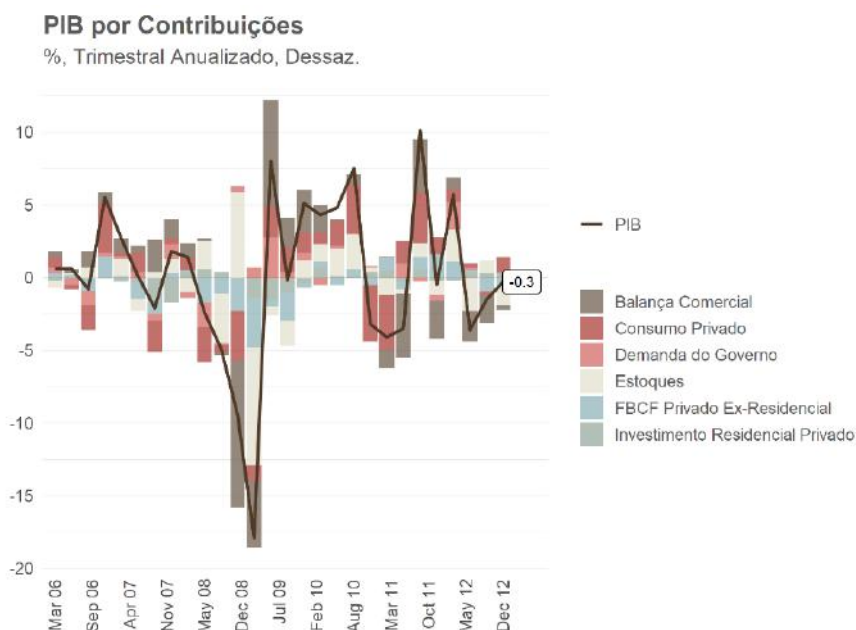
Consequentemente o choque de demanda externa e a apreciação excessiva do *Yen*³³ trazem impactos nocivos à atividade por meio do canal de exportações (gráfico 19), levando a uma contração anualizada no PIB de 17,9% (gráfico 21) no segundo trimestre de 2019. A economia japonesa entra então em forte deflação, conforme demonstrado pelo gráfico 2, com novo choque relevante no emprego, conforme mostra o gráfico 11.

Figura 20: Exportações e Importações

Fonte: MoF, Elaboração Própria

³³ O BoJ estima em seus modelos choques de 0,3% no PIB após 6 trimestres com 10% de apreciação do Dólar/*Yen* e de 0,6% no produto com um decréscimo de 1% no PIB estrangeiro. Ver Hirakata *et. al* (2019)

Figura 21: Evolução trimestral do PIB, QoQ Dessaz, %, (2006-2012)



Fonte: CAO, Elaboração Própria

Ao mesmo tempo, a instabilidade política cresceu, conforme mostra o gráfico 7, com o então primeiro-ministro Koizumi renunciando ao seu cargo em julho de 2006 após fracassar em privatizar os serviços postais. Shinzo Abe assume pela primeira vez a liderança do país, com uma posição política confortável em ampla maioria, mas com uma demora notável para seguir os passos de seu antecessor.

Abe é substituído por Yasuo Fukuda em apenas um ano devido a vários escândalos ligados a membros de seu gabinete, que lhe custaram a câmara superior. O seu substituto, por sua vez, também não dura mais de 12 meses e renuncia para a posse de Taro Asō, sendo o terceiro primeiro-ministro em três anos e com mandato iniciado no estouro da Grande Recessão.

A divisão do parlamento impede a realização adequada de políticas econômicas, uma vez que o Partido Democrata japonês (DPJ), de oposição, impede a passagem de projetos aprovados na câmara inferior, tornando morosas até mesmo as nomeações para o BoJ. Tal equilíbrio político se torna insustentável e o país é forçado a eleições em meio a uma recessão fortíssima em setembro de 2009, o que eventualmente entrega o governo para a oposição.

No entanto, ela também se prova incapaz de realizar governos duradouros, com três líderes entre outubro do mesmo ano e novembro de 2012³⁴, sendo também forçada a dissolver o parlamento após a fratura do DPJ frente a anos de caos político.

A economia japonesa apresenta um desempenho abismal no período com trimestres de recessão, deflação e crescimento salarial nulo em meio à paralisia política.

4.4 A SAÍDA DO EQUILÍBRIO QUASI-DEFLACIONÁRIO PÓS-2013 (2013-2023)

No contexto de péssima performance econômica entre 2008 e 2012, o LDP usa de seu oportunismo político e pressiona por eleições, sendo empossado como novo governo ao fim de 2012. O novo primeiro-ministro, Shinzo Abe, faz uma grande campanha por políticas reflacionárias que tirem o país da deflação e o reestabeleçam como contrapeso geopolítico à emergente China, o que o leva a lançar a estratégia de três flechas.

4.4.1 A FLECHA FISCAL

O governo apostou em uma política fiscal “flexível”, com expansão de curto prazo seguida por consolidação eventual. De fato, pacotes fiscais amplos foram lançados em 2013, conforme mostra a tabela 2, visando estimular a demanda interna, em especial as despesas de capital das firmas, com expansão da infraestrutura, incentivos para adoção de novos equipamentos e subsídios para pequenas e médias empresas.

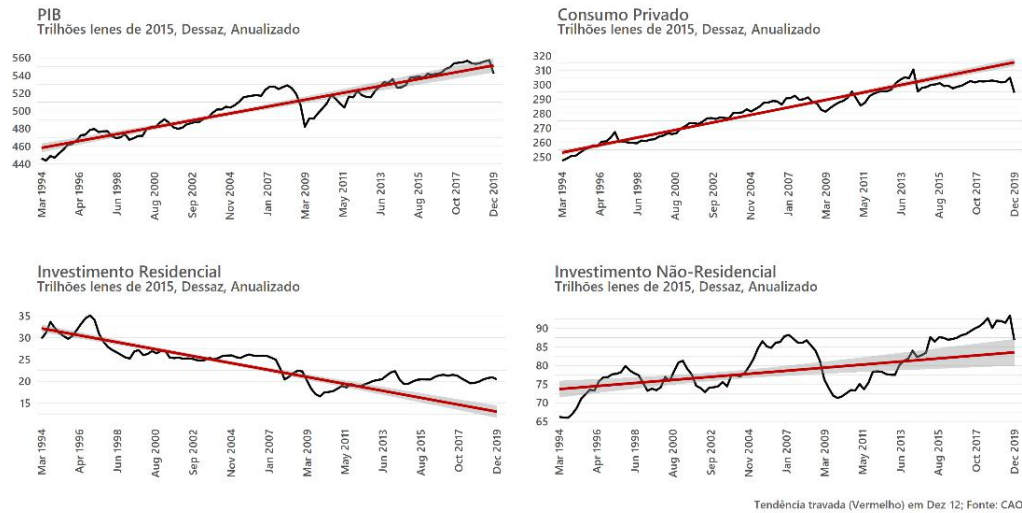
A expansão foi seguida, no entanto, de consolidação fiscal em 2014, com aumento do imposto sobre o consumo de 5% para 8%, visando eliminar o déficit primário até 2020 e garantir maior sustentabilidade fiscal. Porém, tal medida pesou sobre o consumo privado, que sofreu forte contração (-11,2%) no segundo trimestre de 2014 e levou o governo a adiar uma segunda rodada de aumento de IVA, com um novo pacote estimulativo em dezembro de 2014.

Inicialmente, os gráficos 22 e 23 mostram uma performance mais pujante da economia japonesa, que infelizmente sofre com o aumento da carga tributária sobre o consumo em 2014 por meio do IVA, efetivamente impedindo que o gasto das famílias retomasse níveis anteriores à implementação do aumento de impostos.

³⁴ Foram eles: Yukio Hatoyama, que se mostra incapaz em temas diplomáticos e de segurança nacional, Naoto Kan, que tem uma queda abrupta de popularidade com o acidente nuclear de Fukushima, e Yoshihiko Noda, que esfacela a coesão interna com um aumento de IVA programado para dois anos.

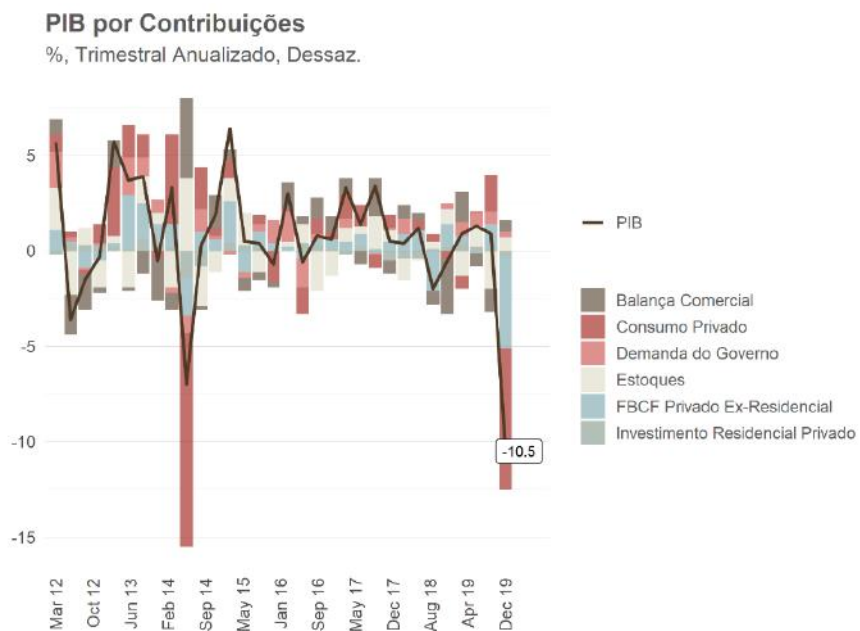
Em contraste, o investimento privado, estimulado pelos pacotes fiscais, estruturais e monetários apresentou boa performance relativa ao período pré-*Abenomics*, principalmente na categoria não-residencial.

Figura 22: PIB contra tendência linear (1994-2019)



Fonte: CAO, Elaboração Própria

Figura 23: Taxa de Crescimento do PIB (2012-19)



Fonte: CAO, Elaboração Própria

4.4.2 A FLECHA ESTRUTURAL

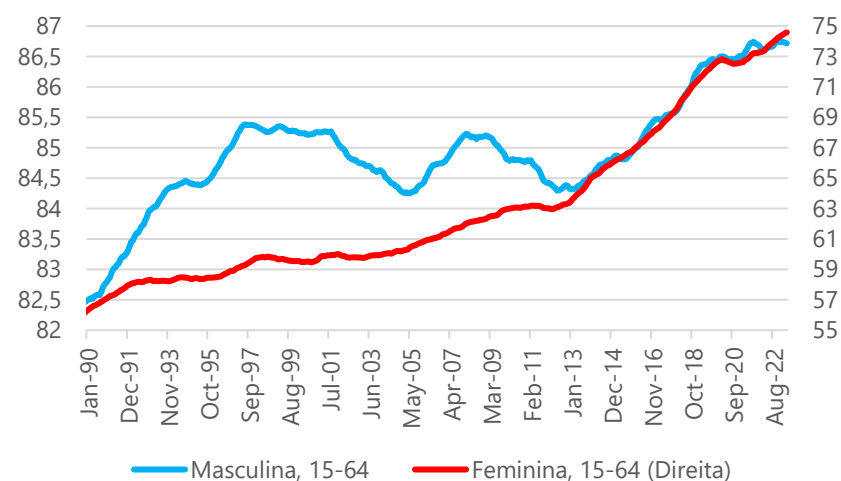
Abe também persegue políticas pelo lado da oferta, com reformas estruturais para o crescimento, essencialmente visando elevar o potencial da economia japonesa, o que foi auferido principalmente via emprego e estoque de capital, conforme mostra o gráfico 10.

Merecem destaque as políticas de participação de idosos e mulheres no mercado de trabalho, que consistiram, principalmente, em elevar a idade de aposentadoria e expandir o serviço de creches. Conforme mostram gráficos 24 e 25, as medidas obtiveram progresso.

Figura 24: Taxa de Participação por gênero

Taxas de Participação por gênero

%, Média de 12 meses

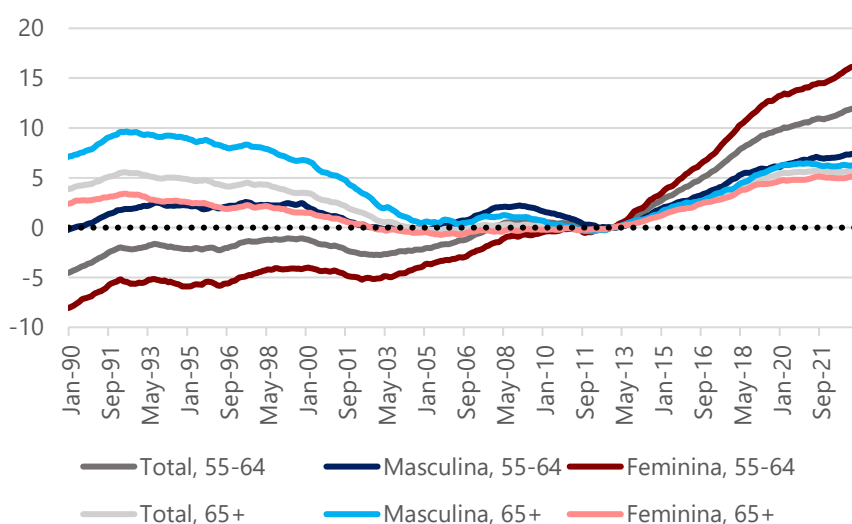


Fonte: MHLW, Elaboração Própria

Figura 25: Variação da Taxa de Participação por gênero e idade

Taxas de Participação por Idade e Gênero

Média de 12 meses, diferença vs. Dez-12



Fonte: MHLW, Elaboração Própria

Ainda foram perseguidas outras reformas no mercado de trabalho, visando torná-lo mais flexível, minando o esquema de “emprego vitalício” na economia japonesa, uma vez que isso acrescentaria maior produtividade por meio de destruição e criação mais rápidas de postos de trabalho. Abe também buscou reformas corporativas, que fortaleceram o

direito de acionistas minoritários, promoveram transparência e o uso de lucros retidos, e maior participação em acordos de livre comércio, exemplificada pela entrada no Acordo de Livre Comércio do Pacífico (TPP).

4.4.3 A FLECHA MONETÁRIA

A flecha mais importante consistia em uma política monetária agressiva, que começa em janeiro com a definição de metas de inflação em 2% através de um compromisso assinado por governo e BoJ. Pouco tempo depois, Haruhiko Kuroda substitui Masaaki Shirakawa, com promessas de afrouxamento qualitativo e quantitativo.

A nova abordagem de Kuroda visava o problema do *Zero Lower Bound* (Ito e Hoshi, 2020), apostando em mecanismos de transmissão que não a taxa de juros, como o câmbio - que sofre visível depreciação no gráfico 19 -, preços de ativos e expectativas.

Em janeiro de 2016, conforme mostram os gráficos 2, 11, e 18, o BoJ logra sucesso em levar a economia ao potencial, reduzir o emprego e sair da deflação. Porém, a meta de inflação não é atingida, trazendo temores de volta do regime deflacionário anterior.

Ao mesmo tempo, o conjunto de desaceleração na China, que gera piora da atividade em emergentes e queda das commodities em 2014, a fraqueza doméstica após o aumento do IVA e a limitação de opções de política faz peso no banco central, que implementa a taxa de juros negativa (NIRP) sobre as reservas em excesso dos bancos. Isso efetivamente cobra os bancos por encaixes excessivos na autoridade monetária e objetiva a expansão do crédito.

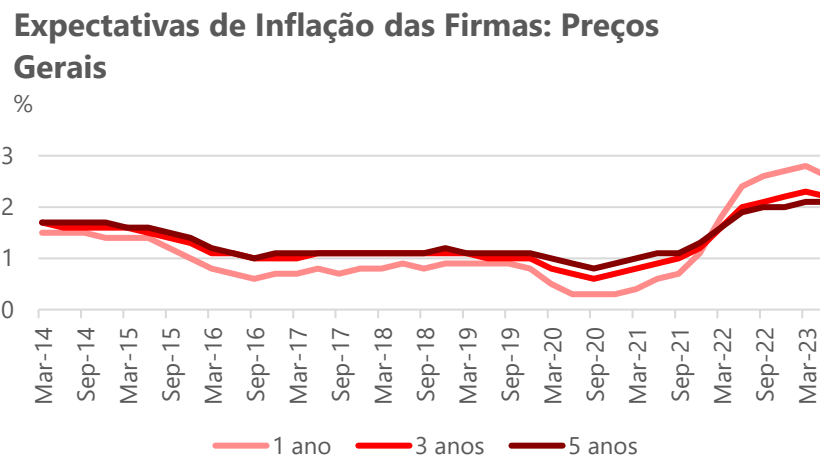
Em setembro, o BoJ entende que a NIRP foi insuficiente contra a desaceleração econômica global e a maior volatilidade dos mercados. Concomitantemente, explica seu fracasso em atingir a meta nos últimos 2 anos por meio das fracas expectativas de inflação (gráfico 26), que apresentam caráter majoritariamente *backward-looking* frente aos pares, o que é amplificado pelo efeito de fatores exógenos citados acima (*Bank of Japan Staff*, 2016).

Baseado nisso, o banco central lança um novo *framework* de política monetária: *Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control (QQE with YCC)*. Nele, o BoJ busca fortalecer o mecanismo de formação *forward-looking* das expectativas, com compromisso de expansão de base monetária, taxa de juros negativa para reservas em excesso e compras de títulos públicos do governo (JGBs) objetivando manter os juros dos títulos de 10 anos em torno de 0%, efetivamente controlando vértices mais longos da curva de juros.

Em 2018, o BoJ permite maior flexibilidade ao Controle da Curva de Juros (YCC), com JGBs fluando em banda um pouco mais flexível, de maneira a aliviar o impacto do afrouxamento prolongado sobre os lucros bancários e o funcionamento dos mercados.

Eventualmente, o banco central reforça a manutenção do YCC em 2019 até a primavera de 2020, *forward-guidance* que depois é alterado para indicar que a política seguiria pelo tempo necessário em outubro de 2019, quando a economia sofre o segundo aumento do imposto sobre consumo, conforme mostra o gráfico 15. Tal efeito, somado à guerra comercial entre China e Estados Unidos e ao início da pandemia, leva o Japão à nova recessão.

Figura 26: Expectativas de Inflação das Firms, TANKAN



Fonte: TANKAN (BoJ), Elaboração Própria

A tabela 3 sintetiza os grandes eventos relacionados ao BoJ desde o início da *Abenomics*, com as medidas de combate aos efeitos econômicos da pandemia, que incluíram a expansão das compras de Fundos de Índice (ETFs) e de JGBs – cujo limite anterior de aquisições foi retirado, implicando em QQE ilimitado - e empréstimos para instituições financeiras.

Tabela 4: Medidas adotadas pelo BoJ desde 2013

Data	Evento
2013/03	Haruhiko Kuroda assume o BoJ após meta de 2% ser consolidada
2013/04	QQE é adotado
2016/01	BoJ adota a NIRP: Taxa de juros a -0,1%
2016/09	BoJ publica sobre efeitos do QQE e anuncia YCC, JGBs fluam em torno de 0% Compromisso de ultrapassar a meta: O BoJ expandirá a base monetária até a inflação ex-alimentação in natura ultrapassar 2% e se manter acima da meta.
2018/07	JGBs podem fluar em torno de +/-0,1%, com Forward Guidance em Juros
2019/04	BoJ promete manter YCC até a primavera de 2020
2019/10	BoJ promete manter YCC pelo tempo necessário
2020/03	Pandemia: BoJ força JGBs a 0%, compras expandidas de ETFs e fundos imobiliários BoJ permite que JGBs se movam em torno de 0,25% e define compras de ETFs restritas às que seguem o TOPIX.
2021/03	
2022/12	BoJ expande a banda da YCC, JGBs podem fluar até 0,5%.
2023/04	Kazuo Ueda assume o BoJ.

Elaboração Própria

Em 2021, Kuroda conduz uma nova revisão de política monetária e permite flutuação de JGBs em torno de 0,25% positivos ou negativos, reduzindo também o ritmo de compras de ETFs.

No ano posterior, o Japão sofre com os choques exógenos promovidos pela alta dos preços de energia em meio ao aperto nos mercados globais de *commodities* em um mundo reflacionário e a guerra russo-ucraniana. Naturalmente, outros bancos centrais globais promovem ciclos de altas nas taxas de juros, ao passo que Kuroda mantém o BoJ em postura altamente estimulativa.

Com o crescente diferencial de juros com o resto do mundo, o *Yen* sofre forte depreciação, com o dólar saindo de 115 para 150 no que seria um aumento de pouco mais de 30%. Ao mesmo tempo, em meio à queda de liquidez global e ao movimento global nos juros internacionais em um contexto no qual o banco central garantia a estabilidade dos vértices da curva japonesa, o funcionamento do mercado se deteriora, o que serve de justificativa para um ajuste na flutuação dos JGBs de 10 anos para 0,5% positivos ou negativos.

Apesar disso, o banco central, observando erros passados e buscando garantir que a inflação atinja 2% de maneira estável, manteve a postura no primeiro semestre de 2023. Para atingir seu objetivo, é necessário quebrar a estagnação salarial japonesa dos últimos 30 anos, garantindo o crescimento da renda nominal, de maneira a permitir repasses de preços e gerar aumento de custos para o setor de serviços, ancorando o ritmo de aumento de preços de maneira compatível com a meta.

Há evidências favoráveis de que a política está funcionando. Nos gráficos 15 e 16, vemos que o choque causado pelos eventos descritos acima causou forte aumento na inflação, até mesmo em serviços de preços livres (Serviços Gerais), mostrando uma mudança no comportamento de precificação dos agentes (*Bank of Japan Staff*, 2022).

Naturalmente, após um forte choque de renda real e ao lado de esforços governamentais, sindicais e empresariais, os trabalhadores japoneses lograram seu maior aumento salarial em décadas, conforme o gráfico 12, o que garantiria um ciclo virtuoso de preços e salários compatível com o atingimento da meta.

Há otimismo (*Bank of Japan Staff*, 2023) de que a insistência de Kuroda e de seu sucessor Kazuo Ueda³⁵, que presenciou os erros do BoJ de Hayami como membro do comitê de política monetária, podem acarretar o cumprimento da meta, com uma mudança

³⁵ Ueda assume em abril de 2023

de regime e de comportamento dos agentes potencialmente em curso. Isso quebraria definitivamente com o regime de baixo crescimento, inflação anêmica e juros extremamente baixos que atinge o país desde os anos 90.

5. CONCLUSÃO

O Japão entra em novo regime deflacionário após o estouro da Bolha *Heisei*, cujos efeitos na economia real e nos balanços das empresas são subestimados, promovendo uma lenta recuperação, solidificada pelos efeitos recessivos do fortalecimento do *Yen*. Ao mesmo tempo, a inação regulatória sobre o combalido sistema financeiro torna o país fértil a uma nova crise financeira em 1997, efetivamente compondo a primeira década perdida.

As frágeis dinâmicas de demanda que se estabelecem durante os anos 90 amplificam a já estrutural transição para taxas de crescimento mais baixas por razões demográficas. Em meio a tais fenômenos econômicos, o BoJ é incapaz de responder de maneira contundente, apoiando a economia em níveis de intensidade abaixo dos necessários e realizando mudanças de política que se provam excessivamente apressadas ao fim da década.

No contexto japonês, no qual salários possuem caráter de custos fixos dadas as institucionalidades do mercado de trabalho, a compressão das expectativas de crescimento reduz a capacidade e o desejo das firmas de conferirem aumentos salariais. Ao mesmo tempo, o forte choque no mercado de trabalho observado à época leva os sindicatos a optarem por estabilidade empregatícia ao invés de aumentos salariais.

O congelamento da renda nominal japonesa solidifica as dinâmicas deflacionárias já impulsionadas pelo baixo crescimento, restringindo a capacidade de repasses de preços das firmas com a decorrente elevação da elasticidade preço-demanda, induzindo redução do consumo após aumentos de preços, conforme observado nos aumentos de IVA.

Concomitantemente, a estrutura de custos do setor de serviços se torna menos pressionada pelo lado do trabalho, o que reduz a necessidade de repasses de preços em um regime de baixo crescimento salarial e custos de menu relativamente mais altos.

A recuperação dos anos Koizumi falha em tirar o país da inflação, com uma bem-vinda reorganização financeira não acompanhada de aumentos salariais em meio a um BoJ mais estimulativo, mas ainda não contundente o suficiente. Isso se prova fatal durante a crise de 2008, quando o banco central não acompanha seus pares globais nas medidas de estímulo, promovendo forte apreciação cambial e intensificando os efeitos severamente recessivos da queda de demanda global. O caos político subsequente da profunda recessão

japonesa dificulta a formulação de medidas de política efetivas em uma fraca recuperação dos pares, intensificando a deflação doméstica.

Apenas em 2013, com o governo Abe, o BoJ realiza as ousadas, porém necessárias políticas monetárias para gerar inflação, atingindo sucesso parcial em termos de preços e crescimento com o apoio de reformas estruturais e pacotes fiscais. Ainda assim, a inércia promovida pelos anos de baixa inflação ou deflação e os aumentos de IVA prejudicam a tentativa de atingir uma nova meta de 2% em um fraco contexto global.

No entanto, a forte recuperação doméstica em um ciclo global mais forte após a pandemia de coronavírus e o choque exógeno promovido pela guerra russo-ucraniana podem ter conferido ao Japão a maior chance em 30 anos de quebrar o regime que se estabeleceu desde 1990 em diferentes graus de intensidade. Os sinais dados pelo crescimento salarial e um potencial novo comportamento de precificação das firmas geram otimismo quanto a um futuro equilíbrio de inflação de 2%, política monetária menos estimulativa e crescimento mais forte.

6. REFERÊNCIAS

- ADACHI, Seiji. **Economic Activity, Prices, and Monetary Policy in Japan**, Sapporo, Bank of Japan Speech, 2022
- BABA, N.; OTA T.; TANAKA Y. **Credible Growth Strategy Essential for Sustained Wage Increases**, Goldman Sachs Research Paper, 2022 (A)
- BABA, N. **Exploring the Possibility of a Wage-Price Spiral in Japan**, Goldman Sachs Research Paper, 2023
- BABA, N.; OTA T.; TANAKA Y. **Growth Strategy Key to Wage Growth/Price Pass-Through, Rather Than Monetary Easing**, Goldman Sachs Research Paper, 2022 (B)
- BABA, N.; OTA T.; TANAKA Y. **Lessons from Japan's Demographics: Delayed Recognition, Delayed Action**, Goldman Sachs Research Paper, 2019
- BANK OF JAPAN STAFF.; **Comprehensive Assessment: Developments in Economic Activity and Prices as well as Policy Effects since the Introduction of Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE)**, BoJ Review, 2016
- BANK OF JAPAN STAFF.; **Outlook for Economic Activity and Prices (October 2022)**, BoJ, 2022
- BANK OF JAPAN STAFF.; **Outlook for Economic Activity and Prices (April 2023)**, BoJ, 2023
- BORIO, C. *et. al.* **The two-regime view of inflation**, BIS, 2023
- FISHER, I. **"The Debt-Deflation Theory of Great Depressions."** *Econometrica*, vol. 1, no. 4, 1933, pp. 337–57. JSTOR, <https://doi.org/10.2307/1907327>. 2023.
- FRIEDMAN. M. **Rx for Japan: Back to the Future**, Wall Street Journal, 1997. Disponível em: <https://www.wsj.com/articles/SB882308822323941500>
- HIRAKATA N. *et. al.* **The Quarterly Japanese Economic Model (Q-JEM): 2019 version**, BoJ, 2019, Disponível em: https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2019/data/wp19e07.pdf
- ITO T. & MISHKIN F. Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem, *In: Monetary Policy under Very Low Inflation in the Pacific Rim*, NBER-EASE, Vol 15, NBER, 2006, Disponível em: : http://www.nber.org/books/ito_06-1
- ITO, T. & HOSHI, T. **The Japanese Economy**, London, MIT Press, 2020, p.598-643
- KRUGMAN. P. **Why is deflation bad**, New York Times, 2010. Disponível em: <https://archive.nytimes.com/krugman.blogs.nytimes.com/2010/08/02/why-is-deflation-bad/>
- KOO, R.C. **Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession**, Tokyo, John Wiley & Sons, 2009, p.1-85

KURODA, H. **Toward Achieving the Price Stability Target in a Sustainable and Stable Manner, Accompanied by Wage Increases**, Tokyo, Bank of Japan Speech, 2022

NOGUCHI Y. POTERBA J.; **Housing Markets in the U.S. and Japan**, Chicago, 1994 p.12-28

SHIRAKAWA M. **Demographic Changes and Macroeconomic Performance: Japanese Experiences**, Tokyo, Bank of Japan Speech, 2012

OECD (2021), **Creating Responsive Adult Learning Opportunities in Japan, Getting Skills Right**, OECD Publishing, Paris, capítulo 2. Disponível em: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/0ea11b94-en/index.html?itemId=/content/component/0ea11b94-en#notes-d7e4549>

OKINA, K.; SHIRAKAWA M.; SHIRATSUKA S: **The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons**, Bank of Japan Working Paper, 2001

WERNER R. **Princes of the Yen**: Japan's central bankers and the transformation of the economy, Tokyo, Routledge, 2003

WILE R. **The True Story Of The 1980s, When Everyone Was Convinced Japan Would Buy America**, Business Insider, 2014, Disponível em: <https://www.businessinsider.com/japans-eighties-america-buying-sprees-201>

Yglesias M. **The Four Types of Economies And The Global Imbalances**, Slate, 2012, Disponível em: <https://slate.com/business/2012/04/the-four-types-of-economies-and-the-global-imbalances.html>