

JOSÉ GARCIA DA SILVA NETO

*Matrícula 11811ECO005*

**A TEORIA MONETÁRIA MODERNA APLICADA AO CASO JAPONÊS**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA  
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

2024

JOSÉ GARCIA DA SILVA NETO

*Matricula 11811ECO005*

## **A TEORIA MONETÁRIA MODERNA APLICADA AO CASO JAPONÊS**

Monografia apresentada ao Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador(a): Prof. Dra. Vanessa da Costa Val Munhoz

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
JOSÉ GARCIA DA SILVA NETO  
*Matricula 11811ECO005*

## **A TEORIA MONETÁRIA MODERNA APLICADA AO CASO JAPONÊS**

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

BANCA EXAMINADORA:

Uberlândia, 03 de abril de 2024

---

Prof. Dra. Vanessa da Costa Val Munhoz

---

Prof. Dr. Julio Fernando Costa Santos

---

Prof. Dr. Marcelo Sartorio Loural

## **Dedicatória**

A todos os professores que passaram pela minha vida, desde a mais tenra idade até a faculdade, e me mostraram o prazer e a necessidade de conhecer este mundo que nos cerca. Aos mestres, com carinho.

## **Agradecimentos**

Agradeço sobretudo à minha namorada, Milena, que me ensinou um bocado sobre pesquisa científica e sempre me apoia de forma incondicional, e à minha mãe, Patrícia, que tanto me ajudou nessa empreitada de estudar em Uberlândia. Com muito custo, criamos e nos despedimos de um certo cantinho nessa cidade que nem sempre nos facilitou a vida. Muito obrigado por isso, mãe, além de tudo o mais que a senhora já fez por mim, que sequer cabe nessas páginas. Faço reverência ao meu pai, Júnior, por ser o farol da nossa família e nunca faltar conosco. Agradeço à minha irmã e aos meus avós paternos e maternos pelo amor e carinho dispensados ao longo de toda uma vida, especialmente agradeço ao meu avô Jacir, que sempre fez questão de que seus netos estudassem. Agradeço aos meus melhores amigos, Gabriel Roza e Rafael Bombicino, por sempre estarem ao meu lado, fizesse chuva ou Sol. Ofereço também meus sinceros agradecimentos aos amigos de faculdade, em especial ao Rafael Sousa (que por vezes me cobria no Condir), Murilo Ribeiro e Henrique Bárbaro, por todas as provas e trabalhos que enfrentamos juntos, sei que não teria conseguido sem vocês. Por fim, agradeço à Vanessa, minha orientadora, por ser mesmo tão prestativa em um cotidiano tão atribulado quanto o seu.

“-Do you know why communism failed?

-No...

-Austerity.”

(Carminc Falcone, The Batman [2022])

## RESUMO

A convivência entre o endividamento público mais alto do mundo, taxa de inflação controlada, taxas de juros extremamente baixas e facilidade de acesso ao capital internacional fazem da economia japonesa um estudo de caso sobejamente interessante. Com a macroeconomia ortodoxa se tornando impotente no sentido de explicar o caso japonês, salta aos olhos a necessidade de recorrer a um ferramental teórico distinto, e é sob esse prisma que se recorre à chamada Teoria Monetária Moderna (ou MMT, do inglês *Modern Money Theory*). Trata-se de uma teoria macroeconômica inspirada fortemente na teoria keynesiana e que incorpora para si outras correntes heterodoxas ao revisitar a história do pensamento econômico. Esta pesquisa tem, assim, por objetivo geral investigar a aplicabilidade, ou aderência, da Teoria Monetária Moderna ao Japão e vice-versa, considerando a evolução macroeconômica do país vigente no período 1980-2023, dando destaque aos anos antes e depois da crise financeira internacional de 2008/2009, quando governos começam a adotar o *quantitative easing* (no caso do Japão, essa postura já vinha desde o início da década de 2000), sobretudo ao período conhecido como *Abenomics*. Como objetivos específicos, têm-se: realizar uma revisão teórica sobre a Teoria Monetária Moderna (MMT); examinar os indicadores macroeconômicos japoneses; e analisar a política econômica japonesa, sobretudo nos âmbitos da política fiscal e monetária, investigando se as prescrições econômicas da MMT possuem aderência ao caso japonês e se a MMT, como lente teórica macroeconômica, é capaz de explicar o caso do Japão. O texto argumenta que, embora o Japão não tenha aderido plenamente à MMT, o país não se tornou insolvente mesmo acumulando grandes déficits fiscais. No entanto, sugere que as políticas econômicas japonesas não mostram aderência suficiente às recomendações da MMT, embora haja uma crescente influência e debate sobre a análise macroeconômica japonesa à luz desta teoria.

**Palavras-chave:** Teoria Monetária Moderna, MMT, *Abenomics*, política fiscal, política monetária, Japão.

## ABSTRACT

*The coexistence of the world's highest public debt, controlled inflation, extremely low interest rates and easy access to international capital make of the Japanese economy an extremely interesting case study. With orthodox macroeconomics becoming impotent in explaining the Japanese case, the need to resort to a different theoretical tool emerges, and it is from this perspective that we turn to the so-called Modern Money Theory (MMT). This is a macroeconomic theory that draws heavily on Keynesian theory and incorporates Other heterodox currents by revisiting the history of economic thought. The general aim of this research is therefore to investigate the applicability, or adherence, of Modern Money Theory to Japan and vice versa, considering the country's macroeconomic evolution in the period 1980-2023, focusing on the years before and after the international financial crisis of 2008/2009, when governments began to adopt quantitative easing (in Japan's case, this stance had been in place since the early 2000s), especially the period known as Abenomics. The specific objectives are: to carry out a theoretical review of Modern Monetary Theory (MMT); to examine Japanese macroeconomic indicators; and to analyze Japanese economic policy, especially in the areas of fiscal and monetary policy, investigating whether MMT's economic prescriptions adhere to the Japanese case and whether MMT, as a macroeconomic theoretical lens, is capable of explaining Japan's case. The paper argues that although Japan has not fully adhered to MMT, the country has not become insolvent even though it has accumulated large fiscal deficits. However, it suggests that Japanese economic policies do not show sufficient adherence to the recommendations of MMT, although there is a growing influence and debate on Japanese macroeconomic analysis in the light of this theory.*

**Keywords:** *Modern Monetary Theory, MMT, Abenomics, fiscal policy, monetary policy, Japan.*



## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - População Japonesa (em Milhões de pessoas).....	28
Gráfico 2 – Taxa de Desemprego (Percentual do Total da Força de Trabalho Japonesa) .....	29
Gráfico 3 – População Japonesa em Milhões de Pessoas (Eixo Principal) X Pessoas Empregadas no Japão em Milhões de Pessoas (Eixo Secundário).....	30
Gráfico 4 – Crescimento do PIB Japonês (a Preços Constantes) .....	31
Figura 5 – Hiato do Produto como Percentual do PIB .....	33
Gráfico 6 – Investimento Total como Percentual do PIB (%).....	34
Gráfico 7 – Total de Títulos da Dívida Internacional em Circulação em Relação ao PIB do Japão .....	36
Gráfico 8 – Saldo em Conta Corrente como Percentual do PIB .....	37
Gráfico 9 – Taxa de Câmbio à Vista e Taxa de Câmbio Real Efetiva (JPY/USD).....	39
Gráfico 10 – Reservas Internacionais e Liquidez do Japão, Reservas, Ativos Oficiais de Reserva, Preço Oficial do Ouro, DESs (Direitos Especiais de Saque) – Em Milhões de Dólares (Azul) e Taxa de Crescimento (Amarelo).....	40
Gráfico 11- Endividamento Público como Percentual do PIB .....	42
Gráfico 12 (Área) – Taxa de Crescimento da Base Monetária (Sazonalmente Ajustada) .....	44
Gráfico 13 – Inflação, Média dos Preços de Consumo (Percentual de Mudança) .....	46
Gráfico 14 – Balanços Financeiros Setoriais (1980-2018).....	56
Gráfico 15 – Receitas do Governo, Despesas e Taxa de Crescimento do PIB.....	59
Gráfico 16 – As Curvas de Wray.....	60
Gráfico 17 – Japão – Crescimento Real do PIB (Percentual Anual), com Indicação dos Aumentos nos Impostos sobre Vendas.....	61
Gráfico 18 – Taxa Anual de Inflação (EUA x Japão) .....	65

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	11
<b>1 A TEORIA MONETÁRIA MODERNA E SEUS PILARES TEÓRICOS</b> .....	13
1.1 DO CARTALISMO DE KNAPP À MMT COMO “NEOCARTALISMO” .....	14
1.2 UMA ANÁLISE DAS FINANÇAS FUNCIONAIS DE ABBA LERNER E UMA CRÍTICA À COMPARAÇÃO ENTRE FINANÇAS PÚBLICAS E DOMÉSTICAS.....	16
1.3 OS BALANÇOS SETORIAIS DE WYNNE GODLEY E POR QUE OS SUPERÁVITS, NA REALIDADE, PREJUDICAM A ECONOMIA.....	20
1.4 A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA, FINANÇAS PONZI E A FORMULAÇÃO DO EMPLOYER OF LAST RESOURCE.....	22
<b>2 PANORAMA MACROECONÔMICO DA ECONOMIA JAPONESA</b> .....	27
2. 1. POPULAÇÃO, EMPREGO E PIB .....	27
2. 2. SETOR EXTERNO: DÍVIDA EXTERNA, SALDO EM CONTA CORRENTE, TAXA DE CÂMBIO E RESERVAS INTERNACIONAIS .....	35
2. 3. ENDIVIDAMENTO PÚBLICO, INFLAÇÃO E BASE MONETÁRIA .....	41
<b>3 ANÁLISE EXPLORATÓRIA DA APLICABILIDADE DA MMT AO CASO JAPONÊS</b> .....	48
3.1. O DEBATE SOBRE A TEORIA MONETÁRIA MODERNA E O JAPÃO .....	48
3.1.1. O DEBATE PÚBLICO SOBRE A TEORIA MONETÁRIA MODERNA NO JAPÃO.....	48
3.1.2. O JAPÃO COMO “POSTER CHILD” DA MMT NO DEBATE PÚBLICO SOBRE A TEORIA MONETÁRIA MODERNA.....	52
3.2. ANÁLISE EXPLORATÓRIA DAS POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL DO JAPÃO E SUA ADERÊNCIA À MMT.....	54
3.2.1. ANÁLISE EXPLORATÓRIA DA POLÍTICA FISCAL JAPONESA E SUA ADERÊNCIA À MMT.....	57
3.2.2. ANÁLISE EXPLORATÓRIA DA POLÍTICA MONETÁRIA JAPONESA E SUA ADERÊNCIA À MMT.....	63
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	68
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	72

## INTRODUÇÃO

O problema a que se pretende apresentar resposta por intermédio deste manuscrito pode ser apontado como sendo o seguinte: “o caso da economia japonesa possui aderência com a chamada Teoria Monetária Moderna?”. Essa é uma teoria econômica que vem ganhando proeminência nas notícias e no debate econômico de maneira geral. Teremos tempo para esmiuçá-la mais à frente, por enquanto basta ter em mente que se trata de uma teoria que tenta fornecer respostas aos grandes debates de nosso tempo, como a transição energética e a crescente demanda por gastos sociais, questões que demandariam grande esforço do conjunto social e grandes volumes de recursos para serem resolvidas. Foquemos por enquanto apenas em nosso problema, no qual reside uma natureza dual, já que ora podemos estar nos referindo à força explicativa da teoria elegida diante do caso japonês, ora a referência pode ser uma possível semelhança entre as políticas adotadas pelo Japão e aquelas propostas pelos defensores dessa mesma teoria.

O Japão parece emergir como uma quimera diante da macroeconomia convencional. Como o país com a maior relação dívida/PIB do mundo, o que significa ter gerado mais déficits fiscais que qualquer outra economia moderna, pode conviver com uma inflação pífia, para não dizer deflação, e uma das menores taxas de juros do mundo? À luz da macroeconomia convencional, nada disso faz sentido. Ainda que alguns autores ortodoxos argumentem que isso está relacionado às altas taxas de poupança dos japoneses, esse argumento em nada muda o fato de que a teoria macroeconômica dominante não vem dando conta de explicar tais fatos a partir de seu ferramental teórico constituído. Aí reside a primeira natureza de nosso problema, a de compreender se um outro ferramental teórico, ou lente macroeconômica, seria capaz de destrinchar o problema japonês.

A outra natureza do problema é entender se o Japão estaria adotando políticas econômicas que espelham as recomendações políticas da MMT (acrônimo em inglês para *Modern Money Theory*). Ou seja, compreender se as políticas do Japão possuem afinidade com a MMT a nível de receituário. Cada vez mais pululam na mídia notícias afirmando que autoridades japonesas estariam se pautando pela teoria, quer seja de forma deliberada ou não. Cabe avaliar se tais afirmações configuram apenas um senso comum ou se elas encontram alguma sustentação na realidade. Explicitada a natureza polissêmica de nosso problema, passemos ao detalhamento de como este manuscrito pretende ser desenvolvido.

No primeiro capítulo, faremos uma exposição minuciosa sobre a Teoria Monetária Moderna, explicitando o contexto e as razões de sua ascensão e visitando cada um de seus

principais alicerces. Em sequência, no capítulo 2, discutiremos, no lugar da teoria empregada, o objeto de nosso estudo. Em outras palavras, será feita uma análise, a partir de dados e gráficos, do que vem a ser, efetivamente, a economia japonesa, desde a década de 80 até os anos mais recentes. Uma vez delineado o panorama macroeconômico japonês, partiremos para uma primeira tentativa de resposta ao nosso problema, a ser dada no capítulo 3. Este será estruturado em duas partes, uma que apresentará em linhas gerais o debate público sobre Japão e Teoria Monetária Moderna, e outra que se dedicará a uma análise exploratória da aplicabilidade da teoria ao caso japonês, por meio da observação de dois eixos de política (monetária e fiscal). Em seguida, apresentaremos as conclusões a que se pôde chegar sobre o problema a partir da presente investigação.

## 1 A TEORIA MONETÁRIA MODERNA E SEUS PILARES TEÓRICOS

Neste capítulo, passaremos à especificação da teoria que embasa a presente monografia, a chamada Teoria Monetária Moderna, aqui tratada pelo acrônimo MMT (do inglês *Modern Money Theory*). Antes de passarmos a desenvolvê-la, contudo, convém apontar como essa teoria começou a ganhar destaque. São três os momentos chave em que essa teoria, identificada a priori em textos de Randall Wray que já datam de mais de duas décadas, passa a encontrar maior relevância nos debates econômicos e na literatura. O primeiro momento chave se deve à utilização pela MMT de elementos da fragilidade financeira identificada por Hyman Minsky, em sua teoria que emplacou depois da crise financeira internacional de 2008.

Após essa crise, o autor foi redescoberto, pois sua “hipótese da instabilidade financeira” era capaz de explicar o *subprime*. Essa hipótese afirmava que quanto mais uma estrutura financeira era dominada por uma postura especulativa de tipo específico (Ponzi) mais esta tenderia à instabilidade. À medida que o autor e suas ideias iam ganhando projeção, a MMT, que desde seu nascedouro já empregava os conceitos elaborados por Minsky, passou a se destacar também. Apenas dois anos depois de ganhar vulto a reboque das ideias de Minsky, a MMT ganha projeção pela via da discussão sobre soberania monetária instalada a partir da crise da zona do euro, em 2010.

A MMT afirma que a moeda fiduciária, emitida pelo Estado, é o que fundamentalmente garante que os Estados nacionais sejam capazes de adotar a agenda que a mesma propõe. Com a união monetária na U.E., os países europeus perdem em muito essa margem de manobra, e passam a estar muito mais sujeitos às crises, como foi a de 2010 (crise dos bancos europeus). Este seria o segundo momento.

Por fim, mais recentemente, com a discussão do *Green New Deal* nos EUA, a MMT tem sido apontada por alguns dos principais políticos progressistas do país, como Bernie Sanders e Alexandria Ocasio-Cortez, como o mecanismo capaz de sustentar o emprego e a renda em níveis mais elevados ao mesmo tempo em que viabiliza uma transição para uma economia verde. Isso tem dado à teoria alguma visibilidade na mídia, e, por serem a grande maioria dos seus autores norte-americanos, a eles próprios tem sido dada alguma exposição. O debate sobre a MMT, com epicentro nos EUA, se propaga então pelo mundo, especialmente pelo mundo desenvolvido.

Contextualizada a teoria à luz do cenário atual, passemos então à sua especificação. Para isso, faz-se necessário recorrer aos autores que figuram entre os pais da MMT, como Randall Wray, autor de diversos textos sobre a *Modern Money Theory*, e Stephanie Kelton, autora de

“O Mito do Déficit”. Já no âmbito da academia brasileira, teremos de recorrer a autores como Simone Deos, professora e pesquisadora da Unicamp e uma importante proponente da teoria em questão. Mas, afinal, do que se trata a Teoria Monetária Moderna? Se quisermos uma definição mais genérica da MMT, ela pode ser encontrada no seguinte trecho, retirado de um *paper* de Usman W. Chohan intitulado “Teoria Monetária Moderna (TMM): Uma Introdução Geral”: “A Teoria Monetária Moderna consiste em lentes macroeconômicas heterodoxas que recontextualizam os papéis da política monetária e fiscal em governos soberanos que tomam empréstimo e emitem dívida nacional em seu próprio instrumento monetário” (Chohan, 2020, p.1).

Essa definição, contudo, não nos é suficiente, pois falta compreender exatamente no que consistem essas lentes macroeconômicas heterodoxas. E é justamente para isso que recorreremos a Simone Deos. Deos e suas co-autoras apontam, em um artigo denominado “Modern Money Theory: ascensão no cenário internacional e debate no Brasil”, uma sintetização desse arcabouço elaborada e organizada por Randall Wray em cinco pilares, sendo quatro deles teóricos e um relacionado a uma prescrição de política econômica. São eles: a teoria cartalista, em que a moeda é, sobretudo, unidade de conta; a teoria das finanças funcionais de Abba Lerner; a contribuição dos balanços setoriais de Wynne Godley; a hipótese da instabilidade financeira de Minsky; e o estabelecimento de um Estado que encarne o conceito de *Employer of Last Resource* (ELR). Ora, se a MMT não é rigorosamente científica como querem alguns de seus críticos, então seus pilares também não devem ser. O oposto também é verdade, se a MMT está ancorada em bons alicerces, suas conclusões tendem a ser relevantes. Portanto, ao longo deste capítulo, nos debruçaremos melhor sobre cada um desses pontos que caracterizam a MMT.

### 1.1 DO CARTALISMO DE KNAPP À MMT COMO “NEOCARTALISMO”

Iniciemos, assim, pela chamada teoria cartalista. Randall Wray, em “From the State Theory of Money to Modern Money Theory: An Alternative to Economic Orthodoxy”, inicia seu *paper* recorrendo a Charles Goodhart, que, segundo Wray, estabeleceu uma dicotomia entre a abordagem ortodoxa do “metalismo” e a abordagem heterodoxa cartalista. Para a primeira, a moeda é, sobretudo, meio de troca, enquanto para a segunda, como visto anteriormente, dinheiro é primariamente unidade de conta. Para os metalistas, o dinheiro se estabelece como um minimizador formidável dos custos de transação, sacramentando o fim de uma economia

rudimentar de escambo (tese que a antropologia rebate modernamente). Na segunda abordagem, contudo, não se tem como pressuposto a existência de um mercado, pressupõe-se, na verdade, a existência de um Estado que denomina aquilo que lhe é devido em algo, daí tornando esse algo em moeda (Goodhart, 1998; apud Wray, 2014). Os autores a que Wray recorre em sua explanação são aqueles ditos como os principais contribuidores da teoria cartalista, sendo o mais importante o alemão Georg Knapp, precursor da teoria. Além dele figurariam Innes, Keynes, Lerner, Minsky, Goodhart e Ingham. Wray detalha a contribuição de cada um destes autores em seu *paper*, mas, para atingir a finalidade deste primeiro capítulo, debrucemo-nos apenas sobre a contribuição de Knapp. Esta tem por pontapé inicial uma crítica a teorias anteriores que, ao tratarem de moeda, retiram o Estado da equação. A expressão cartalista deriva da ideia da moeda aparecer como um registro, um token, cujo valor é assegurado por um ordenamento legal:

Perhaps the Latin word “Charta” can bear the sense of ticket or token, and we can form a new but intelligible adjective – “Chartal.” Our means of payment have this token, or Chartal, form. Among civilized peoples in our day, payments can only be made with pay-tickets or Chartal pieces (Knapp[1924] 1973, pp. 31–2 apud Wray, 2014, p. 5).

A ideia é de que essa moeda é, em primeiro lugar, criada pelo Estado, ao denominar um determinado metal ou mercadoria como forma de registrar o débito, mas pode, em segunda instância, ser emitida por outro agente econômico, no caso de moeda bancária (papel-moeda), desde que o Estado anuncie que irá aceitá-la como pagamento em suas transações. Essa moeda bancária então passaria a ser colocada pelo Estado não só como forma de receber seus pagamentos, mas também como o meio pelo qual ele honrará suas transações. Assim, surgiria a chamada moeda cartalista ou fiduciária. O argumento central aqui é que a demanda pela moeda emitida pelos bancos não deriva de uma promessa de lastro, mas sim do fato dessa moeda ser aceita pelo Estado ao receber pagamentos. Aí está o ponto fulcral de uma das bases da MMT, a ideia de que a tributação está relacionada a uma concessão de “lastro” à moeda (na medida em que o Estado demonstra aceitá-la como meio de pagamento), e não à viabilização do gasto público em si. Nas palavras de Wray:

Most paper money (today, mostly deposits) is privately issued and derives its demand not from a promise of redeemability but rather from state acceptance at pay offices. Knapp goes further, for he argues that the state eventually realizes (usually during a crisis) that it can also make payments in that which it promises to accept. Once freed from domestic convertibility on a metallic standard, the state’s spending domestically would not be constrained by the quantity of the metal available. Abandonment of the metallic standard internationally would eliminate metallic constraints on countries.

The state thus moved to a paper money system domestically, making its apocentric payments in central bank notes and accepting epicentric payments in private bank notes (today, deposits) that would have to be redeemed (today, cleared) for the valuta central bank notes (today, reserves) (Wray, 2014, p. 9).

A ideia fundamental a ser extraída da discussão sobre cartalismo é aquela contida na expressão “taxes drive money”, isto é, a de que a taxaço cria a demanda pela moeda emitida, fazendo o Estado do seu token de dívida a moeda de aceitação geral (Berliner, 2021). A concepção de a moeda ser, a priori, uma dívida, deriva da integração do cartalismo de Knapp à visão creditícia da moeda de Innes (Aggio, da Rocha, 2009; apud Berliner, 2021). A incorporação dessa mesma concepção pela MMT é o que faz com que por vezes a teoria apareça na literatura sob o título de “Neocartalismo” (Dalto et al., 2020; apud Berliner, 2021). Vale destacar que, se moeda é geração de dívida, então ela é concomitantemente geração de crédito.

## 1.2 UMA ANÁLISE DAS FINANÇAS FUNCIONAIS DE ABBA LERNER E UMA CRÍTICA À COMPARAÇÃO ENTRE FINANÇAS PÚBLICAS E DOMÉSTICAS

Passemos agora à discussão sobre finanças funcionais, discussão essa que talvez seja o ponto chave quando se fala em MMT. Essa discussão se inicia, segundo Kelton em “O Mito do Déficit”, quando um economista de nome Abba Lerner decide, na década de 40, propor uma forma de dar fim ao chamado “hiato do produto”, isto é, a diferença entre os produtos efetivo e potencial da economia. A ideia era permitir que o setor privado chegasse o mais próximo possível do produto potencial e em seguida garantir uma política fiscal que terminasse de suprir a diferença com relação ao efetivo (Kelton, 2020). Desse ponto de vista, o resultado orçamentário é irrelevante, importando apenas o resultado do ponto de vista da economia real. Ainda segundo Kelton, Lerner nomeou essa teoria como de finanças funcionais porque objetivava que o Congresso americano, ao tomar decisões sobre gastos, avaliasse a funcionalidade desses gastos com relação à economia real, e não sua relação com a arrecadação. O objetivo das finanças funcionais seria garantir uma economia equilibrada a todo tempo, tanto em termos de inflação quanto de pleno emprego, adotando um resultado de política fiscal que, desde que suprisse esses objetivos, poderia ser de déficit, superávit ou equilíbrio orçamentário (Kelton, 2020).

Introduzida a questão, vejamos como o próprio Abba Lerner a retrata, lendo no original. No artigo intitulado “Functional Finance and the Federal Debt”, Lerner esmiuça melhor sua contribuição teórica. O autor inicia sua argumentação fazendo referência ao que chama de “new fiscal theory” (nada menos do que a inovação teórica trazida por J.M. Keynes) e ao esforço de



alguns autores de dourar a pílula dessa teoria, minimizando suas implicações para a economia ortodoxa e impedindo que esse teorema aparecesse em sua forma “mais pura”. Trazer o keynesianismo em sua forma “mais pura” pode ser, em última instância, o grande objetivo das finanças funcionais elaboradas por Lerner, que repudia veementemente que o teorema keynesiano seja subjugado pelo paradigma anterior, enquadrando-o em suas próprias leis.

Lerner argumenta que, de acordo com essa “nova teoria fiscal”, o que deve estar no centro do debate são os efeitos produzidos pela emissão e retirada de dinheiro na economia real. A verdadeira responsabilidade financeira do governo seria, em verdade, a de sustentar a taxa de gasto total do país em bens e serviços (seja por meio de gasto ou de tributação) nem maior e nem menor do que a taxa que, ao nível de preços correntes, realizaria todas as mercadorias possíveis de serem produzidas. Seja o gasto total superior a isso, haverá inflação, seja menor, haverá desemprego (Lerner, 1943). Essa é batizada pelo autor como a primeira lei das finanças funcionais. Percebe-se, assim, que, para Lerner, o equilíbrio da economia seria algo muito delicado, uma linha tênue entre a inflação e o desemprego, que deve ser constantemente perseguida. Ao aplicar a primeira lei, poder-se-ia ter como resultado tanto um Estado que gasta mais do que arrecada quanto um que arrecada mais do que gasta, de acordo com a necessidade para se atingir o equilíbrio, e sem que esses resultados sejam intrinsecamente bons ou ruins (Lerner, 1943). Tome-se como analogia, por exemplo, o ponto de saturação da água, no qual o açúcar deixa de se dissolver e passa a formar corpo de fundo. Trazendo para a economia, esse ponto de saturação seria o atingimento do pleno emprego, o açúcar um conjunto de políticas expansionistas e o corpo de fundo a inflação.

Esgotado esse primeiro ponto, tratemos agora do que Lerner chama de segunda lei das finanças funcionais, a saber, a de que a emissão de dívida pelo governo se torna desejável à medida que seus efeitos imediatos também o sejam, isto é, o público reter menos moeda e mais títulos públicos. Isso seria desejável, segundo o autor, para impedir que haja uma taxa de juros baixa o suficiente para ensejar investimento capaz de colocar a economia num ritmo mais acelerado que o de pleno emprego, assim ocasionando inflação. Em nossa analogia, que atinja o ponto de saturação do copo d’água. Para essa lei geral, também valeria o processo inverso, qual seja, o de que o governo deve emprestar ou reduzir seu endividamento para aumentar a moeda em poder do público e reduzir a quantidade de títulos. Por fim, como terceira lei, o texto elenca a realização da criação ou destruição de moeda como forem necessárias para atingir os objetivos identificados à luz das duas primeiras leis (Lerner, 1943). Pelo restante do texto, Lerner se dedica a contrapor os argumentos contrários ao déficit fiscal, dentre essas

contraposições, destaca-se a afirmação de que, a qualquer nível do montante total do endividamento público, e a quaisquer que sejam as taxas de juros pagas, não há razões para que isso resulte em algo negativo para as sociedades. Nas palavras dele, e fazendo uso de um exemplo numérico:

This means that the absolute size of the national debt does not matter at all, and that however large the interest payments that have to be made, these do not constitute any burden upon society as a whole. A completely fantastic exaggeration may illustrate the point. Suppose the national debt reaches the stupendous total of ten thousand billion dollars (that is, ten trillion, 10,000,000,000,000), so that the interest on it is 300 billion a year. Suppose the real national income of goods and services which can be produced by the economy when fully employed is 150 billion. The interest alone, therefore, comes to twice the real national income. There is no doubt that a debt of this size would be called "unreasonable." But even in this fantastic case the payment of the interest constitutes no burden on society. Although the real income is only 150 billion dollars the money income is 450 billion-150 billion in income from the production of goods and services and 300 billion in income from ownership of the government bonds which constitute the national debt. Of this money income of 450 billion, 300 billion has to be collected in taxes by the government for interest payments (if 10 trillion is the legal debt limit), but after payment of these taxes there remains 150 billion dollars in the hands of the tax-payers, and this is enough to pay for all the goods and services that the economy can produce. Indeed it would do the public no good to have any more money left after tax payments, because if it spent more than 150 billion dollars it would merely be raising the prices of the goods bought. It would not be able to obtain more goods to consume than the country is able to produce (Lerner, 1943, p. 47).

Por fim, Lerner termina seu texto com as seguintes afirmações, as quais contrastam com a resistência enorme que a MMT, e portanto, em algum nível as próprias finanças funcionais, têm encontrado em determinados campos teóricos e político-ideológicos, em especial o campo marxista:

Functional Finance is not especially related to democracy or to private enterprise. It is applicable to a communist society just as well as to a fascist society or a democratic society. It is applicable to any society in which money is used as an important element in the economic mechanism (...) It means using these instruments simply as instruments, and not as magic charms that will cause mysterious hurt if they are manipulated by the wrong people or without due reverence for tradition. Like any other mechanism, Functional Finance will work no matter who pulls the levers. Its relationship to democracy and free enterprise consists simply in the fact that if the people who believe in these things will not use Functional Finance, they will stand no chance in the long run against others who will (Lerner, 1943, pp. 50-1).

Essa última afirmação é bastante relevante quando consideramos as críticas de que a MMT é apenas aplicável ao mundo desenvolvido, o que constitui uma retórica questionável, e que no longo prazo pode levar a uma distância ainda maior entre o capitalismo central e o periférico. Também é absolutamente relevante a ideia contida nesse trecho de que as finanças funcionais, e por extensão a MMT, podem ser empregadas para atender a quaisquer orientações ideológicas, seja para garantir um aprofundamento da democracia e sustentar os projetos do

“Green New Deal”, como defendem políticos progressistas nos EUA, ou para financiar uma escalada militar, caminho que por vezes tem sido aventado pelos políticos conservadores no Japão.

Vale destacar, ainda, a diferença que Lerner fazia entre a natureza das finanças públicas e aquilo que, à época, chamava-se de “finanças saudáveis” (de origem neoclássica e integrada pelos novos keynesianos), atualmente, trata-se da metáfora das finanças domésticas para fazer referência ao orçamento público. A métrica das finanças funcionais é de considerar os resultados trazidos pela política fiscal, aquilo que ela significa na prática, e não os apriorismos das “finanças saudáveis”, que importam a dimensão individual ou das famílias no plano microeconômico para o orçamento público e políticas monetárias constituídos no plano macroeconômico.

Segundo Caldas e Alves (2012), em seu artigo “Teoria das finanças funcionais e o papel da política fiscal: uma crítica pós-keynesiana ao novo consenso macroeconômico”, as finanças funcionais são, fundamentalmente, uma crítica às “finanças saudáveis” e à noção de “desemprego instável”, empregada pelos novos keynesianos, ou keynesianos “bastardos”<sup>1</sup>, no debate econômico. Derivaria dessa noção o efeito *crowding out*, isto é, o de que ao se fazer uma política fiscal expansionista, especialmente em ambiente de déficit público, desestimular-se-ia o investimento privado (Caldas e Alves, 2012). Nesse mesmo texto, também é destacada a “inversão temporal” feita pelas finanças saudáveis com relação ao gasto e à taxaço. Aqui, o gasto ocorre posteriormente à arrecadação, isto é, é um dado *ex-post*, *proxy* dos tributos arrecadados, enquanto na “Teoria das Finanças Funcionais” (ou “TFF”) a lógica é inversa, ou seja, a imposição dos tributos é uma *proxy* do gasto público, via emissão monetária. Assim, para que o governo possa impor seus tributos ele deve, antes, ter gasto um valor que seja no mínimo equivalente ao que será taxado, de modo que não “sobrariam” recursos ao setor privado, sendo este último tão somente capaz de arcar com suas obrigações. Aqui, a tributação é que aparece *ex-post*.

O artigo destaca, ainda, o papel do gasto público, por meio do déficit, para regular o nível de demanda agregada e o desemprego no âmbito da “TFF” desenvolvida por Lerner. Essa regulação ocorreria, de forma direta, com o aumento do gasto público determinando redução do desemprego e incremento da renda (caso essa seja a regulação desejada). Outra forma dessa

---

<sup>1</sup>Expressão cunhada por Joan Robinson, economista pós keynesiana britânica, para designar aqueles que defendiam interpretações ilegítimas das ideias de Keynes, os chamados novos keynesianos. Mais destacadamente o economista John R. Hicks, que ficou conhecido, assim como Hansen, pelas curvas IS e LM dos livros-textos de macroeconomia (HOLANDA, 2018).

regulação ser feita é, de modo indireto, por meio de transferências e tributações, no caso do governo querer incrementar a demanda agregada, reduzindo tributos ou realizando transferências para impulsionar a renda em primeiro lugar e, por conseguinte, impulsionar a demanda agregada. Ao aumentar a renda via déficit público, ainda segundo Caldas e Alves sobre a TFF, o governo não poderia gerar inflação com esse movimento, já que um impulso na renda aumentaria a própria capacidade produtiva da economia, contribuindo a uma deflação no médio prazo (Caldas e Alves, 2012). Fica, assim, desmistificada por Lerner e seus intérpretes a “Teoria das Finanças Saudáveis”, ou ainda a metáfora das finanças domésticas aplicadas às finanças públicas.

### 1.3 OS BALANÇOS SETORIAIS DE WYNNE GODLEY E POR QUE OS SUPERÁVITS, NA REALIDADE, PREJUDICAM A ECONOMIA

Avancemos agora sobre os balanços setoriais de Wynne Godley, que não são propriamente uma teoria. Para avançarmos sobre esse tema, ancoraremos nas análises de Stephanie Kelton sobre o mesmo, em “O Mito do Déficit”, em razão do notório didatismo das mesmas, evitando assim complexidades desnecessárias. Kelton conviveu com Godley em sua passagem pelo *Levy Institute of Economics*, um *think tank* norte-americano do qual participam outros autores ligados à MMT, como Randall Wray. Durante esse convívio, Kelton presenciou a elaboração de muitos modelos complexos por parte de Godley, mas destaca um em particular, apelidado pelo último de “modelo do mundo em uma equação”, o qual não dependeria de conjecturas ou pressupostos de comportamento humano. Tratava-se, na verdade, de uma identidade formada pelos seguintes pólos: de um lado o resultado do balanço do setor governamental e, de outro, o resultado do balanço do setor privado, ou setor não governamental. A lógica aqui é que, dado uma quantidade nos pagamentos do setor governamental que supere suas receitas, esse diferencial dos pagamentos só poderá encontrar um único direcionamento possível, isto é, o balanço do setor privado. Assim, de alguma maneira, e irrefutavelmente, déficits do setor público levarão a resultados positivos no balanço do setor privado. De igual maneira, quando o setor privado tiver mais pagamentos do que recebimentos, o resultado inevitável será um superávit no setor público, afinal de contas, esse excedente só poderá ter como destino o setor governamental. A análise de Kelton tem por base a seguinte analogia, que imagina que os balanços dos setores sejam dois baldes sendo preenchidos com dinheiro:

(...)let's translate Godley's model into even simpler language. We'll need just two buckets. The goal is to look at the part of the crowding-out story that claims that government deficits eat up part of our savings. First, let's look at an example of how

financial payments move between the two parts of our economy. Suppose the government spends \$100 on a fleet of new vehicles for the presidential motorcade. The vehicles will be produced by workers and businesses in the nongovernment part of the economy. Every dollar the government spends has to go somewhere, and there is only one place those dollars can go: into the nongovernment bucket. Let's also assume that the rest of us, collectively, pay the government \$90 in the form of taxes. If these were the only payments made by and to Uncle Sam, the CBO would report that the government had run a fiscal deficit, and it would record a minus \$10 in its annual budget report. But wait! That's not all that happened. The government's fiscal deficit is mirrored by an equal and opposite financial surplus in the nongovernment part of our economy. Uncle Sam's red ink is our black ink! His deficit is our financial surplus. Just follow the money: \$100 goes into our bucket; \$90 goes back out to pay taxes; \$10 is left in our bucket. Every fiscal deficit makes a financial contribution to the nongovernment bucket (Kelton, 2020, posição 1748).

Na discussão sobre balanços setoriais no texto de Kelton, a autora faz questão de ressaltar a consistência de fluxos e estoque no modelo de Godley, o que significa que os fluxos que um setor recebe ao longo do tempo deverão casar com os estoques desse mesmo setor (Kelton, 2020). Aqui, leiam-se os estoques como poupança. Algo muito relevante que aparece na argumentação de Kelton é que os déficits públicos não destroem a poupança dos agentes privados, na verdade, é tanto mais o contrário, ou seja, a não existência de déficits no setor público está impedindo a formação de poupança pelos indivíduos de uma sociedade. Daí resulta uma hipótese interessante: será que não seriam os déficits públicos que estariam sendo viabilizados pelas poupanças dos indivíduos em países com alto nível de poupança (como é o caso do Japão), mas sim o inverso? Não nos proporemos a responder isso agora, mas certamente será relevante colocar essa ideia à prova mais à frente, mais precisamente no terceiro capítulo deste manuscrito. Voltando à discussão de Kelton, para a autora são fundamentalmente os estoques formados que poderão construir nossa riqueza financeira, como ocorre com a geração norte-americana do pós-guerra. Posteriormente, a economista sublinha como, para Godley, a geração de superávits por parte do governo e, portanto, de déficits para o restante do corpo social, pode ser preocupante, e conter em si as raízes de uma crise (por minar a riqueza financeira dos cidadãos):

Godley was a deficit owl. That's why he was able to see what so many others were missing as the government's budget moved into surplus beginning in 1998. While Democratic politicians and the vast majority of economists cheered the Clinton surpluses, Godley sounded the alarm. Because his model didn't leave anything out, he was able to see that the government's surpluses were siphoning away a portion of our financial savings. As the president's Council of Economic Advisers was busy drafting the infamous "Life After Debt" report, Godley was publishing reports that shined a spotlight on the private sector deficits that nearly everyone else was ignoring. He was virtually alone in predicting that the Clinton surpluses would undermine the recovery and ultimately drive the federal budget back into deficit. That's because fiscal surpluses rip financial wealth away from the rest of us, leaving us with less purchasing power to support the spending that keeps our economy going (Kelton, 2020, posição 1835).

O termo “coruja do déficit” aparece como uma referência ao fato da coruja poder virar sua cabeça, de modo a enxergar aquilo que inicialmente não poderia, em oposição aos falcões do déficit, como eram os economistas entusiastas das medidas do governo Clinton, que só veem o que está a sua frente. Outro ponto que Kelton levanta mais à frente é o fato dos déficits não beneficiarem a todos de modo igual. Com cortes de impostos das grandes corporações e financiamentos de projetos militares e guerras, além de baixos investimentos (proporcionalmente) em educação, segurança, transporte público e saúde, os efeitos positivos dos déficits não chegarão a beneficiar o grande público. Isso, claro, não se trata de um princípio da MMT, apenas mais uma constatação das diferentes maneiras com que seu itinerário poderia ser empregado.

#### 1.4 A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA, FINANÇAS PONZI E A FORMULAÇÃO DO EMPLOYER OF LAST RESOURCE

Passemos agora a tratar da chamada hipótese da instabilidade financeira de Minsky. O texto base escolhido para tratarmos dessa hipótese é justamente aquele que a enuncia, “The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard Theory’”, de Hyman P. Minsky. Minsky dá início à sua exposição oferecendo sua interpretação da “Teoria Geral do Juro, do Emprego e da Moeda”, de J.M. Keynes, a qual define essa teoria como: “uma teoria que explica as razões pelas quais produto e emprego estão tão sujeitos a flutuações” (Minsky, 1997, p.5). É em cima dessa interpretação de Keynes que Minsky elabora sua “hipótese da instabilidade financeira”. Essa hipótese é elaborada a partir das visões que Keynes tinha da economia capitalista, em oposição a como o pensamento neoclássico compreendia essa dinâmica. Minsky ressalta que, para os neoclássicos, as flutuações não são endógenas ao sistema capitalista, de modo oposto a Keynes, para quem as crises se originam na atividade financeira e posteriormente se espalham sobre as decisões de investimento. O autor também destaca que, para Keynes, os aspectos monetário e financeiro da economia capitalista moderna é que levam ao seu caráter instável, contrastando com a economia neoclássica, em que a moeda não afeta essencialmente o comportamento econômico (Minsky, 1997).

O tempo em que Minsky escreve são os tempos de tempestade financeira posteriores à calmaria do pós-guerra nos EUA, em que, nas ameaças de crises financeiras, o Federal Reserve injeta moeda e intervém nos mercados financeiros para abortá-las. Esse tempo é, por sua vez, uma repetição dos eventos financeiros que precederam a Segunda Guerra, a não ser pelo fato das crises estarem morrendo no nascedouro, o que demonstra que há um fenômeno recorrente

e endógeno no sistema. Contudo, os abortos dos tempos de Minsky tiveram um efeito colateral, uma aceleração do processo inflacionário.

Mas, afinal, de onde a instabilidade surge? Para Minsky, ela resulta da existência de um “mundo de papéis”, composto por promessas de pagamento hoje e no futuro, em que o dinheiro de hoje é trocado por dinheiro no futuro. Esse castelo de cartas só se mantém de pé pela existência de lucros, ou fluxos de caixa, resultado do processo capitalista geração de riqueza. A instabilidade surge, então, porque a economia capitalista é, essencialmente, uma economia do endividamento. Mas do que dependem, então, esses lucros? Minsky recorre, para responder a essa nova questão, à abordagem dos departamentos de Michal Kalecki, economista marxista polonês. De acordo com essa abordagem de Kalecki, os lucros no setor de bens de consumo terão de ser iguais aos salários pagos no setor de bens de capital, já que os salários do próprio setor serão, ao serem direcionados para a compra de bens de consumo, equivalentes aos custos de trabalho. Essa ideia poderia, então, segundo Minsky, ser estendida para os salários pagos pelo setor público. Já os lucros do setor de produção de bens de capital são dados pela escassez relativa dos ativos de capital necessários para a produção desses bens, escassez que por sua vez depende do ritmo do investimento, ou do investimento futuro (Minsky, 1997). Portanto, é correto assumir que, pelo seu impacto no lucro do setor de bens de consumo, no ritmo de investimento e, portanto, nos lucros do setor de bens de capital, as compras públicas de bens e serviços têm relevância nessa economia. Diante desses impactos, segundo Minsky, também é correto afirmar que os lucros na produção de bens de consumo e de investimento dependem dos déficits públicos:

If our world includes government purchases of goods and services and transfer payments, then gross profits in the production of consumer and investment goods also depend upon government deficits. In our present world, a sharp shift to government deficit financing—such as occurred in the four quarters 1974 IV-1975 II—not only sustains demand but it also sustains and may even increase business profits. The implications of big government for business profits offset a tendency for the debt-sustaining capacity of business to diminish whenever financial market disturbances induce a decline in consumer and business spending. The economy has behaved differently in the postwar period than in earlier epochs mainly because of the increase in the relative size of the federal government; not necessarily because of any greater skill of policy-makers (Minsky, 1997, p.11).

Chegamos, portanto, ao mesmo resultado de Godley, pela ótica de Minsky. Essa ótica, contudo, guarda uma relação que não havia, pelo menos à primeira vista, na visão de Godley, qual seja, uma relação com a instabilidade financeira endógena do capitalismo. Ou melhor, com a própria “hipótese da instabilidade financeira” de Minsky. Evidenciado o impacto que essa dinâmica tem na economia, resta, ainda, elaborar melhor a conceituação da referida hipótese.

Para esse fim, recorreremos ao capítulo 9 da *magnum opus* de Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*.

Segundo o autor, há três posturas para financiar posição em ativos, isto é, três tipos de comportamento financeiro, numa economia capitalista como a que vivemos: de *hedge*; especulativas; e Ponzi. Uma unidade econômica com comportamento *hedge* não pode acumular um grande volume de dívidas para quitar ao longo do tempo, pois está definida justamente por ser uma unidade que espera um valor necessário para quitar seus compromissos no curto e no longo prazo inferior ao seu fluxo de caixa obtido em operações com seus ativos de capital. Desse modo, argumenta Minsky, um banco comercial não pode constituir uma unidade *hedge*, já que este sempre terá suas obrigações em valor superior ao fluxo de caixa (pelo próprio modo como os bancos ganham dinheiro). Já aquelas unidades com comportamento especulativo são definidas por esperarem um valor necessário para quitar seus compromissos no curto e no longo prazo inferior às receitas financeiras obtidas em períodos subsequentes. Desse modo, dá-se financiamento de curto prazo das posições de longo prazo. A figura que nos ilustra esse comportamento é a do banco comercial, com a forma pela qual obtém o spread bancário (Minsky, 2010).

Em último lugar, o comportamento Ponzi é um tipo particular de comportamento financeiro especulativo, em que não apenas os compromissos de pagamento, em determinados períodos de curto prazo, superam a receita esperada com os ativos detidos pela unidade, mas também, em alguns períodos de curto prazo, os compromissos de pagamentos de rendas excedem as rendas esperadas (Minsky, 2010). Por pagamento de rendas, entenda-se o pagamento de juros. Assim, é de se esperar que em algum momento os compromissos assumidos já não possam mais ser honrados. Trata-se de um esquema que só se viabiliza a altas taxas de juros, evoluindo para um comportamento meramente especulativo quando há baixa. Por que então as unidades (famílias, bancos comerciais, companhias de seguro, entre outras) se envolvem nesse tipo de esquema? Minsky oferece a seguinte explicação, relacionando esse comportamento ao desenvolvimento dos mercados financeiros:

Devedores e banqueiros que se envolvem em finanças especulativas e Ponzi esperam que os compromissos de pagamento assumidos nas dívidas sejam honrados com refinanciamentos, com aumento das dívidas ou se desfazendo de estoques de ativos financeiros considerados supérfluos. Enquanto as unidades *hedge* são vulneráveis a dificuldades de pagamentos de compromissos financeiros pendentes somente se suas receitas realizadas estiverem abaixo das expectativas, as unidades especulativas e Ponzi, por seu turno, se encontram vulneráveis aos desenvolvimentos nos mercados financeiros. Dessa forma, as unidades especulativas e Ponzi precisam enfrentar



condições de mercado que se alteram constantemente, enquanto as unidades hedge estarão imunes a essas mudanças. (Minsky, 2010, p.14)

E é justamente desse comportamento Ponzi que deriva a “hipótese da instabilidade financeira” de Minsky, a qual revela que, quanto mais uma estrutura financeira for dominada por posturas especulativas de tipo Ponzi, mais instável ela será.

Por fim, o último pilar trazido por Deos, sendo este uma contribuição em termos de prescrição de política econômica, é um outro conceito da obra de Hyman Minsky, o de *Employer of Last Resource*, segundo o qual se advoga a ideia de um Estado com papel de empregador de última instância. Trata-se de uma ideia fulcral à Teoria Monetária Moderna, sendo um dos conceitos fundamentais utilizados pela teórica da MMT Stephanie Kelton. Segundo Roncaglia (2019), a preocupação central da MMT é com o nível de emprego, e apenas secundariamente com o nível de preços, apesar de essa preocupação existir, sendo o processo inflacionário o delimitador da emissão monetária. O conceito de Minsky de *Employer of Last Resort* (ELR) é muito bem apresentado por Deos e suas co-autoras em “*Modern Money Theory: ascensão no cenário internacional e debate no Brasil*”, aventando uma função estabilizadora ao gasto público:

Assim, o que a MMT propõe, como política, dado que para seus autores a economia não tende naturalmente para o pleno emprego, é o gasto público para a busca do pleno emprego. Mais especificamente, a prescrição de política pública que ganha destaque é o ‘empregador de última instância’, que tem em sua base o argumento de Minsky (2013) de que o governo deveria funcionar, à maneira do ‘Lender of Last Resort’, como um empregador de última instância (Employer of Last Resort – ELR), o que caracterizaria uma política do tipo ‘bubbleup’ ao invés de ‘trickle down’. Para Minsky, assim como para a MMT, não se trataria de qualquer gasto, mas sim o gasto com meta específica: funcionar de maneira estabilizadora e garantidora do pleno emprego (Minsky, 1986; 2013; Wray, 1998; 2015; apud Deos et al., 2021, p. 9).

A ideia é, segundo as autoras, análoga ao do *Lender of Last Resource*, que faz alusão ao papel que o Banco Central desempenha como prestador de última instância. De modo similar, a política fiscal do governo deveria estabelecer um estoque de emprego para a economia, do qual ela poderá dispor quando necessário, de modo a blindá-la das flutuações sofridas nessa variável. Desse modo, o governo federal, além de garantir o pleno emprego, também garantiria um patamar estável para o “preço marginal do trabalho”. Ele também eliminaria, assim, o “salário” nulo do desemprego involuntário. Afinal, em uma economia em que há desemprego involuntário, segundo Hyman Minsky, o “salário mínimo” é zero, pois esse é o “salário” pago aos desempregados (Minsky, 1997). Com o “preço marginal do trabalho” uma vez estabelecido, é possível, ainda, arrefecer pressões inflacionárias em momentos de expansão do emprego privado (em meio a uma expansão econômica), e deflacionárias em

momento de redução desse emprego (recessão econômica) (Wray, 1998; Burgess e Mitchell, 1998; apud Deos et al., 2021).

Ao esmiuçarmos todos esses pilares da MMT pudemos fazer diversas constatações sobre “o que é” a MMT. Visto que fazer ciência em economia é, sob um viés heterodoxo, fundamentalmente revisitar a história do pensamento econômico e fazer os resgates que se julga serem relevantes do ponto de vista da atualidade, auferimos que é justamente a partir dessa perspectiva que a MMT foi desenhada pelos seus fundadores. Isto é, com uma perspectiva de resgate de todo esse arcabouço exposto até aqui, que inclui uma concepção de dinheiro neochartalista, e um atravessamento por corpos teóricos keynesianos (sendo o corpo mais presente o do próprio Keynes) e pós keynesianos (como Minsky). Os trabalhos que revisitamos nesta monografia de Lerner e Minsky revelam o quão preciosas são as afirmações de Keynes para esses autores, os quais por sua vez integraram o arcabouço teórico da MMT. O mais importante caráter da MMT aqui exposto é, contudo, e sem dúvida alguma, o modo todo especial com o qual essa teoria olha para o déficit público, não mais como um “fantasma”, mas sim como um motor do desenvolvimento econômico e humano, caso seja bem empregado.

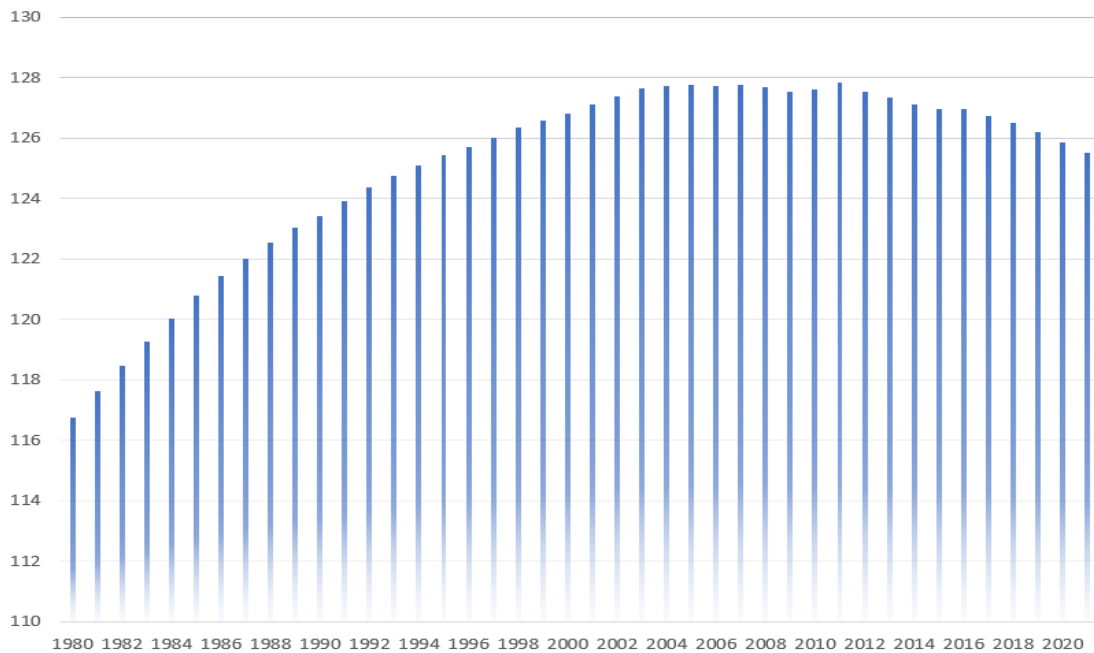
## **2 PANORAMA MACROECONÔMICO DA ECONOMIA JAPONESA**

Neste segundo capítulo, deter-nos-emos sobre a situação macroeconômica do Japão, desde o início da década de 80 até os anos mais recentes. Realizaremos tal fim por meio de análises gráficas pormenorizadas que se dividem em três grupos, cada um destes nomeando um dos títulos das seções que se seguem. A saber, são eles: população, emprego e PIB; setor externo; e endividamento público, inflação e base monetária. Espera-se, assim, que uma exposição detalhada do panorama macroeconômico japonês nos deixe melhor situados para uma investigação exploratória da aplicabilidade da Teoria Monetária Moderna ao caso do Japão, que se pretende efetuar no capítulo subsequente.

### **2. 1. POPULAÇÃO, EMPREGO E PIB**

Nesta primeira seção, detalharemos as tendências econômicas e demográficas do Japão ao longo das últimas quatro décadas, colocando os holofotes em especial nos desafios enfrentados pelo país em relação ao envelhecimento da população e à desaceleração do crescimento econômico. Destacar-se-á variáveis como população, taxa de desemprego, população empregada, crescimento do PIB, hiato do produto e investimento como percentual do PIB.

**Gráfico 1 - População Japonesa (em Milhões de pessoas)**



Fonte: Gabinete do Governo do Japão via Haver Analytics – in: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Out. 2023

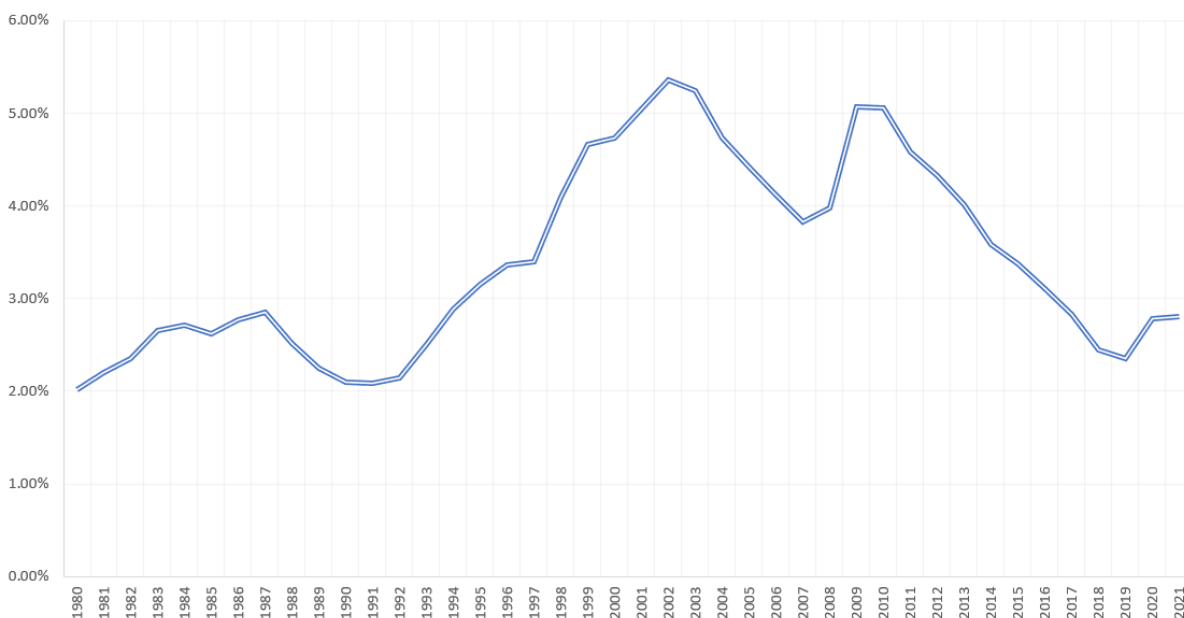
(Elaboração própria)

Como fica claro no gráfico 1, o pico populacional se dá na década de 2000, em que a população se estabiliza, passando por declínio já na década seguinte. Ela apresenta uma queda de aproximadamente 128 milhões de japoneses para menos de 126 milhões. Entre 1980 e 2004 há um ganho aproximado de 11 milhões de pessoas. De acordo com Shishito e Roncato (2015), diferentemente de países da Europa, dos Estados Unidos ou do Brasil, o Japão não tem uma tradição consolidada de receber imigrantes. Isso pode ter impedido um ganho populacional mais aprofundado, ou ainda o estancamento do processo de declínio populacional que assistimos na última década. Scott (2002) destrincha o porquê da população, como *proxy* da taxa de natalidade, ter estagnado e posteriormente entrado em declínio:

Quando se trata da questão da saúde reprodutiva, a preocupação dos japoneses com os jovens é muito relacionada ao baixo número de filhos e à entrada tardia na reprodução efetiva devido à alta valorização, pelos jovens, do trabalho e da autonomia. Ter poucos filhos redonda em alta preocupação dos pais com o sucesso destes filhos, significando, além de superproteção (como se fosse um investimento no bem-estar dos filhos), supercobrança quanto ao sucesso deles no mundo do trabalho. O resultado é a continuação de uma baixa fecundidade, que se torna um problema para os planejadores governamentais que trabalham com a redistribuição da renda entre gerações (sobretudo no sistema de previdência, como se verá mais adiante) e também para os próprios pais que, quando mais velhos, ficam dependentes de um único filho, e não mais de uma prole maior, que antigamente podia dividir a responsabilidade do sustento dos idosos (Scott, 2002, p.107).

A redução da taxa de natalidade implica ainda em outras questões, como destacam Shishito e Roncato (2015), como mudanças na distribuição etária da população, com uma diminuição da base populacional devido à menor quantidade de recém nascidos. A longo prazo, isso leva ao envelhecimento tanto relativo quanto absoluto da população. O Japão se destaca por ter uma das maiores expectativas de vida do mundo, atingindo em 2008 uma média de 86,05 anos para mulheres e 79,29 anos para homens, sendo a mais alta entre as mulheres e a quarta entre os homens (Suzuki, 2009; apud Shishito e Roncato, 2015).

**Gráfico 2 – Taxa de Desemprego (Percentual do Total da Força de Trabalho Japonesa)**



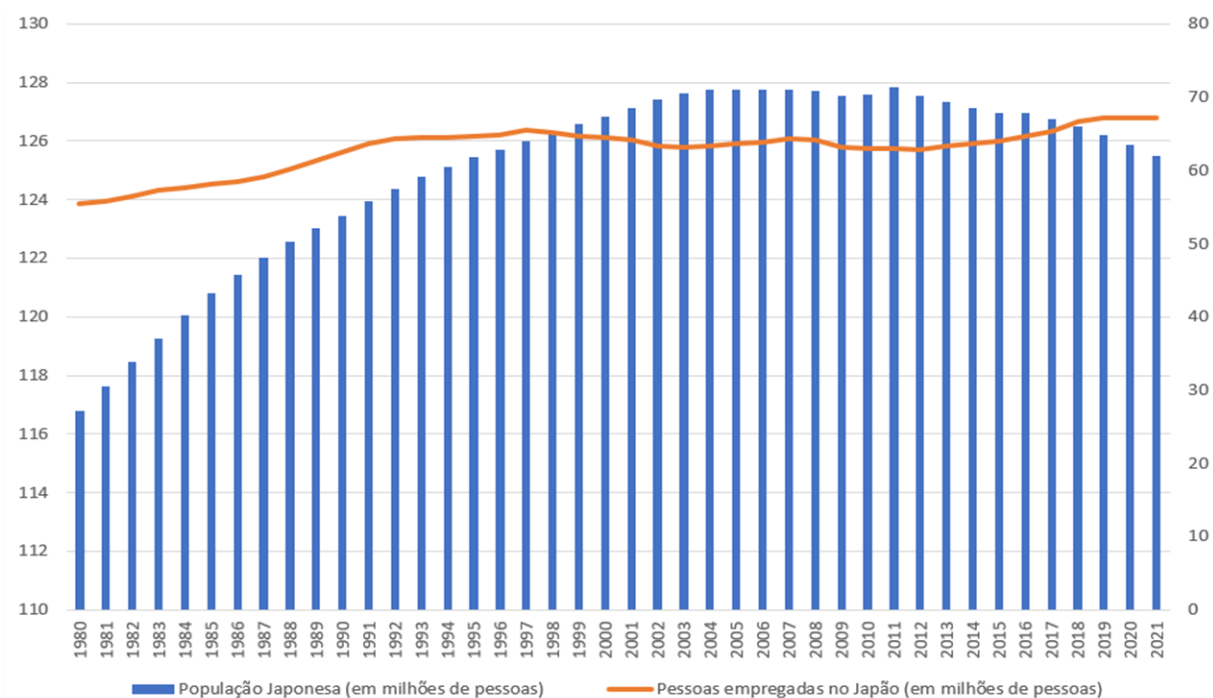
Fonte: Gabinete do Governo do Japão via Haver Analytics – in: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Out. 2023

(Elaboração própria)

Observando o gráfico 2, podemos perceber que entre 1980 e 1994 a taxa de desemprego se situa entre 2 e 3%, nunca abaixo ou acima dessa faixa. A partir de 1994, contudo, confirmando um movimento de ascendência que já vinha de anos anteriores, essa barreira na taxa de desemprego é superada, ultrapassando o patamar de 5% no início da década de 2000 (pico) e só retornando ao patamar anterior nos anos pré-pandêmicos (a contar de 2016). Desde o início da década de 2000 há um movimento descendente na taxa de desemprego, o que se modifica a partir da crise de 2008, com o desemprego retornando ao pico anterior e estabilizando. A datar da década de 2010, contudo, a taxa de desemprego entra em movimento descendente, arrefecendo até retornar ao patamar de 2 a 3%, movimento esse que só é revertido

a partir da pandemia do coronavírus. Isso implica que a crise dos anos 90 gerada pelas bolhas financeiras no Japão teve impacto sobre a taxa de desemprego semelhante à crise de 2008, a qual abalou a economia mundial.

**Gráfico 3 – População Japonesa em Milhões de Pessoas (Eixo Principal) X Pessoas Empregadas no Japão em Milhões de Pessoas (Eixo Secundário)**



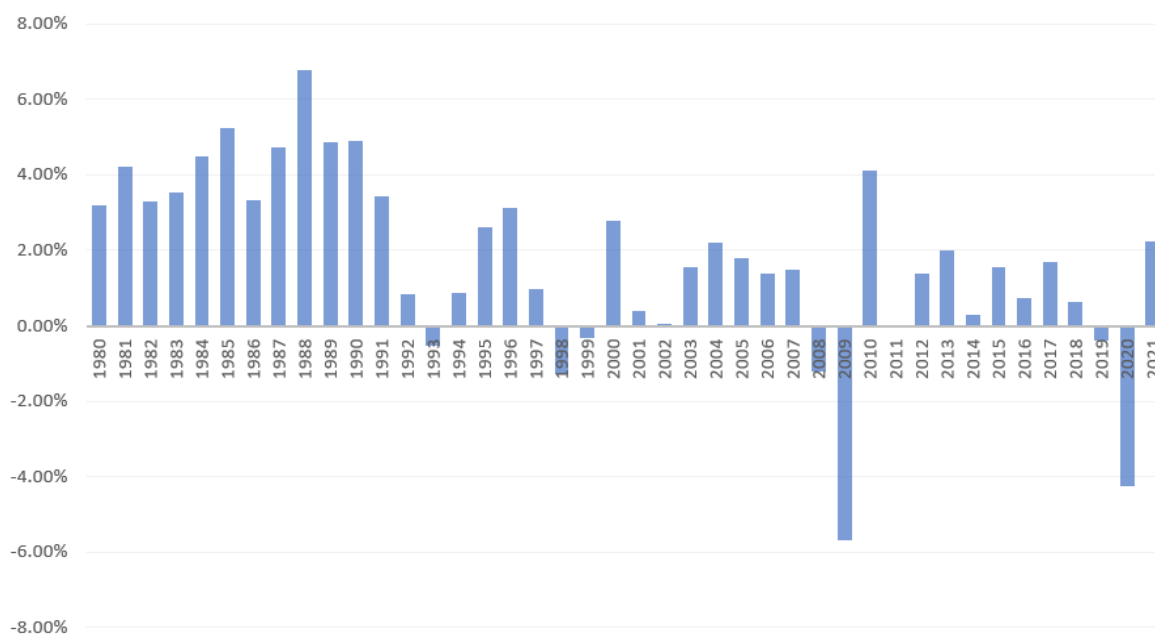
Fonte: Gabinete do Governo do Japão via Haver Analytics – in: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Out. 2023  
(Elaboração própria)

Com base no gráfico 3 podemos ver que o volume de pessoas empregadas aumenta quase na mesma magnitude do crescimento populacional do período 1980-2004, contudo, o volume de emprego apresenta estagnação no período 1993-2004, enquanto a população segue crescendo. Isso acontece principalmente porque, entre 1993 e 2000, a média de crescimento da economia ficou abaixo de 1%, em especial por conta da crise motivada pelas sucessivas bolhas imobiliárias. Fraga e Strachman (2013) descrevem bem o que acontece nos momentos seguintes:

Posteriormente, houve leve recuperação, entre 1999 e 2000, em grande medida graças à expansão da economia mundial, principalmente a das economias em desenvolvimento, e aos possíveis impactos às políticas de estímulos fiscais, no Japão. No entanto, seguindo a explosão da bolha de valorização das empresas de tecnologia, nos EUA, no ano 2000, muitas empresas japonesas viram seus lucros deteriorarem, com um setor bancário ainda frágil, assim implicando uma nova fase da crise financeira (...) entre 2001 e 2003, a economia basicamente ficou estagnada, com o hiato de produto aumentando e causando novamente uma deflação, piorando ainda mais as expectativas dos agentes quanto à recuperação (Fraga e Strachman, 2013, p.526).

De volta à análise gráfica, de 2004 a 2011, ambos estão estagnados, tanto a população quanto o volume de emprego. Já de 2011 em diante, a população e o volume de emprego seguem trajetórias distintas, com a primeira decaindo e o segundo ostentando crescimento. Pode-se notar também uma leve oscilação negativa no volume de emprego a contar de 2008, em razão da crise do subprime, trajetória que já se inverte dois anos depois.

**Gráfico 4 – Crescimento do PIB Japonês (a Preços Constantes)**



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Out. 2023  
(Elaboração própria)

Segundo Fraga e Strachman (2013), de 1980 a 2013, a economia japonesa passou por um período inicial de considerável crescimento, no primeiro terço, seguido por uma marcante "estagnação" nos dois terços seguintes. O crescimento econômico significativo, que se estendeu até o final da década de 1980, foi caracterizado por um aumento nos preços das ações, terras e imóveis, seguido por um período de baixo crescimento, estagnação e declínio nos preços desses ativos, resultando em uma das taxas de crescimento mais baixas entre os principais países industrializados durante esse período, em contraste com o que ocorria anteriormente, quando o Japão registrava a taxa de crescimento mais alta do mundo desenvolvido (Fraga e Strachman, 2013). Isso pode ser corroborado pelo gráfico 4, que registra um crescimento econômico sempre acima dos 3% durante a década, conquanto nos apresenta um crescimento mais modesto nos anos seguintes, registrando até mesmo recessão em sete deles, sendo que em apenas quatro por razão da crise do subprime e da pandemia do coronavírus. Fica claro então que esse período de modesto crescimento extrapola aquele apontado por Fraga e Strachman no início da década

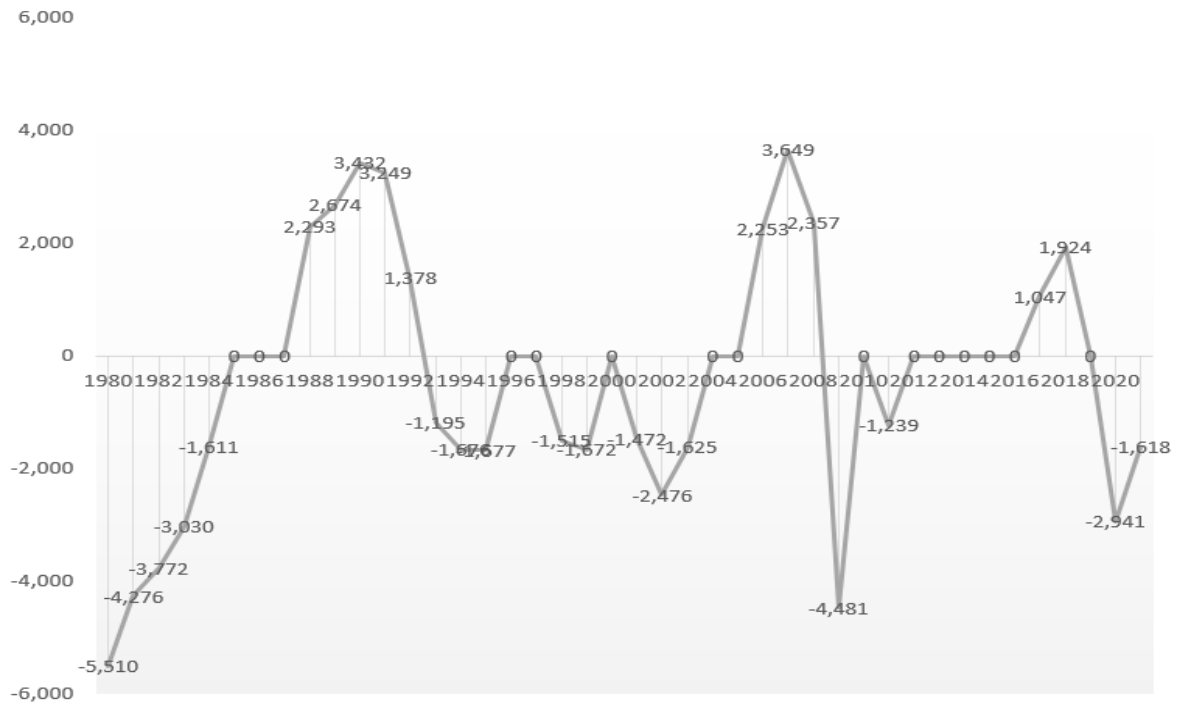
passada, e vem até os dias de hoje. Quanto às razões para a desaceleração japonesa a partir da década de 90, é preciso entender a crise financeira que se instalou no país durante esse período. Para Fraga e Strachman (2013), de modo geral, a crise financeira no Japão pode ser categorizada em quatro períodos de declínio:

Na primeira fase, então, entre 1990 e 1996, a produção industrial seguiu o colapso da bolha especulativa, declinando a partir de 1991. Com o surgimento da crise bancária, em 1997, veio a segunda fase. A terceira fase deu-se em 2001, impulsionada pela explosão da bolha de tecnologia de 2000. Para alguns autores, nesta fase foi empregada uma abordagem mais agressiva, a fim de restaurar a saúde financeira do setor bancário, possibilitando uma recuperação entre 2002 e 2006, com taxas de crescimento industrial quase sempre positivas. Por fim, a crise financeira internacional, que teve início em agosto de 2007, afetou tanto o lado real da economia japonesa quanto o comportamento da taxa de câmbio. Contudo, somente no fim de 2007 é que a produção industrial japonesa começa a sua trajetória de queda (Fraga e Strachman, 2013, p. 527).

Segundo os autores, além dos estouros das bolhas especulativas e da crise bancária, outros fatores podem ter contribuído para desacelerar o crescimento econômico japonês, como a queda na força de trabalho e as taxas de investimento e produtividade convergindo para níveis consistentes com outras economias avançadas (Fraga e Strachman, 2013). A recuperação da demanda externa fez com que as exportações se revigorassem fortemente no segundo semestre de 2009 e 2010. Isso, juntamente com grandes pacotes de estímulo do governo, fez com que o PIB recuperasse a maior parte da produção perdida durante a recessão em meados de 2010 (Harari, 2013). Em 2010, o crescimento econômico obtém um resultado incrível, mas volta a apresentar um resultado similar ao da década da recuperação (década de 2000 pré-subprime) no período seguinte, ainda que por vezes com resultados em patamar inferior. O que se segue é uma recessão profunda no período pandêmico, seja propriamente dita ou técnica.



**Gráfico 5 – Hiato do Produto como Percentual do PIB**



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Out. 2023  
(Elaboração própria)

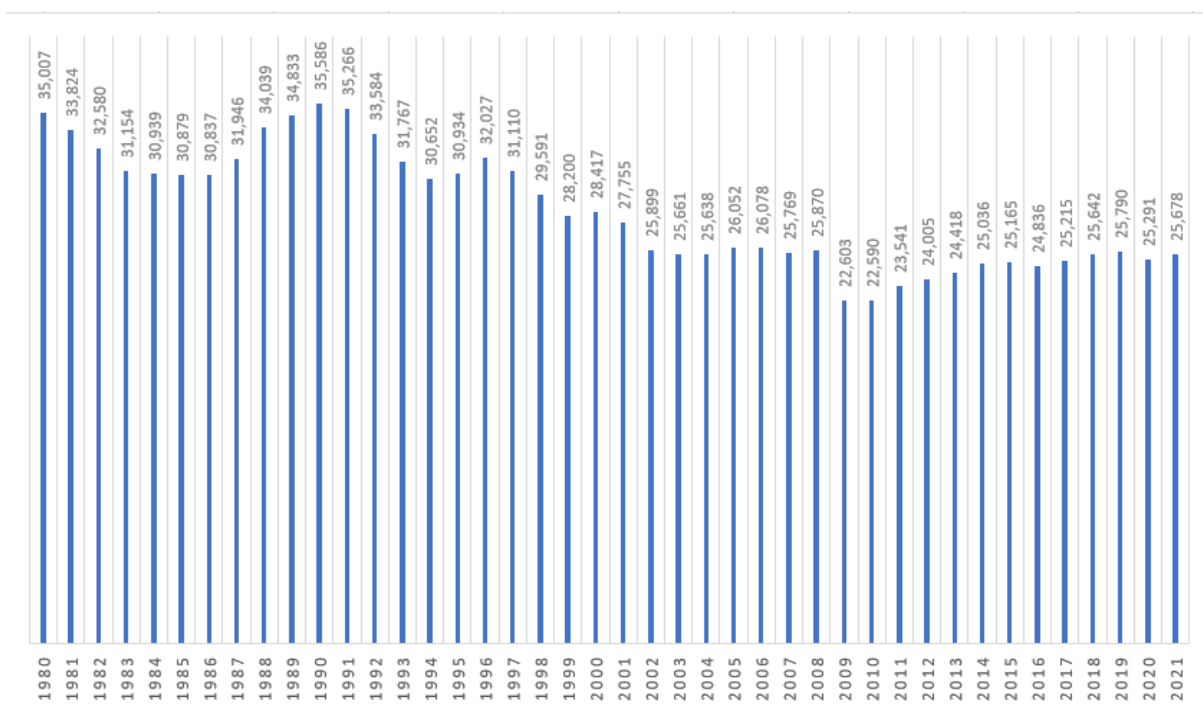
A fim de auxiliar na análise do gráfico 5, vale explicitar do que se trata o hiato do produto, e o que significa o fato deste ora assumir valor negativo, ora positivo:

O hiato do produto corresponde à diferença entre o produto observado de uma economia (PIB) e a estimativa do produto potencial, dividida pelo produto potencial. Se o PIB estiver acima do seu nível potencial, o hiato do produto é positivo: a restrição da capacidade produtiva tende a tornar-se ativa, o que se manifesta numa tendência de aumento da inflação e de redução do desemprego para um valor abaixo da sua taxa natural. Por outro lado, se o hiato do produto é negativo, o PIB é inferior ao seu potencial: existe capacidade produtiva não utilizada, logo as pressões inflacionistas diminuem e o desemprego cresce para valores acima da taxa natural de desemprego (Hiato do Produto, 2024).

Portanto, o gráfico 5 nos indica que, durante a primeira metade da década de 80, a despeito do crescimento acelerado, a economia japonesa operava com capacidade produtiva subutilizada. Ela passa a operar de acordo com a taxa natural em 1985, e a contar de 1988 excedendo-a, com o hiato do produto alcançando 2,29%, só voltando a operar de acordo com o produto potencial, ou abaixo dele, a partir de 1993. Entre 2001 e 2003, na terceira fase da crise financeira, apelidada por Fraga e Strachman de “renovação do estresse sistêmico”, a economia basicamente ficou estagnada, com o hiato do produto crescendo (mais negativo, com pico em 2,48% negativos) e causando uma deflação, piorando ainda mais as expectativas dos agentes quanto à retomada (Fraga e Strachman, 2013). Há considerável recuperação logo em seguida,

mas a economia japonesa só voltaria a operar com o hiato do produto positivo de 2005 até a crise do subprime e no período pré- pandêmico (2016-2019). Esses íterins foram seguidos por períodos de hiato do produto brutalmente negativos, menos acentuados do que aqueles causados pela crise dos anos 90, de acordo com o que se pode constatar no gráfico 5. Vale destacar que durante a era do *Abenomics*<sup>2</sup>, o hiato do produto ou esteve zerado ou foi positivo, com exceção do primeiro ano da pandemia do coronavírus.

**Gráfico 6 – Investimento Total como Percentual do PIB (%)**



Fonte: Gabinete do Governo do Japão via Haver Analytics – in: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Out. 2023

(Elaboração própria)

Como mostra o gráfico 6, apesar do crescimento acelerado na década de 80, o investimento como componente do PIB oscilou nessa quadra histórica, indo de 35% em 80 a 30,88% em 85, e depois a 35,59% em 90, em um regresso ao patamar anterior. Torres Filho (1997) fornece uma explicação para essa oscilação, afirmando que a valorização do iene provocou uma redução na taxa de crescimento da economia e na taxa de lucro dos setores

<sup>2</sup>Amálgama das palavras *Abe* e *economics*. Refere-se ao período de vigência da política econômica instituída pelo primeiro-ministro Shinzo Abe, que governou o Japão de dezembro de 2012 a setembro de 2020 pelo hegemônico Partido Liberal Democrata, sendo o primeiro-ministro japonês a ter servido por mais tempo. Pode também se referir ao período posterior ao mandato de Abe, já que seus sucessores, Yoshihide Suga e Fumio Kishida, prometeram dar continuidade à sua política econômica.

exportadores na primeira metade dos anos 80, o que pode ter impactado o nível de investimento. Diante dessa situação, segundo o autor, o governo optou por modificar sua política monetária, adotando uma abordagem consideravelmente expansionista:

Diante desse cenário, o governo decidiu mudar sua política monetária, tornando-a profundamente expansionista. Assim, o Banco do Japão (BoJ) iniciou, em janeiro de 1986, a redução da taxa de redesconto, que estava em 5%, até que alcançasse 3% em novembro e, finalmente, 2,5% em fevereiro do ano seguinte, o menor valor registrado até então. Um dos principais objetivos das autoridades japonesas com a nova política era criar condições para que a demanda interna crescesse, compensando a perda do impulso exportador, que havia sustentado o crescimento da economia japonesa na primeira metade dos anos 80. Essa meta foi plenamente alcançada, graças à aceleração do crescimento do consumo privado e do investimento, especialmente em novas moradias. De fato, no segundo semestre de 1987, o choque da valorização do iene já havia sido satisfatoriamente absorvido. O investimento privado em máquinas e plantas industriais passou a crescer aceleradamente, reforçando a tendência expansionista dos demais componentes da demanda interna (Torres Filho, 1997, p.8-9).

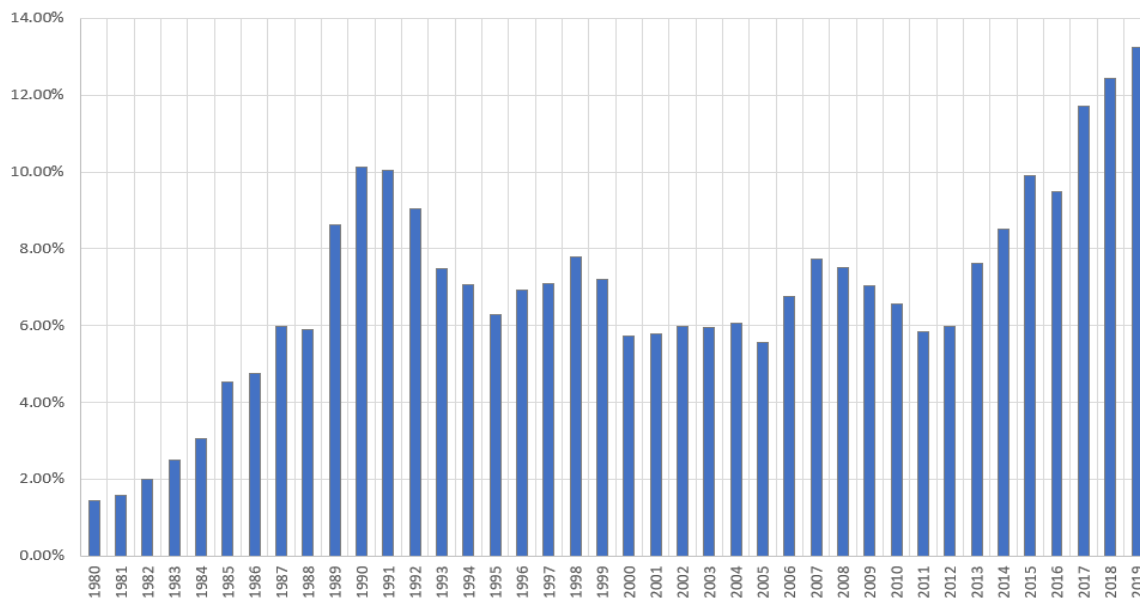
Segundo Levi (1997), elevados volumes de investimentos marcaram o milagre econômico japonês, o qual abarca as décadas de 60, 70 e 80. A autora ainda destaca o processo de liberalização financeira pelo qual o Japão passou desde a década de 80, o que implicou num processo de exportação de capitais por parte do país. Esse fato, em última instância, pode ter contribuído com a queda do investimento doméstico na sequência, com o Japão passando a ocupar a posição de credor internacional. Após essa década, o investimento incorre em trajetória de decréscimo, com algumas oscilações, alcançando o patamar mais baixo no ano de 2010. Parece haver, contudo, um certo estancamento desse processo de declínio de 2002 até a crise de 2008, o que se deve ao fato de que medidas mais agressivas foram tomadas para lidar com os empréstimos problemáticos e a escassez de investimentos, tais como a redução da taxa de juros e a implementação da política monetária de *quantitative easing*. Além disso, a nacionalização de grandes bancos ajudou a diminuir o estresse sistêmico que reinava na terceira fase da crise financeira japonesa (Fraga e Strachman, 2013). Depois do ano de 2010, após uma redução abrupta do investimento nos anos imediatamente posteriores ao *subprime*, a trajetória é de incremental e leve retomada do mesmo, quase que de forma ininterrupta, até chegar a 25,68% do PIB em 2021.

## 2. 2. SETOR EXTERNO: DÍVIDA EXTERNA, SALDO EM CONTA CORRENTE, TAXA DE CÂMBIO E RESERVAS INTERNACIONAIS

Nesta seção, analisaremos a evolução do endividamento externo, do saldo em conta corrente como proporção do produto, da taxa de câmbio e das reservas internacionais do Japão

ao longo das décadas de 80 até os anos mais recentes. Iniciemos, assim, com a discussão sobre as transformações no endividamento externo nipônico.

**Gráfico 7 – Total de Títulos da Dívida Internacional em Circulação em Relação ao PIB do Japão**



Fonte: Federal Reserve Economic Data (St. Louis FED) - International Data - Outstanding Total International Debt Securities to GDP for Japan

(Elaboração própria)

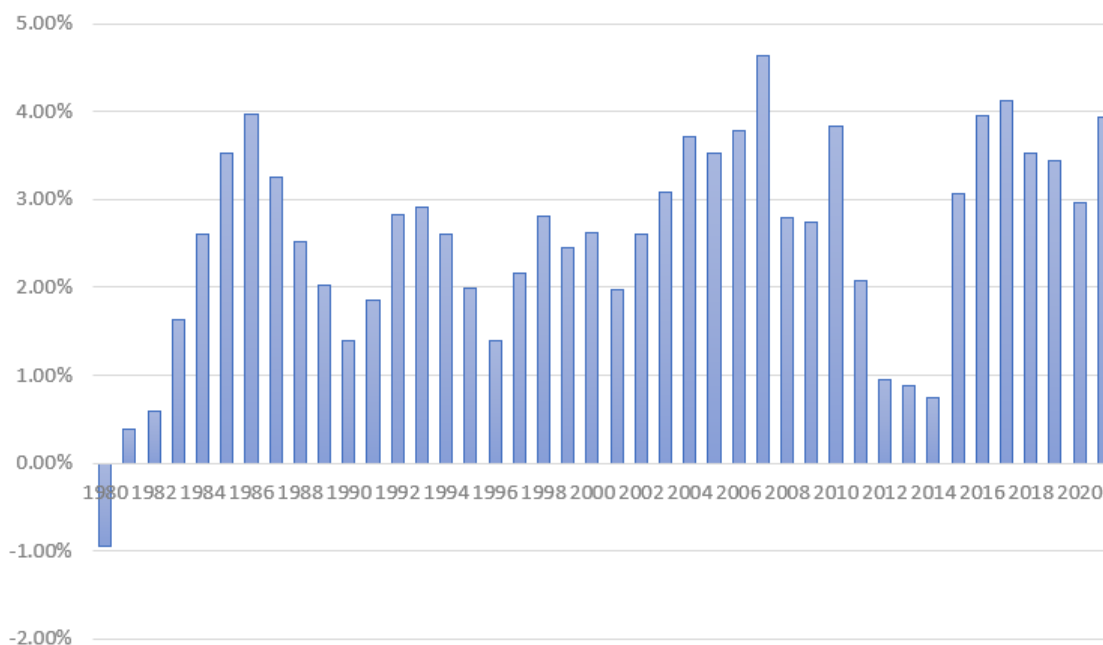
O gráfico 7 descreve o panorama do endividamento externo japonês, o qual manifestou uma transformação exponencial durante a década de 80, saltando de menos de 2% para o patamar de 10% em relação ao PIB japonês. Segundo Torres Filho (1997), durante boa parte desse período, a preocupação maior era gerenciar os desequilíbrios externos de forma a impedir uma rápida valorização do iene, ainda segundo ele:

A despeito do aumento dos ativos externos do banco central e de outras instituições públicas, o setor privado – por exemplo, seguradoras – aumentou substancialmente suas posições em ativos denominados em moeda estrangeira, em particular os títulos da dívida pública norte-americana (...). Com a desregulamentação do mercado financeiro, as corporações passaram a aproveitar as oportunidades que os mercados interno e externo lhes proporcionavam em termos de juros, câmbio, etc (Torres Filho, 1997, pag. 7, 9).

Isso ajuda a explicar o movimento ascendente que vemos no gráfico 7. Esse processo é estancado no início da década seguinte, com o endividamento externo recuando para menos de 8% já em 94. O mesmo permanece em patamar semelhante, e em boa parte das vezes, menor, até o ano de 2014, após o qual ele incorre em trajetória ascendente, superando os 12% no ano

de 2018 e alcançando patamares inéditos na série histórica. Pode-se verificar, portanto, que não é um endividamento externo desprezível.

**Gráfico 8 – Saldo em Conta Corrente como Percentual do PIB**



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Out. 2023  
(Elaboração própria)

Ainda segundo Torres Filho (1997), durante a década de 80, o Japão era o principal beneficiário dos déficits comerciais dos Estados Unidos:

Entre 1982 e 1986, o desequilíbrio do comércio bilateral aumentou de US\$ 18,1 bilhões para US\$ 51,4 bilhões em favor do Japão, mantendo-se, desde então, em torno de US\$ 45,5 bilhões. Como consequência, os japoneses passaram a acumular mega-superávits em conta corrente, o que os levou a se tornarem, já em 1985, os principais credores líquidos do mundo, posição tradicionalmente ocupada pelos Estados Unidos (Torres Filho, 1997, p.6).

Esses superávits crescentes se deram inclusive como percentual do PIB, como pode ser visto no gráfico 8, até que o processo é interrompido, e há uma redução dos saldos em conta corrente no quadriênio 1987-1990. Levi (1997) mostra como os aumentos nos superávits da conta corrente tiveram importantes implicações:

Os crescentes superávits em conta corrente que o Japão passou a acumular desde o início da década de 80 levaram à necessidade de flexibilizar a compra de divisas por agentes domésticos de forma que o governo pudesse dividir com o setor privado a tarefa de esterilizar o impacto monetário expansionista dos fluxos de exportações. Contudo, ao longo da década, os investimentos do Japão no exterior superaram por larga margem o superávit em conta corrente do país. Em outras palavras, a posição credora do Japão

contra o resto do mundo teve, como contrapartida, um déficit no balanço de pagamentos, uma vez que o superávit em conta corrente não foi suficiente para financiar as aquisições líquidas de ativos estrangeiros feitas por agentes domésticos (Nakao, 1995, p.62). Por sua vez, o déficit do balanço de pagamentos foi financiado pela contratação de dívida de curto prazo por parte dos bancos autorizados a operar com moeda estrangeira (...) é possível constatar que a dívida externa bancária de curto prazo começou a crescer fortemente em termos líquidos a partir de 1986, quando os bancos japoneses autorizados a operar com câmbio captaram US\$ 58,5 bilhões no exterior, atingindo o pico em 1987, ano em que as contratações de dívida bancária de curto prazo chegaram a US\$ 71,8 bilhões. Em 1989, o crescimento foi inferior, e em 1990, o endividamento de curto prazo do Japão contraído através de aumento do passivo bancário começou a cair(...)Configurou-se, portanto, uma situação paradoxal, na qual o país detentor do maior superávit em conta corrente contratou grandes volumes de dívida de curto prazo no exterior para financiar suas posições ativas contra o resto do mundo (Nakao, 1995; apud Levi, 1997, p. 58).

Isso pode ser verificado no gráfico 7, com a explosão do endividamento externo durante a década de 80, especialmente na segunda metade. A contar de 1992, o “estouro da bolha” gerou vários impactos sobre a economia japonesa. Um deles foi o de lançar o país, a partir desse ano, numa das piores recessões de seus últimos quarenta anos. Uma das consequências significativas da recessão desencadeada pelo colapso da bolha foi o aumento do superávit externo do Japão, tanto no comércio quanto na conta corrente (Torres Filho, 1997). Isso pode ser verificado no gráfico 8, com o saldo em transações correntes apresentando significativo salto em 1992, quase alcançando o patamar de 3% com relação ao PIB japonês.

O saldo em conta corrente fica estável, então, entre 1992 e 2000, com exceção do período 1995-97, em que é consideravelmente reduzido, como proporção do PIB, é claro. Ele apresenta ainda suave queda, entrando em movimento ascendente no período subsequente, até superar o patamar de 4,5% em 2007. Sofre então uma queda abrupta em razão da crise de 2008 com epicentro nos EUA, mas num nível ainda próximo de 3%. No ano de 2010, entretanto, há um salto exponencial na variável, o que pode ajudar a explicar o formidável desempenho econômico registrado no mesmo ano que é evidenciado pelo gráfico 4. Assim como o resultado bem mais tímido dos anos seguintes, voltando ao patamar do início da série histórica, ajuda a explicar o crescimento econômico bastante modesto no mesmo período, o que também é evidenciado pelo gráfico 4. A partir de 2015, contudo, há uma explosão do saldo em transações correntes como proporção do PIB, confirmando a noção de que os anos pré-pandêmicos foram, de alguma forma, mais virtuosos para o Japão. No primeiro ano pandêmico há um decréscimo na variável, porém não muito acentuado, seguido por forte recuperação já em 2021, quase retornando ao patamar de 4% dos anos de 2016 e 2017.

**Gráfico 9 – Taxa de Câmbio à Vista e Taxa de Câmbio Real Efetiva (JPY/USD)**

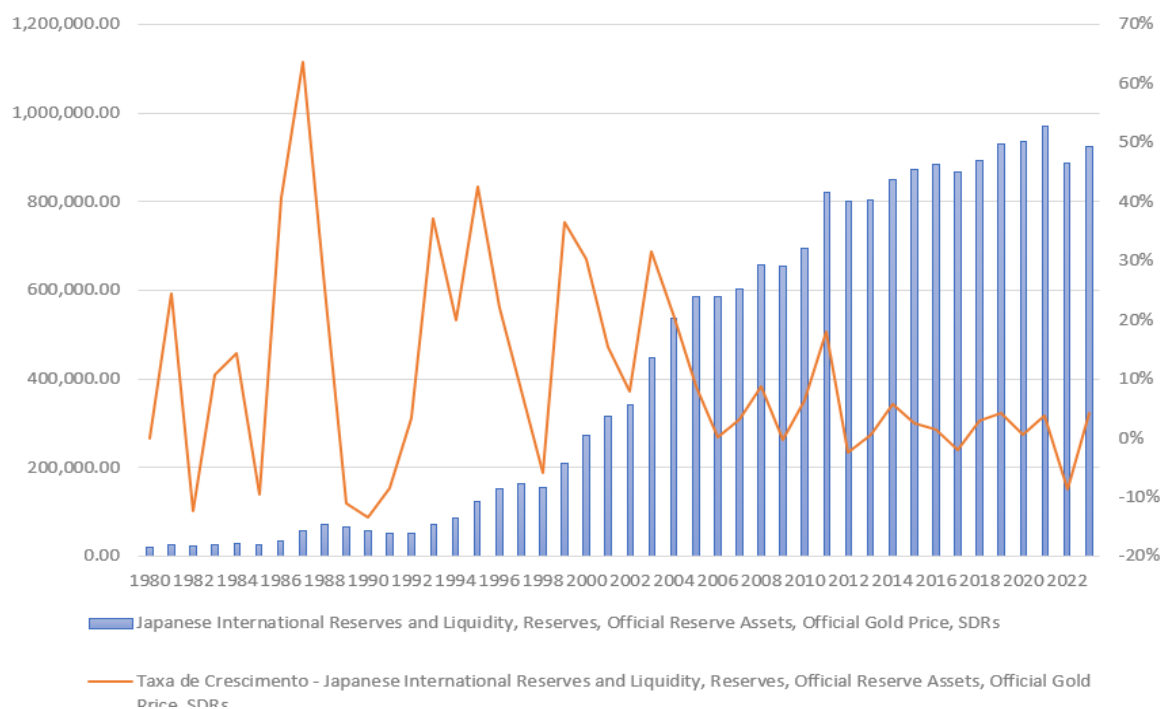


Fonte: Bank of Japan (BoJ). Código das séries: FM08'FXERM07 e FM09'FX180110002.

(Elaboração própria)

A partir da segunda metade da década de 80, as autoridades japonesas iniciaram um período de significativa flexibilização das condições monetárias internas, com o objetivo de compensar os possíveis efeitos recessivos da apreciação da moeda sobre o superávit comercial japonês e, conseqüentemente, sobre a economia como um todo (Levi, 1997). Isso explica a razão da abrupta queda na taxa de câmbio marcada em azul no gráfico 9 no mesmo período, caindo de aproximadamente 250 dólares americanos para pouco mais de 150. A partir de 92, o câmbio passa por nova desvalorização, ainda que menos acentuada, em razão da crise da bolha, até alcançar um vale de menos de 100 dólares americanos entre 95 e 96. Posteriormente, o câmbio se estabiliza num patamar entre 100 e 150 dólares americanos até a crise de 2008, a qual o lança ao nível mais baixo da série histórica até chegarmos aos anos da segunda metade da década de 2010. Neste ponto, ele se recupera e estabiliza em um patamar próximo aos cem dólares. Após a pandemia do coronavírus, no entanto, há um disparo significativo que deixa o iene mais valorizado, aproximando-se dos 150 dólares americanos. Cabe ressaltar que a apreciação prolongada do iene até os dias atuais faz sofrerem as exportações japonesas.

**Gráfico 10 – Reservas Internacionais e Liquidez do Japão, Reservas, Ativos Oficiais de Reserva, Preço Oficial do Ouro, DES (Direitos Especiais de Saque) – Em Milhões de Dólares (Azul) e Taxa de Crescimento (Amarelo)**



Fonte: International Monetary Fund, International Finance Statistics

Nota: (Taxa de Crescimento no Eixo Secundário)

(Elaboração própria)

Como se pode verificar no gráfico 10, durante a década de 80 não há uma construção substancial no volume de reservas, com este conservando-se praticamente o mesmo no sexênio 1980-1985. Entre 1985 a 1988, contudo, observa-se maior ganho no volume de reservas, isso pode ser também verificado ao observarmos o pico da linha laranja que representa a taxa de crescimento das reservas, o qual se encontra justamente nesse quadriênio. Para Levi (1997), é provável que a maior parte das significativas reservas internacionais oficiais observadas entre 1986 e 1988 tenha sido adquirida principalmente através dos próprios bancos japoneses. Estes bancos se endividaram em dólares para em seguida transferir esses fundos para a autoridade monetária e, posteriormente, criaram ativos denominados em ienes na expectativa de que a moeda se valorizasse (Levi, 1997).

Há então uma estabilização no nível de reservas até 1994, após o que as reservas internacionais passam a se avolumar de modo massivo e explosivo. Zhang et al (2016) mostram que essa curva ascendente coincide com o declínio do nível de internacionalização do iene na economia mundial. O grau de internacionalização do iene seria a participação do iene no total



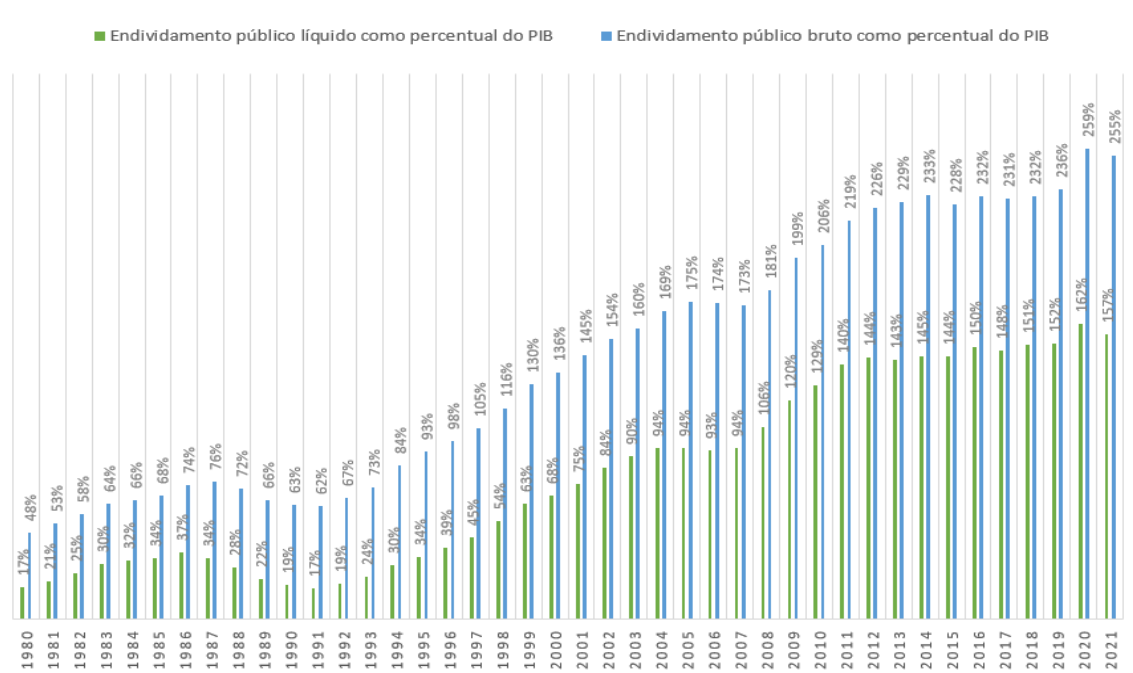
de posições oficiais identificadas de moeda estrangeira. Para os autores, a noção de concorrência cambial sugere que, quando as economias das moedas de reserva dominantes estão fracas, devido, por exemplo, a crises financeiras, o escopo para a internacionalização de outras moedas aumenta e, vice-versa, diminui, se as condições econômicas e financeiras da economia de reserva dominante se fortalecerem. Isso explica a razão do acúmulo de reservas, que fica evidente no gráfico 10, ser necessário justamente a partir do momento em que a economia japonesa passa a ficar debilitada, com a crise da década de 90. Assim, a partir desse momento, o volume de reservas internacionais no Japão passa a entrar em trajetória ascendente.

Pode-se identificar, também no gráfico 10, um aumento abrupto no volume das reservas no alvorecer da crise do subprime. Citando Prasad (2014), Zhang et al (2016) explicam também esse fenômeno. Diante desse cenário, a predominância do dólar norte-americano sobre o iene, o renminbi e o euro poderia parecer surpreendente considerando os impactos internos nos Estados Unidos decorrentes dos choques monetários desde a crise bancária de Wall Street de 2008-2010. Isso inclui o aumento da dívida pública para níveis historicamente altos e a injeção de dólares norte-americanos nos mercados monetários por meio de medidas de *quantitative easing*. No entanto, essa predominância reflete o poder das instituições norte-americanas, seus mercados financeiros amplos e profundamente estabelecidos (Prasad, 2014; apud Zhang et al, 2016). Durante a crise pandêmica, contudo, o gráfico 10 registra uma queda no volume das reservas, o que não significa necessariamente que o iene tenha ficado mais competitivo, porém esta parece ser uma hipótese plausível quando observamos o gráfico 9 para o mesmo período.

### 2. 3. ENVIDAMENTO PÚBLICO, INFLAÇÃO E BASE MONETÁRIA

Por fim, nesta última seção do capítulo 2, abordaremos a evolução do endividamento público, da inflação e das políticas monetárias no Japão ao longo das últimas décadas. Questões que são prementes para o que se pretende desenvolver no capítulo 3, o qual terá por tarefa realizar uma análise exploratória das políticas fiscal (pela qual o endividamento público é determinado) e monetária japonesas em suas convergências e divergências com o receituário da MMT.

## Gráfico 11- Endividamento Público como Percentual do PIB



Fonte: Gabinete do Governo do Japão via Haver Analytics – in: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Out. 2023  
(Elaboração própria)

Durante a década de 80, ainda havia algum esforço por parte do governo japonês por conter os gastos públicos e obter receitas de modo a conter o endividamento público, ainda que essa contenção não tenha se materializado durante a maior parte do tempo, apenas entre 1987 e 1991 houve queda na variável. Esse equilíbrio fiscal temporário pode ter se dado em razão do aumento anormal dos preços das ações e dos terrenos na “economia da bolha”, o que gerou uma grande quantidade de receitas fiscais, confirmando a “hipótese da instabilidade financeira” de Minsky, segundo a qual o “ovo da serpente” é guardado pelos mercados financeiros. Antes, os déficits públicos já vinham aumentando em razão da desaceleração do crescimento com relação às décadas anteriores do milagre, o que implicava em menores receitas, assim como por conta de gastos com programas de bem-estar social e investimentos públicos.

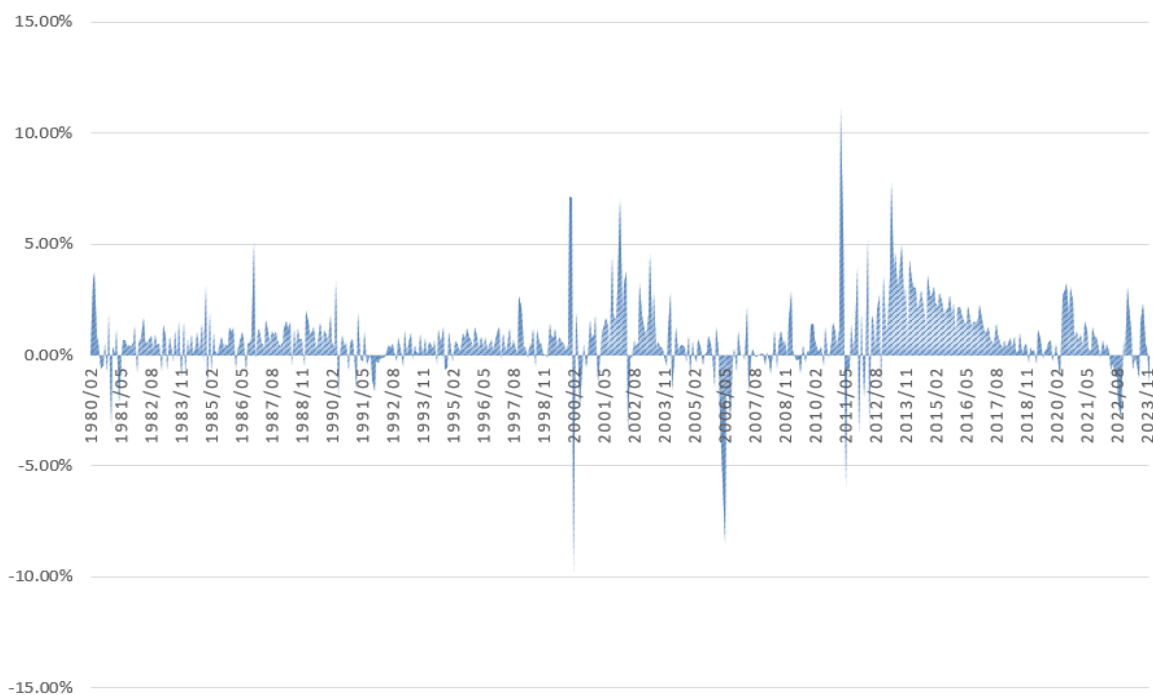
Mas, tão logo se deu a quebra da 'economia da bolha', os déficits aumentaram novamente, e dessa vez de forma considerável, devido à necessidade que o governo japonês sentiu de realizar estímulos fiscais e emissão de títulos para lidar com a recessão econômica (IHORI ET AL, 2001). Esse aumento pode ser constatado ao se observar o gráfico 11, com o endividamento público bruto saltando de 67% em 1992 para 116% em 1998. No ano de 1994, o PLD (Partido Liberal Democrata), hegemônico na política japonesa, perde a Câmara Alta e a cadeira de primeiro-ministro para o então Partido Socialista Japonês. Este, ao invés de realizar uma mudança na política econômica, seguiu apostando em políticas monetária e fiscal

expansionistas (por meio de fortalecimento de gastos sociais e investimentos públicos), assumindo com um endividamento de 73% do PIB referente ao ano anterior e entregando um endividamento público bruto de 93% ao fim do exercício de 95.

O PLD retorna ao poder em 1996, mas continua a empreender a política econômica do déficit fiscal, de modo que o endividamento público bruto chega, já no ano de 1999, na casa dos 130%. Segundo Harari (2013), foram repetidos pacotes de estímulo fiscal por parte do governo, além de uma taxa de juros reduzida a quase zero. Essa política pode, de fato, ter impedido um agravamento da crise econômica, dado que, vide o gráfico 4, apenas em 1992, 1998 e 1999 se registrou recessão, com o recuo nunca superando o patamar de 2%, sendo inclusive inferior a 1% em 1992 e 1999. Em realidade, ao menos parar os padrões da MMT, ela poderia ter sido ainda mais aprofundada, já que, por meio do gráfico 5, percebe-se que o hiato do produto foi negativo durante boa parte do período.

Já a partir da década de 2000, cada vez mais o envelhecimento populacional passa a desempenhar papel importante na geração de resultados deficitários, em razão da necessidade de transferências inter-geracionais de renda, o que pode ter contribuído significativamente com o aumento de aproximadamente 70 pontos percentuais no endividamento público bruto entre 2000 e 2010. Outro fator, segundo Harari (2013), é que o Banco do Japão (BoJ) mudou formalmente para uma política de taxa de juros zero no início de 1999 e, em seguida, em março de 2001, introduziu um programa de *quantitative easing* (QE), a primeira grande economia a fazer isso. O efeito dessa política pode ser verificado no gráfico 12, em que podemos ver a taxa de crescimento da base monetária, sendo esta última ajustada sazonalmente pelo BoJ, em um gráfico de área:

**Gráfico 12 (Área) – Taxa de Crescimento da Base Monetária (Sazonalmente Ajustada)**



Fonte: Bank of Japan (BoJ) - Monetary Base (AmountsOutstandingatEndofPeriod)

(Elaboração própria)

Consistia basicamente na criação de dinheiro novo para adquirir ativos bancários de modo que os bancos pudessem liquidar empréstimos ruins que haviam realizado. A medida também foi pensada para combater pressões deflacionárias que já vinham se formando na economia desde 1998. O programa só teria fim em 2006, com indicadores de que a deflação estava cedendo (Harari, 2013). Por isso a variação fortemente negativa que podemos ver na base monetária no gráfico 12. A melhora no desempenho econômico desde então (até a crise de 2008), com registro de hiato do produto positivo como mostra o gráfico 5, ajudou a conter o déficit público na antessala da crise do subprime (vide gráfico 11), devido a uma melhora natural na obtenção de receitas.

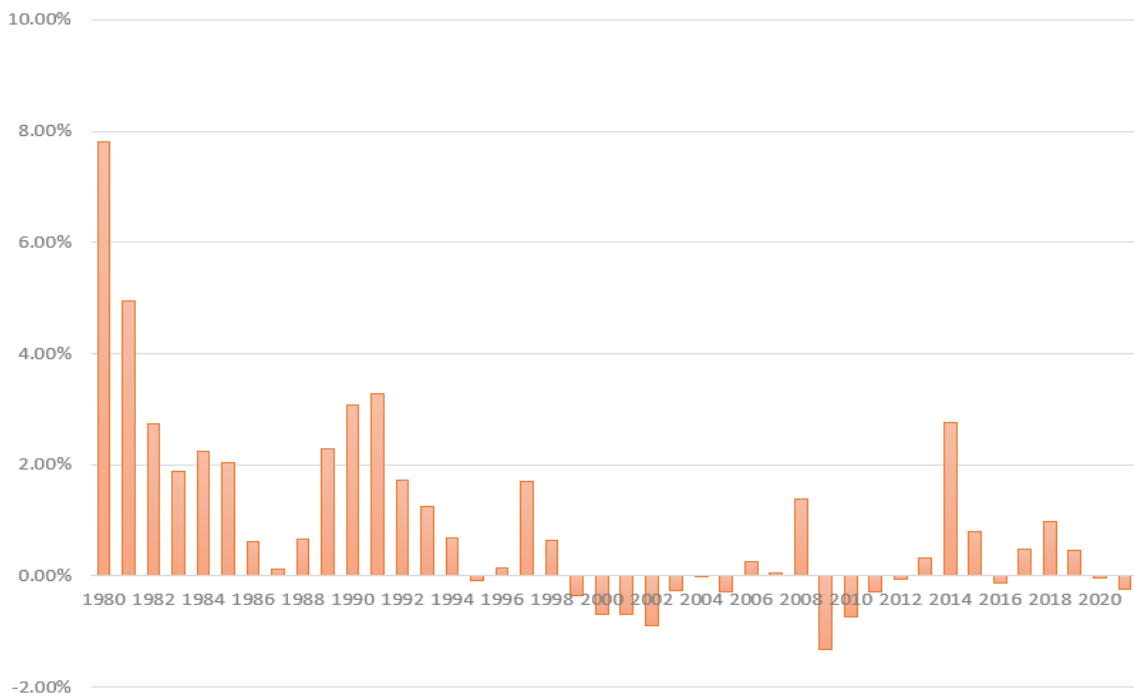
A turbulência econômica dos anos do subprime (2008-2009), que deve ter significado uma queda brutal nas receitas do Estado japonês, pode ajudar a explicar o ganho de 27 pontos percentuais de endividamento público nesse curto período de dois anos. Ao fim do ano de 2010, percebendo sinais de enfraquecimento da economia, o Banco do Japão (BoJ) passou a recuperar o programa de *quantitative easing*, desta vez comprando títulos de dívida do governo em posse de instituições financeiras. Esperava-se que, com o recurso dessas vendas, as instituições passassem a destinar maiores empréstimos ao público. A escala do programa foi amplificada diversas vezes até 2012 (HARARI, 2013). Isso explica como o endividamento público bruto

saltou de 206% em 2010 para 226% ao fim do exercício de 2012, como podemos ver no gráfico 11. O efeito do programa também pode ser facilmente visualizado no gráfico 12, com a forte dilatação em azul a partir de 2010, indicando significativa expansão da base monetária.

Com a ascensão de Shinzo Abe como primeiro-ministro japonês, surge o *Abenomics*, conjunto de políticas econômicas advogadas pelo político do LDP, que esteve no poder entre 2012 e 2020. O *Abenomics* consistiria em três “flechas” a serem disparadas por Abe, de modo a combater a deflação e impulsionar o crescimento econômico: uma política monetária mais expansionista e agressiva; uma política fiscal menos enrijecida, com pacotes de estímulos mais fartos; e reformas estruturais (Ito, 2013; apud Oliveira, 2019). Assim, com o “disparo” das “flechas”, entre 2012 e 2019 o déficit público bruto apresentou um salto de 226% para 236%, o que não parece muito se considerarmos os períodos anteriores. Contudo, vale salientar que, diferentemente das décadas anteriores, o Japão não estava mais se recuperando de uma crise, e sim buscando uma maneira de incorrer em uma trajetória econômica mais virtuosa.

Durante o primeiro ano da pandemia, contudo, ainda no governo de Shinzo Abe (ao menos até setembro), o endividamento público bruto aumentou em 20 pontos percentuais (ampliação manifestada no gráfico 11). Trata-se de um dado que não surpreende tanto num contexto em que as economias mundiais de modo geral aumentaram seu endividamento para lidar com a pandemia, em especial as economias desenvolvidas. Ainda assim, porém, é um aumento vultoso, mesmo que consideremos os gastos em preparação para as olimpíadas de Tóquio. Já no ano seguinte, em 2021, o endividamento é ligeiramente contido em 4 pontos percentuais.

**Gráfico 13 – Inflação, Média dos Preços de Consumo (Percentual de Mudança)**



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Out. 2023

(Elaboração própria)

Observando agora o gráfico 13, percebemos que já em 1982 a inflação ao consumidor no Japão cai para níveis bastante razoáveis, contrastando com a pressão sobre os preços em outros períodos do milagre (como é o caso do ano de 1980). Nos anos de 1986 e 1987, contudo, ela apresenta uma queda abrupta, para logo na sequência se restabelecer de modo consistente. Esse restabelecimento muito provavelmente se deve à formação da “economia da bolha”. Em 1992, contudo, a bolha “estoura” e essa inflação volta a cair abruptamente. De acordo com o gráfico 13, em nenhum momento após o “estouro” da economia da bolha em 1992, com exceção do ano de 2014, a inflação ao consumidor esteve acima do patamar de 2%. Em verdade, o grande problema da economia japonesa desde então tem sido uma prolongada deflação, que fez com que consumidores adiassem suas decisões de consumo, os salários encolhessem em termos monetários e os empresários se sentissem pouco incentivados a investir. A deflação, portanto, tem um efeito bastante prejudicial sobre o crescimento do PIB, além do efeito que ela tem sobre o endividamento público, pois aumentou o peso das dívidas contraídas anteriormente, especialmente no que se refere ao endividamento público líquido (Harari, 2013). A adoção de uma taxa de juros zero em 1999 ilustra uma primeira tentativa do BoJ e do governo japonês de lidar com a questão nesse que foi o segundo ano de deflação na série histórica, como podemos averiguar no gráfico 13. Na sequência, outra tentativa foi o até então inédito programa de

*quantitative easing* que o BoJ colocou em prática, operacionalizado de 2001 a 2006 (K. Watanabe e T. Watanabe, 2018). O programa ter tido fim em 2006 certamente derivou do fato deste ter sido o primeiro ano a não registrar deflação desde 99, como evidencia novamente o gráfico 13.

Nos anos imediatamente posteriores à crise do *subprime*, porém, como também revela o gráfico 13, a deflação voltou a vigorar. Vale salientar, que, mesmo sem registrar deflação propriamente dita, ou “inflação negativa”, índices de inflação muito baixos, como os registrados em 96, 98, 2006 e 2007 também preocupavam o governo japonês, pois não seriam de fato capazes de alterar as expectativas dos agentes. Assim, em 2013, já sob a era do *Abenomics* (ainda que o BoJ fosse independente), o Banco do Japão adotou uma "meta de estabilidade de preços" com o objetivo de aumentar a taxa anual de aumento do índice de preços ao consumidor para 2%, além de ter retomado o programa de *quantitative easing*, visando dobrar a base monetária num período de dois anos. De fato, como mostra o gráfico 12, a área em azul fica visivelmente mais hachurada a partir desse período, o que indica forte ampliação da base monetária. De acordo com o gráfico 13, contudo, apenas no ano de 2014 a meta de 2% parece de fato ter sido alcançada (superada, no caso), enquanto nos outros anos não foi possível alcançá-la. Em 2016, o BoJ empreende uma estratégia ainda mais ousada, e anuncia a adoção de uma taxa de juros negativa (o BOJ aplica uma taxa de juros negativa de menos 0,1% aos depósitos em conta corrente mantidos por bancos privados no mesmo). Ainda no mesmo ano, houve a introdução do "controle da curva de rendimento", que consistia na realização pelo BOJ de operações usando títulos do governo japonês (JGB) para manter o rendimento dos JGB de 10 anos em 0% (K. Watanabe e T. Watanabe, 2018). Entretanto, nenhuma dessas abordagens foi capaz de sustentar a meta proposta em 2013 por muito tempo.

### 3 ANÁLISE EXPLORATÓRIA DA APLICABILIDADE DA MMT AO CASO JAPONÊS

O capítulo irá passar, primeiramente, por uma revisão dos principais comentários acerca do Japão no âmbito do debate sobre a MMT, assim como por uma revisão dos principais comentários feitos no âmbito do debate público nipônico sobre a MMT. Tais procedimentos são necessários para situarmos o Japão em meio ao debate sobre a teoria, de modo a compreendermos a origem de nosso problema. Na sequência, partiremos para uma discussão exploratória sobre as políticas fiscal e monetária japonesas, discutindo, sobretudo, se a Teoria Monetária Moderna possui ou não aderência com o que estiver sendo verificado.

#### 3.1. O DEBATE SOBRE A TEORIA MONETÁRIA MODERNA E O JAPÃO

Nesta seção, veremos como o debate sobre a MMT e o Japão se interseccionam, tanto do ponto de vista de como esse debate influenciou o Japão como do ponto de vista de como o Japão o influenciou, ao ser vendido como a “criança do pôster” (ou “poster child”, em inglês”) da MMT.

##### 3.1.1. O DEBATE PÚBLICO SOBRE A TEORIA MONETÁRIA MODERNA NO JAPÃO

Sayuri Shirai, em publicação no *Japan Times*, jornal anglófono publicado no Japão, destaca que a Teoria Monetária Moderna estaria recebendo grande atenção mundo afora, especialmente desde que a congressista norte-americana, Alexandria Ocasio-Cortez, destacou que políticas econômicas baseadas na MMT poderiam promover os gastos públicos com educação e serviços médicos. Para Shirai, que é professora de Administração Pública da Universidade Keio, a adoção de políticas fiscais expansionistas como querem os proponentes da MMT, estaria respaldada por fatores como a desaceleração econômica mundial, o crescente fosso entre ricos e pobres, além de uma falta de espaço para mais afrouxamento monetário (Shirai, 2019). Outro fator importante, mas que não é citado pela autora, é o fato da MMT apontar uma forma factível de se realizar uma transição para uma economia verde, sem sacrificar necessariamente o bem estar humano. De fato, todos esses fatores contribuem para a recente proeminência da teoria no debate público, o que inclui o debate japonês sobre o assunto. Este último é bastante acalorado e pululam diversas visões sobre o assunto, das quais este manuscrito não poderia dar conta. Tomemos, por exemplo, contudo, a visão de Koichi Hamada,



professor emérito da Universidade de Yale que foi assessor especial do ex-primeiro-ministro japonês Shinzo Abe.

Koichi destaca três pontos sobre a Teoria Monetária Moderna, o primeiro como a força da MMT, e os dois últimos como proposições problemáticas. Sua força estaria justamente no resgate que faz das Finanças Funcionais de Lerner. Ora, diz Hamada, ao rebater as preocupações de políticos norte-americanos com a relação dívida/PIB, não seria mais deletério às futuras gerações de norte-americanos deixarem-lhes, comparativamente a uma alta relação dívida/PIB, uma infraestrutura inadequada, o capital humano esgotado e um planeta devastado pelas mudanças climáticas? Hamada destaca, contudo, o que chama de “venenos” da MMT. O primeiro é que a política monetária deve ser conduzida de forma a facilitar as decisões de política fiscal, por exemplo, mantendo uma taxa de juros constante (muito baixa). Para Hamada, se as taxas de juros forem mantidas constantes e os preços começarem a subir, a inflação poderá se tornar uma bola de neve. O segundo tem a ver com a proposição de que os governos devem oferecer uma garantia de emprego para manter o pleno emprego e, ao mesmo tempo, mitigar as pressões inflacionárias, o que simplesmente iria longe demais na direção da alocação socialista do trabalho e permitiria que os governos exercessem um controle excessivo sobre os salários dos trabalhadores (Hamada, 2022). Hamada é considerado o arquiteto das políticas econômicas de Shinzo Abe (*Abenomics*), tendo enfatizado a necessidade do afrouxamento monetário do Banco do Japão e defendido o adiamento dos aumentos do imposto sobre o consumo. O conselheiro, juntamente com Etsuro Honda, liderou a formulação de políticas econômicas (Miki, 2017).

Trata-se de uma visão bastante particularizada da MMT, é verdade, mas revela que mesmo pessoas influentes na formulação de políticas públicas no Japão possuem posições dúbias em relação à MMT, advogando que a teoria possui “forças”, a despeito de apontarem alguns “venenos”. Não é incomum encontrarmos pessoas com opiniões fortes sobre a MMT no debate público e intelectual japonês, mas normalmente não se tem o chamado “preto no branco”, e sim a formação de uma zona cinzenta nas argumentações de boa parte dos debatedores, como é o caso de Hamada. Essa ideia de “forças” convivendo com “venenos” é algo bem próprio do pensamento oriental, remetendo aos conceitos de *yin* e *yang*, energias ao mesmo tempo complementares e opostas, as quais estão em todas as coisas que vemos. O professor Yasuhito Tanaka, por exemplo, da Universidade Doshinsha, é um desses debatedores na zona cinzenta. Ele busca, em seu artigo “Very Simple Mathematical Model of MMT”, fornecer uma base teórica e matemática concisa para as principais questões do debate sobre a

escola econômica intitulada Teoria Monetária Moderna, mantendo, contudo, alguns dos princípios básicos da estrutura microeconômica neoclássica, como a maximização da utilidade dos consumidores usando restrições orçamentárias, funções de utilidade, e equilíbrio da demanda e oferta de bens sob concorrência perfeita com retornos constantes à tecnologia dada (Tanaka, 2021). Essa complementaridade entre *yin* e *yang* pode parecer inusitada a um ocidental, mas certamente não pareceria a um japonês.

Há muitas exceções a isso, é claro. Segundo Noguchi Shuji, da NHK World, site de notícias ligado à NHK (única emissora pública do Japão), em abril de 2019, os legisladores japoneses tiveram uma discussão acirrada numa comissão da Dieta sobre a MMT. Shoji Nishida, membro do Partido Liberal Democrático no poder, expressou apoio à teoria e pressionou o governo a aumentar os gastos, além de reconsiderar o aumento do imposto sobre o consumo previsto para outubro. O Ministro das Finanças de Abe (então no poder), Taro Aso, se posicionou contra a flexibilização da disciplina fiscal, considerando-a "muito perigosa" e rejeitando a ideia de transformar o Japão em um campo de testes para a MMT. Para o Ministério das Finanças, a MMT representaria uma ameaça aos esforços do Japão para restaurar sua saúde fiscal. Posteriormente, o ministério atacou a teoria publicando um documento que resume as críticas de economistas dos EUA e da Europa. O presidente do Banco do Japão, Haruhiko Kuroda, também rejeitou a teoria, argumentando que a ideia de ignorar déficits orçamentários e dívidas é extremista e inaceitável (Shuji, 2019). Essa situação mostra como a discussão sobre MMT já se instalou de forma acalorada no centro do poder político japonês, isto é, a Dieta.

Nishida não é o único ligado ao PLD a pregar sobre a MMT. Satoshi Fujii, apontado como conselheiro especial do "New Deal para Prevenção e Mitigação de Desastres" do Gabinete de Abe em 2012, mas que renunciou após o aumento do imposto sobre consumo em 2017, é o mais célebre defensor da Teoria Monetária Moderna em terras nipônicas (Miki, 2017). Ele e Takeshi Nakano (também ligado ao PLD e atualmente servindo como diretor no Ministério da Economia, Indústria e Comércio) são apontados como os responsáveis por terem introduzido a MMT no Japão, ainda que de um ponto de vista conservador. Fujii atualmente atua como professor na Universidade de Kyoto, uma das mais destacadas universidades japonesas. Ele frequentemente recebe em seu laboratório visitas do professor Bill Mitchell, da Universidade de Newcastle, e ambos realizaram em Quioto o Segundo Simpósio Internacional sobre MMT. Mitchell é visto como um dos pais da MMT, e esprou fortemente as ideias da teoria no debate público japonês enquanto professor visitante da universidade em que Fujii

leciona, argumentando que muitas das políticas econômicas que o Japão adota já estão no caminho certo.

Na academia japonesa, contudo, destacam-se também alguns ferozes detratores da MMT. Um exemplo destes é Masashi Chikahiro, da Universidade de Ehime. Em seu artigo “Japanese Economy Had Not in Deflation After the Bursting of the Bubble”, Chikahiro defende uma visão endógena da criação de moeda, oposta à da MMT, que classifica como exógena, utilizando criação de moeda para viabilizar o pleno emprego. Ele usa a seguinte analogia: à medida que o corpo cresce, o volume de sangue circulante será criado pelo próprio corpo, imagine o que acontecerá se você for forçado a fazer uma transfusão de sangue para aumentar o volume de sangue circulante, sendo informado de que isso pode tornar seu corpo maior (Chikahiro, 2022). É uma crítica veemente, portanto, aos próprios fundamentos da MMT. O professor da Universidade de Columbia, Takatoshi Ito, renomado economista japonês e cogitado para ocupar a presidência do BoJ no segundo mandato de Abe (o primeiro mandato de Abe ocorreu em um breve íterim entre 2006 e 2007), é outro ferrenho crítico da MMT.

Takatoshi Ito critica o fato dos apoiadores da Teoria Monetária Moderna usarem o Japão como exemplo. Ele destaca que, apesar da alta dívida japonesa em relação ao PIB (mais de 250%), o rendimento dos bônus governamentais permaneceu próximo a zero durante a pandemia de COVID-19, e a inflação tem sido praticamente zero por duas décadas. No entanto, ele ressalta que a situação japonesa é única, com bônus emitidos em ienes e majoritariamente detidos por residentes, ao contrário dos Estados Unidos, cujos bônus são mantidos por investidores globais. Ito menciona a aprovação recente de um orçamento complementar pelo Parlamento japonês, dependendo da emissão de 22 trilhões de ienes em novos bônus. Ele destaca a controvérsia em torno da transferência de 100.000 ienes para todos os habitantes menores de idade. Ito sublinha que as transferências de dinheiro beneficiam as gerações atuais, enquanto o ônus fiscal dos resgates de bônus recai sobre as gerações futuras. A validade da MMT, afirma Ito, depende do crescimento real per capita projetado. Ele adverte que o Japão enfrenta desafios demográficos, com uma população em declínio desde 2008 e renda per capita estagnada por 30 anos, tornando o modelo de redistribuição de riqueza da MMT questionável a longo prazo (Ito, 2021).

Contudo, mesmo entre aqueles que consideram utilizar as lentes da MMT para enxergar o panorama econômico como um erro, admite-se que o caso japonês de alguma maneira parece legitimar a teoria. Peter Tasker, em artigo de opinião publicado na Nikkei, argumenta que, de modo geral, a MMT pode resultar em um mau exemplo. Para ele, seria muito fácil imaginar

circunstâncias em que países que, ao contrário do Japão, já estão economizando pouco e consumindo demais, vão longe demais e acabam tendo um problema sério de inflação. Segundo Tasker, Stephanie Kelton, da Stony Brook University, expressou sua aprovação da política econômica do governo, o chamado *Abenomics*, durante sua visita ao Japão (Tasker, 2019). Esta visita, cabe ressaltar, teve evidente repercussão no debate público japonês.

O autor do artigo de opinião define então as políticas apregoadas por Kelton como uma combinação de políticas agressivamente pró-crescimento, que ignoram a imensa pilha de dívida pública do Japão. Apesar disso, o autor admite a possibilidade de que a experiência japonesa valide a MMT, pois levanta sérias dúvidas sobre a "disciplina fiscal" fortemente defendida por Kenneth Rogoff, Christine Lagarde e muitos outros especialistas e formuladores de políticas desde a crise financeira global de 2008. Critica ainda os ocasionais aumentos de impostos que ocorreram em 2019, que classifica como improdutivos e desnecessários. Para Tasker, em vez de aumentar os impostos sobre o consumo e prejudicar o crescimento, o Japão poderia estar investindo em infraestrutura, energia limpa e incentivos à fertilidade que aumentariam a população esperada e reviveriam regiões tristemente despovoadas. Ou seja, defende uma política fiscal agressiva, mas "mais inteligente". Por fim, o autor faz um adendo à questão da dívida pública no Japão, graças ao programa de *quantitative easing* de compra de títulos introduzido por Kuroda, 40% de todos os títulos do governo japonês em circulação estão agora no balanço do BOJ. Em outras palavras, diz ele, um braço do governo deve uma grande soma de dinheiro a outro braço do governo, o que significa que não há relação entre devedor e credor. Apesar das declarações estridentes das autoridades japonesas (o ministro das Finanças, Taro Aso, chamou a MMT de "uma ideia extrema e muito perigosa porque enfraqueceria a disciplina fiscal"), essa situação descrita, segundo Tasker, não estaria muito distante do mundo do MMT (Tasker, 2019). Assim, o debatedor acaba se enfileirando como muitos na "zona cinzenta" do debate sobre a MMT. Essa "zona cinzenta" é bastante interessante, e, assim como os debates acalorados daqueles com posições firmes, nos ajuda a compreender como a discussão sobre a MMT tocou a sociedade japonesa e seu debate público.

### 3.1.2. O JAPÃO COMO "POSTER CHILD" DA MMT NO DEBATE PÚBLICO SOBRE A TEORIA MONETÁRIA MODERNA

Vejamos agora de que forma o Japão possui ascendência no debate sobre a MMT. Conforme descrito por Peter Landers e Megumi Fujikawa em artigo do Valor Econômico, o Japão estaria adotando a teoria monetária moderna como justificativa para aumentar os gastos

com defesa. Os autores observam que no fim de 2022, o primeiro-ministro japonês, Fumio Kishida, delineou sua visão econômica, deixando de lado um compromisso anterior de equilibrar o orçamento até 2025. Além disso, ele não mencionou um prazo para reduzir a dívida pública, enquanto se comprometia a aumentar consideravelmente os gastos militares. De acordo com Landers e Fujikawa, essa abordagem destaca a influência de um grupo dentro do Partido Liberal Democrata (PLD) que, de maneira ousada, compartilha a visão de que os déficits não são uma preocupação significativa. Para os autores, a escalada militar japonesa teria por objetivo frear a ascensão militar chinesa na região. Ao precisar que o Japão estaria se alinhando à MMT, a publicação do Valor faz referência a Shoji Nishida, supramencionado parlamentar do PLD na Câmara Alta do Parlamento, e o citam em discurso feito no Parlamento japonês: “Tentar alcançar o equilíbrio fiscal não tem nenhum significado por si só (...) o Japão está nessa desordem por causa da visão equivocada do Ministério da Fazenda de que existe um limite para os recursos fiscais”. Landers e Fujikawa, contudo, reiteram que há um grupo crítico a esse que estaria aderindo à MMT, liderado pelo vice-ministro das Finanças Koji Yano (Landers e Fujikawa, 2022). O texto dos autores, em suma, a partir de uma visão externa, capta uma aderência entre a Teoria Monetária Moderna e a política japonesa atual.

Em reportagem do Estadão, Ben Dooley e Hisako Ueno afirmam que a prova do “funcionamento” da MMT para os MMTiers seria o Japão. Para os autores, o Japão desempenha um papel significativo em um desafio global que a Teoria Monetária Moderna busca resolver, já que, conforme descrito nos princípios econômicos convencionais, à medida que os déficits aumentam, espera-se que a inflação e as taxas de juros também aumentem em consonância. Dooley e Ueno destacam que a MMT argumenta que um país com controle sobre sua própria moeda, como os Estados Unidos e o Japão, não corre o risco de falência, independentemente do nível de endividamento. O gasto do governo injeta dinheiro na economia, beneficiando tanto os cidadãos quanto as empresas. Em outras palavras, um déficit governamental efetivamente resulta em um excedente para o setor privado. Assim, para os autores, de acordo com essa perspectiva, para promover o crescimento econômico, os governos devem aumentar os déficits para proporcionar aos consumidores e empresas mais recursos para gastar. Na percepção da reportagem publicada no Estadão, o Japão teria intensificado ainda mais seu compromisso com políticas alinhadas à MMT após a eleição de Abe como primeiro-ministro em 2012, dado que seu plano, conhecido como *Abenomics*, incluía aumentar os gastos em projetos públicos e adotar uma política monetária mais flexível (Dooley e Ueno, 2019). O texto percebe, assim, um alinhamento do Japão à MMT em um momento ainda anterior àqueles

descrito por Landers e Fujikawa. De qualquer maneira, pode-se identificar que em boa parte das discussões sobre MMT, o caso do Japão sempre emerge no centro do debate.

### 3.2. ANÁLISE EXPLORATÓRIA DAS POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL DO JAPÃO E SUA ADERÊNCIA À MMT

O objetivo desta seção é observar dois eixos de política econômica adotados pelo Japão, o eixo monetário e o fiscal, e delineá-los para averiguar se eles mostram ou não alguma aderência à MMT. Isso será feito resgatando as discussões expostas nos dois primeiros capítulos deste livro, mas também trazendo novas discussões, dialogando principalmente com o *paper* publicado por Nersisyan e Wray, intitulado “Has Japan Been Following Modern Money Theory Without Recognizing it? No! And Yes”, e com artigos publicados pelo professor Bill Mitchell em seu blog pessoal.

Antes de partirmos para tal análise, contudo, cabe ressaltarmos que muitos dos pressupostos da MMT, tais como estão expostos no capítulo 1, não se limitam apenas a essa teoria, de modo que o caso japonês pode demonstrar aderência não apenas a ela, mas a outras estruturas teóricas, o que, obviamente, não cabe especificar aqui. Detalhemos, contudo, quais são esses corpos teóricos e o que eles parecem ter em comum com a MMT. Park, Hasegawa e Matsuo (2020) afirmam que são diversas as correntes econômicas “anti-austeridade” da atualidade. Eles enumeram três, contudo, como sendo as principais. A primeira consistiria em um “Keynesianismo Mainstream”, defendida por figuras do *mainstream* mais “à esquerda”, tais como Simon Wren-Lewis, Paul Krugman, Joseph Stiglitz, Michael Woodford e Jordi Galí. Os autores afirmam que, apesar desta corrente trabalhar com os mesmos pressupostos e ferramentas matemáticas da macroeconomia neoclássica, como "expectativa racional" e "microfundamentos", ela de algum modo ainda defende a eficácia e a necessidade de intervenções governamentais, tanto na forma de políticas fiscais quanto monetárias, para estimular a economia e combater recessões (Park et al, 2020).

A segunda seria a MMT, já exposta no primeiro capítulo do presente trabalho. Por fim, um terceiro movimento que desafia a austeridade e que tem tido impacto considerável, segundo os três autores do *paper*, é o dos bancos públicos (também conhecido como dinheiro público, dinheiro de helicóptero, dinheiro positivo, entre outros), que se opõe à criação de crédito pelos bancos privados ou à criação privada de dinheiro. De acordo com essa perspectiva, a principal fonte de instabilidade econômica reside no fato de que a maior parte do dinheiro em circulação é criada através de empréstimos bancários privados (ou seja, criação de crédito). Assim, a

solução proposta é abolir a criação de crédito e fazer a transição para um novo sistema em que o dinheiro só é criado quando os governos o gastam para benefício da população. Essa corrente seria exemplificada pelo conceito de moeda positiva, que tem ganhado popularidade, especialmente em organizações como o NEF, um *think tank* britânico (Park et al, 2020).

Essas correntes, obviamente, possuem diferenças substanciais entre si, de muitas maneiras irreconciliáveis, mas quais seriam afinal suas sobreposições mais claras? Segundo os autores, elas compartilham várias visões e princípios comuns. Todas concordam que um governo soberano, com o poder de criar sua própria moeda, não pode se tornar insolvente. Reconhecem o papel da tributação no controle da inflação, mas questionam a necessidade intrínseca de equilibrar o orçamento. Além disso, até que o pleno emprego seja alcançado, concordam que a criação de moeda para financiar a despesa pública não causa inflação. Também compartilham a visão de que o excesso de poupança no setor privado não só pode andar de mãos dadas com os déficits públicos, como pode haver uma interdependência entre esses fatores na economia (Park et al, 2020). Feita essa ressalva, avancemos agora sobre as intersecções entre o caso japonês e a MMT propriamente dita.

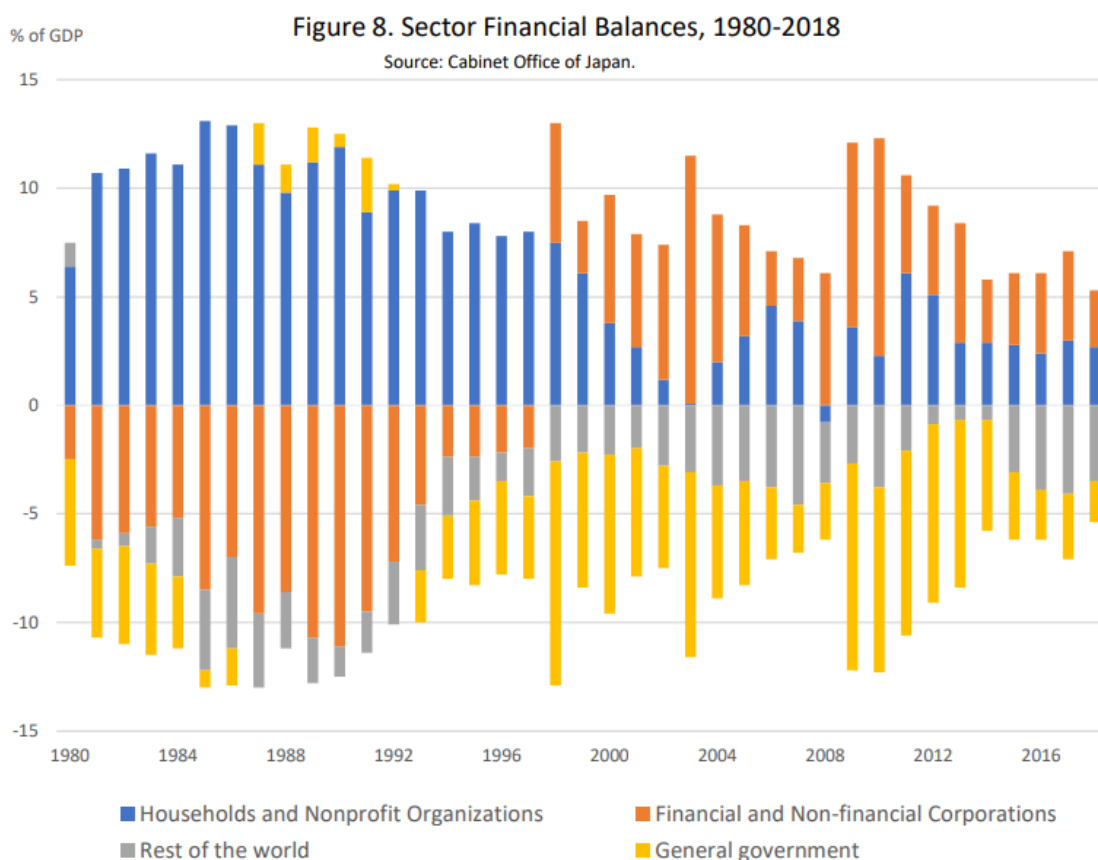
Em seu *paper*, que analisa se o Japão pode ser considerado como um exemplo emblemático da MMT, um tema muito semelhante ao escolhido pelo presente trabalho, Wray e Nersisyan (2021) fazem questão de diferenciar entre as afirmações da MMT sobre as limitações financeiras que uma nação soberana enfrenta e as recomendações políticas associadas à MMT. Ou seja, a despeito do elevado endividamento público japonês confirmar uma das hipóteses aventadas pela MMT, isso por si só não configuraria uma aderência do Japão à teoria a nível de recomendação de política. Os autores argumentam que há uma confusão no entendimento de que seguir as recomendações de política da MMT é necessariamente incorrer em estoques de dívidas cada vez maiores, por meio de uma política recorrente de déficits (Wray e Nersisyan, 2021).

Provavelmente é verdadeiro que, se o acúmulo de déficits fiscais pelo Japão não foi suficiente para levar o país ao colapso, este também não foi o bastante para reativar de modo sustentado o crescimento econômico japonês, o que certamente não é o que um MMTier preveria. Contudo, há outros fatores a serem levados em consideração no caso japonês, como o envelhecimento e decrescimento populacionais em razão da baixa taxa de fecundidade, além da deflação que vem sangrando sua economia, fatores evidenciados no capítulo anterior. O argumento de Wray faz sentido se considerarmos que, se os déficits levassem a uma reativação do crescimento econômico, também impulsionariam as receitas. Isso poderia estancar ou pelo

menos diminuir o acúmulo de dívidas no longo prazo. Embora nada disso pareça tão grave ao considerarmos a afirmação de Lerner (fundamentada em exemplo numérico no primeiro capítulo) de que, a qualquer nível do montante total do endividamento públicos, e a quaisquer que sejam as taxas de juros pagas, não há razões para que isso resulte em algo negativo para as sociedades (Lerner, 1943). Assim, mesmo que cheguemos à conclusão de que o caso japonês não possui grande aderência à MMT, poderemos ainda no mínimo afirmar que tal caso comprova as declarações de Lerner no âmbito das Finanças Funcionais.

Lerner não é o único afluente da MMT a ser honrado pelo caso japonês, a partir do gráfico a seguir, contido no paper “Has Japan Been Following Modern Money Theory Without Recognizing it? No! And Yes”, podemos perceber como a abordagem dos balanços setoriais, de Wynne Godley, se encaixa como uma luva no caso japonês (com as colunas empilhadas assumindo forma espelhada), ainda que utilizando uma complexidade maior de setores na análise:

**Gráfico 14 – Balanços Financeiros Setoriais (1980-2018)**



(Fonte: Escritório do Gabinete Japonês)



(Elaboração de Wray e Nersisyan)

De acordo com o gráfico, os superávits das famílias e organizações sem fins lucrativos (em azul), de 1980 a 1997 estariam sendo financiados pelos déficits combinados do resto do mundo (em cinza), das corporações financeiras e não financeiras (em laranja) e do governo japonês (em amarelo). A exceção é o período 87-92, em que o governo japonês, as famílias e as organizações sem fins lucrativos puderam auferir superávits conjuntamente em razão dos déficits do resto do mundo e das corporações financeiras e não financeiras. Já a partir de 98, os superávits das famílias e organizações sem fins lucrativos, assim como das corporações financeiras e não financeiras passam a ser financiados pelos déficits do governo e do resto do mundo (a única exceção a isso é o ano de 2008, em que a barra em azul apresenta leve superávit). Vale ressaltar que tanto as famílias e organizações sem fins lucrativos quanto as corporações podem ser consideradas setor privado. Fica sugerido, assim, que o alto nível de poupança dos japoneses pode estar sim, em alguma medida, sendo financiado por déficits do setor público, ainda que não exclusivamente.

Nersisyan e Wray admitem que o caso do Japão serve como uma prova cabal de que toda a teoria convencional sobre o orçamento soberano está equivocada: os déficits não necessariamente resultam em alta inflação, os governos soberanos não podem ser forçados a se declarar insolventes com sua dívida, e a taxa de juros sobre os títulos do governo é em grande parte uma variável de política sob controle do Banco Central. Basta ver como o BoJ foi capaz de manipular a taxa de juros para atingir seus objetivos de política econômica, como demonstrado no capítulo 2. A experiência do Japão, assim, confirmaria os principais argumentos da MMT sobre os déficits e a dívida soberana. Contudo, mais uma vez, isso isoladamente não é suficiente para confirmar aderência na visão dos autores, até por não ser algo executado de modo intencional (Nersisyan e Wray, 2021). Averiguemos mais pistas ou não de aderência, então, por meio de investigação exploratória das políticas fiscal e monetária adotadas pelo país insular nas próximas subseções.

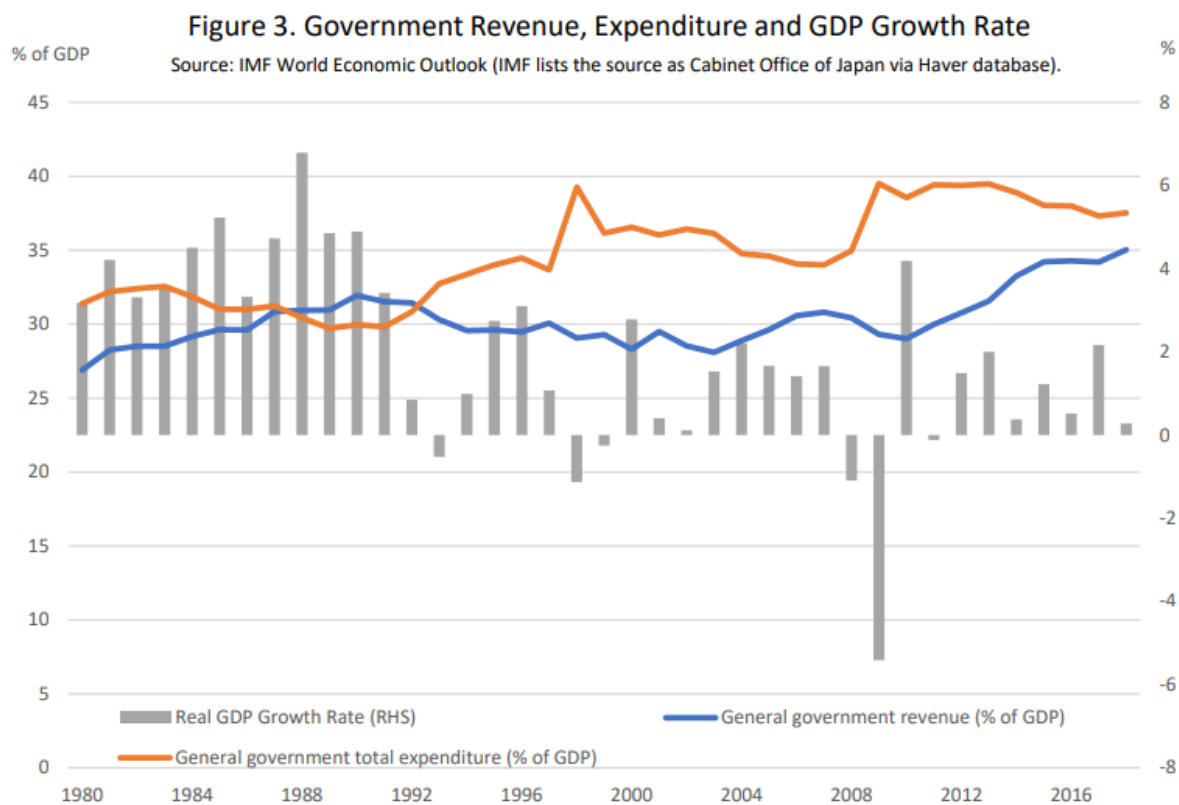
### 3.2.1. ANÁLISE EXPLORATÓRIA DA POLÍTICA FISCAL JAPONESA E SUA ADERÊNCIA À MMT

Wray e Nersisyan (2021) argumentam que a política fiscal japonesa não tem sido de fato “estimulante”, apesar do que os déficits poderiam denotar à primeira vista, e a denominam política do “stop and go”. Na argumentação dos autores, a MMT teria como uma de suas

recomendações de política fundamentais a elaboração de políticas econômicas discricionárias voltadas para a criação de empregos, especialmente pela via de um programa de Garantia de Emprego, que se adequaria às necessidades e realidade de cada nação. A política fiscal no Japão, assim, deveria estar voltada para o alcance do pleno emprego. Ao analisarmos o gráfico 5 (apresentado no capítulo anterior), contudo, podemos ver que durante boa parte do tempo (quase por todo o período de 93 a 2004) este não pôde ser alcançado, a despeito dos déficits que se acumulavam (supondo que se atinge o pleno emprego ao zerar o hiato do produto). Contudo, a partir da análise do mesmo gráfico para os anos seguintes, a argumentação dos autores pode ser questionada, dado que em nenhum momento posterior o hiato do produto esteve negativo, com exceção dos anos imediatamente posteriores à crise do *subprime* e à crise do coronavírus.

Seguindo com Wray e Nersisyan, estes apontam dois problemas fundamentais na política fiscal japonesa. Em primeiro lugar, além dos gastos deficitários reais do governo com efeito de estímulo, os pacotes anunciados também incluíram várias medidas, como programas de empréstimos para o setor privado (injeções diretas em fundos, compra de ativos e terras) que não estimulam diretamente a economia. Em segundo lugar, cada vez que a economia parecia começar a se recuperar, o estímulo era retirado cedo demais, prejudicando a recuperação, trata-se do assim chamado pelos autores “stop and go”. Esses pontos fazem com que os dois MMTiers afirmem algo que soa quase paradoxal. Afirmam que, a despeito dos déficits acumulados, a política fiscal japonesa desde os anos 90 tem sido, em realidade, bastante austera, quer seja por temer uma expansão verdadeira como ilustra o primeiro problema, quer seja por pisar no freio sempre que apresenta sinais de recuperação, como ilustra o segundo. Os autores estabelecem também que os déficits acumulados pelo Japão não foram decorrência de uma expansão na política fiscal, no sentido de um aumento dos gastos públicos, e sim de uma queda abrupta nas receitas, como proxy da míngua no crescimento econômico, a partir da década de 90. Para provarem seu ponto, eles chegam a relacionar essas três variáveis no seguinte gráfico:

## Gráfico 15 – Receitas do Governo, Despesas e Taxa de Crescimento do PIB



(Fonte: Escritório do Gabinete do Japão via base de dados Haver)

(Elaborado por Wray e Nersisyan)

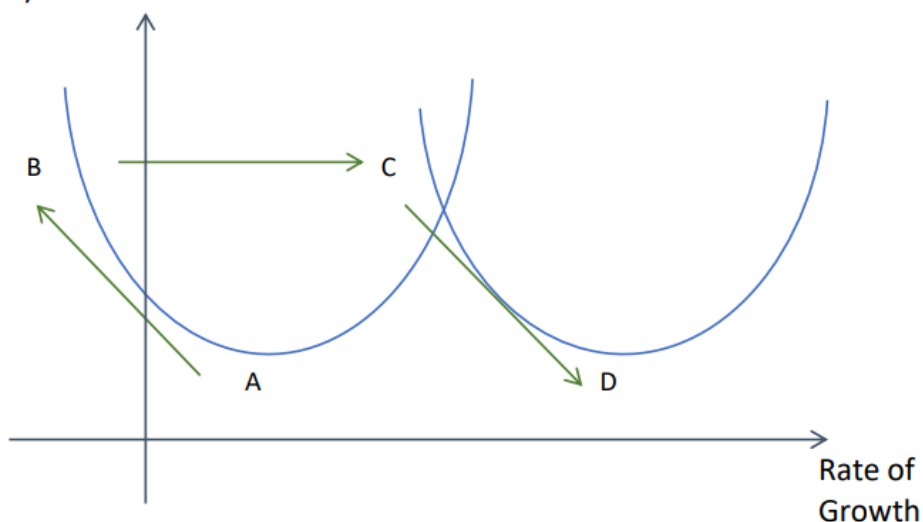
Ambos notam, a partir do gráfico 15, que a proporção da receita tributária em relação ao PIB tem sido em grande parte constante, registrando um leve aumento na década de 2010. Da mesma forma, os gastos como parte do PIB também não tiveram um aumento significativo. Após um aumento inicial nos anos 1990, eles se mantiveram praticamente estáveis na década de 2000, apenas para aumentar novamente após a Grande Recessão (Wray e Nersisyan, 2021). De modo que, para o *paper* em questão, após expansão fiscal no início da década de 90, não teria havido uma expansão fiscal verdadeira entre esse período e a crise do *subprime*. O gráfico 15 nos mostra, contudo, e isso não é sublinhado pelos autores, que pode ter havido, por esse raciocínio, uma expansão fiscal no período do *Abenomics*, em que o país já não estaria mais em um período abruptamente recessivo (como nos anos posteriores à crise do *subprime*), o que coloca em xeque o argumento do “stop and go”.

Wray e Nersisyan (2021) detalham que haveria dois caminhos para se chegar aos déficits fiscais, um caminho que chamam de “feio” e outro que chamam de “bom” (em inglês, “uglyway” e “goodway”), mas que aqui podemos chamar de caminho “bonito”. Eles descrevem

esses dois caminhos possíveis a partir da análise do seguinte gráfico, que demonstraria as “curvas de Wray”:

**Gráfico 16 – As Curvas de Wray**

Government Deficit/GDP



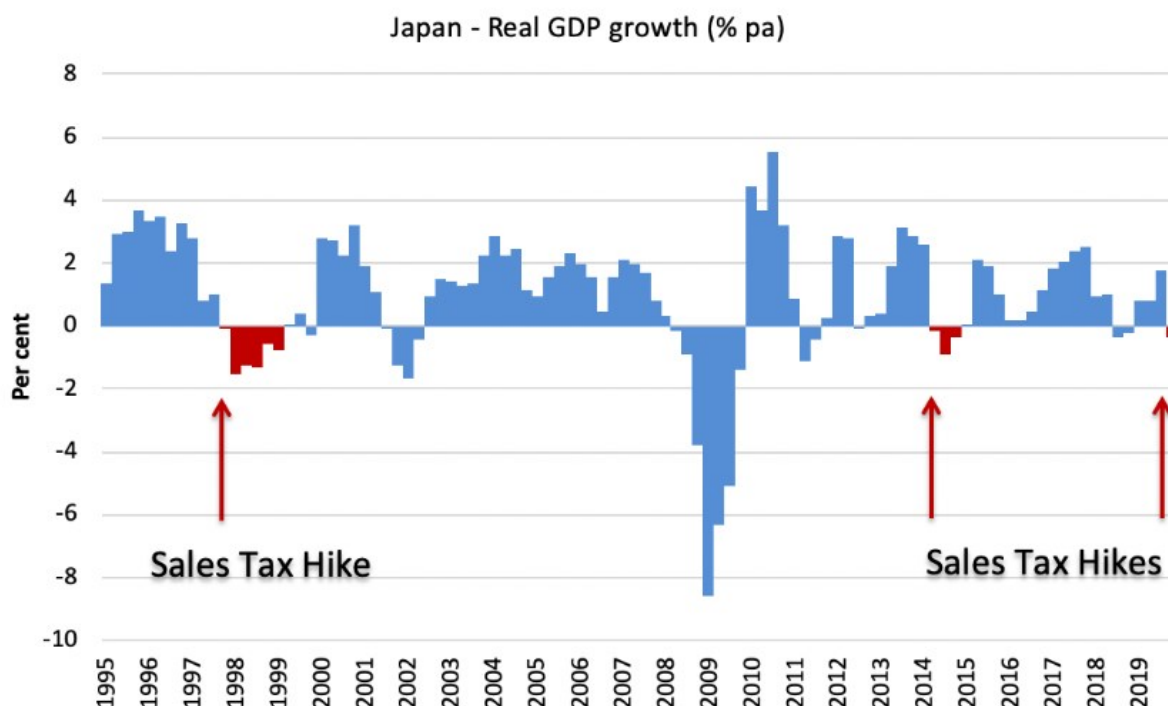
(Elaboração de Wray e Nersisyan)

Suponhamos uma economia que adote medidas de austeridade por alguma razão qualquer, seja cortando seus gastos ou aumentando impostos, isso ocasionará, em nossa hipótese, um desempenho mais fraco em termos de produto, o que por sua vez determinará receitas mais reduzidas e gastos sociais mais altos (via estabilizadores automáticos), o que poderia implicar em uma situação de crescimento econômico menor ou negativo e maior nível de déficit fiscal. No gráfico 16 tal cenário seria expresso por um deslocamento do ponto A ao ponto B, acima e mais à esquerda do ponto A, com o eixo das abcissas contendo a taxa de crescimento e o das ordenadas o nível de déficit fiscal como proporção do PIB. Essa seria, obviamente, a forma “feia” de aumentar o nível do ou de se chegar ao déficit fiscal. E é essa trajetória que os autores do *paper* em questão atribuem aos déficits fiscais construídos pelos japoneses desde a década de 90. Já a maneira “bonita” para se alcançar um déficit mais elevado, ou seja, o ponto C, envolveria a implementação de gastos de estímulo funcionais e de magnitude apropriada, tais como investimentos em projetos de obras públicas, infraestrutura e criação de empregos diretos (como em um programa de Garantia de Emprego). Esse tipo de estratégia, na visão do *paper*, apresentaria maior aderência com a abordagem da Teoria Monetária Moderna

(MMT) em relação à política fiscal. O ponto D, por fim, poderia ser alcançado num momento em que a política fiscal expansionista impulsiona ainda mais o crescimento econômico, mas o aumento da arrecadação (como proxy do produto) diminui a magnitude do déficit (Wray e Nersisyan, 2021).

Segundo Mitchell (2020), em publicação em seu blog pessoal intitulada “Japan national accounts – sales tax rise, growth collapses – as night follows day”, o que pode ser traduzido como “Contas nacionais japonesas – aumentam os impostos sobre vendas, o crescimento colapsa – como o dia dá lugar à noite”, esses momentos de “austeridade” denunciados por Wray e Nersisyan e o efeito deles sobre o crescimento podem ser melhor visualizados ao observarmos as ocasiões em que o governo japonês amplia abruptamente os impostos sobre vendas. O gráfico abaixo ilustra isso de forma clara, destacando em vermelho os momentos imediatamente posteriores a aumentos nos impostos sobre vendas e como se comporta a taxa de crescimento do PIB nesses momentos:

**Gráfico 17– Japão – Crescimento Real do PIB (Percentual Anual), com Indicação dos Aumentos nos Impostos sobre Vendas**



(Elaboração de Bill Mitchell)

O gráfico 17 é basicamente o mesmo que o gráfico 4, com a diferença de que cobre um período menor e destaca a adoção de determinada política econômica em diferentes momentos. Mitchell (2014) detalha em outra publicação, intitulada “Japan returns to 1997 – idiocy rules!”, que o governo japonês aumentou os impostos sobre vendas de 3% para 5% em abril de 1997. Destaca ainda que, em 1996, a economia estava mostrando sinais fortes de recuperação após o estouro da bolha imobiliária desastrosa no início dos anos 1990. É algo que coaduna bastante com a ideia do “stop and go” aventada por Wray e Nersisyan. Já em abril de 2014, o governo de Abe aumentou o imposto sobre vendas de 5% para 8%. Após o aumento do imposto sobre vendas, houve uma queda acentuada nos gastos de consumo privado como resultado direto da mudança de política. Por fim, após novo aumento nos impostos sobre vendas em 2019, no último trimestre do referido ano a taxa de crescimento do Japão caiu em uma taxa anualizada de 6,3%, impulsionada por uma queda massiva de 11,1% nos gastos de consumo e uma queda de 14,1% nos investimentos em capital (Mitchell, 2020).

Mitchell (2016), contudo, em outra publicação em seu blog, dessa vez de nome “Japan’s unemployment rate decline is due to fiscal stimulus not ageing”, estabelece que o *Abenomics* pode ter constituído uma exceção a uma política econômica “não estimulante”, a despeito do aumento nos impostos sobre vendas em 2014. Vale lembrar do que se trata o *Abenomics*, que tinha como pilares o “disparo de 3 flechas”: o aumento nos gastos do governo, o aumento da oferta de dinheiro do país e uma reforma econômica estrutural. No âmbito da política monetária, por meio de uma política monetária com taxas de juros negativas de curto prazo, Abe tornou os empréstimos mais baratos em uma tentativa de impulsionar a economia. Já no âmbito da política fiscal, o governo japonês também passou a dispender mais dinheiro em infraestrutura e oferecer incentivos financeiros a empresas. Por fim, a reforma estrutural trouxe mais mulheres para a força de trabalho e tornou mais fácil a contratação de trabalhadores imigrantes (Fonseca, 2023).

Para Mitchell, o estímulo do *Abenomics* gerou uma grande quantidade de empregos e facilitou a entrada de mais trabalhadores no mercado de trabalho. Ele destaca a forma como a política fiscal e monetária no Japão passaram a funcionar de maneira harmoniosa durante o período. O aumento do emprego superou consideravelmente o crescimento da população em idade ativa e da força de trabalho (com uma taxa de participação um pouco mais alta), e é por isso que a taxa de desemprego diminuiu (Mitchell, 2016). De fato, ao analisarmos o gráfico 2 para o período do *Abenomics* (2012-2020) sem considerar o primeiro ano pandêmico fica claro que o desemprego apresentou uma queda de aproximadamente dois pontos percentuais, o que

significa bastante saindo de uma taxa de desemprego já muito baixa, de aproximadamente de 4,25%. Ao considerarmos o gráfico 5, podemos perceber que o hiato do produto ou esteve zerado ou foi positivo, novamente excluindo o primeiro ano pandêmico. Não parece ser o resultado de uma política fiscal “não estimulante”.

### 3.2.2. ANÁLISE EXPLORATÓRIA DA POLÍTICA MONETÁRIA JAPONESA E SUA ADERÊNCIA À MMT

Como já ficou bastante detalhado pelo presente manuscrito, o Japão esteve, por um grande período, imerso na deflação. Segundo Haruhiko Kuroda, ex-presidente do BoJ, em discurso na Universidade de Columbia, a deflação chegou a ser percebida como um fenômeno único do Japão. Durante o final dos anos 1990 e 2000, enquanto o Japão enfrentava a deflação, outras economias estavam indo bem. No entanto, Kuroda observa que a crise financeira global de 2008 mudou esse cenário. As principais economias avançadas experimentaram uma queda acentuada na atividade econômica, mas graças a medidas políticas ousadas e prontas tomadas pelas autoridades, incluindo os bancos centrais, a economia global conseguiu evitar uma outra Grande Depressão. Apesar disso, muitos países, especialmente as economias avançadas, continuaram a enfrentar baixo crescimento econômico e inflação baixa, levantando preocupações sobre a possibilidade de entrarem em deflação à moda japonesa. Kuroda destaca, no entanto, que a partir de 2013 (em seu mandato), o BoJ começou a superar a deflação, principalmente devido às medidas ousadas de política monetária conhecidas como "flexibilização monetária quantitativa e qualitativa", ou QQE, abreviadamente (Kuroda, 2016). Isto é, de uma política monetária expansionista. O Japão já havia conduzido uma experiência de QQE na década anterior, como exposto no capítulo anterior, mas esta foi descontinuada tão logo a deflação cedeu, em 2006 (como fica claro no gráfico 13).

Mitchell, em publicação de 2023 intitulada “Former Bank of Japan governor challenges the current monetary policy consensus”, fala em um "grande experimento monetário" do Banco do Japão conduzido nos anos seguintes a 2013, período durante o qual o balanço do banco central se expandiu de 30% para 120% do PIB. Isso pode ser muito bem visualizado no gráfico 12, em que a área preenchida em azul fica mais evidenciada a partir do referido ano. Mitchell destaca que, na frente da inflação, o impacto disso foi modesto. Citando Masaaki Shirakawa (2023), ex-presidente do BoJ, Mitchell também destaca que, uma vez que "muitos outros países" seguiram o exemplo e começaram a comprar títulos do governo para manter os rendimentos baixos e tirar os especuladores privados do jogo (efetivamente), os mesmos

resultados de política ocorreram (praticamente nenhum impacto na inflação), então não foi apenas um resultado centrado no Japão. Portanto, a alegação de que o uso de política fiscal agressiva apoiada por bancos centrais que mantêm o controle dos mercados de títulos reduzirá o crescimento, e forçará o aumento das taxas de juros e da inflação não é consistente com os dados históricos (Shirakawa, 2023; apud Mitchell, 2023).

Mitchell (2023) em outra publicação em seu blog pessoal, esta batizada de “Japan has lower inflation, no currency crisis and its citizens are better off as a result of the monetary-fiscal policy initiatives”, defende que o BoJ segue um caminho único quando comparado a outros bancos centrais mundo afora, estes últimos de joelhos para o consenso macroeconômico Novo Keynesiano:

Most central banks are hiking rates at present as a reflection of the dominance of the New Keynesian prioritisation of monetary policy as a counter-stabilising, anti-inflationary policy tool over fiscal policy. One central bank is not following suit – the Bank of Japan. The BOJ has not shifted rates, is maintaining its yield curve control policy and the government is expanding fiscal policy. The diametric opposite to the New Keynesian approach. We now have enough data to assess the relative merits of the two approaches. Japan has lower inflation, no currency crisis and its citizens are better off as a result of the monetary-fiscal policy initiatives (Mitchell, 2023).

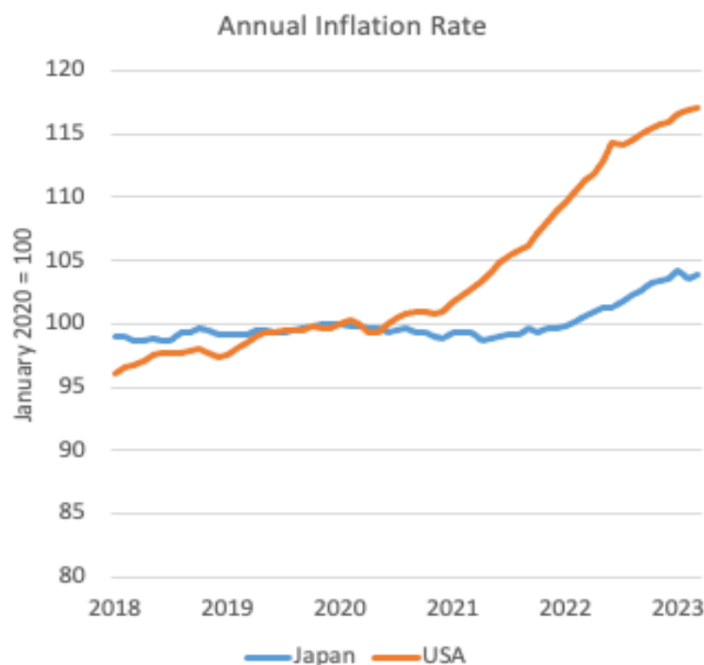
Mitchell, como o autor profundamente alinhado à MMT que é (até por ser um de seus “pais”), considera que o remédio para inflação não são aumentos nas taxas de juros, como ele denuncia fazerem outros bancos centrais que não o BoJ. Segundo Mitchell, o resultado da atitude destoante japonesa é que o Japão possui uma inflação mais baixa, não enfrenta crise cambial e seus cidadãos estão em melhores condições como resultado das iniciativas combinadas de políticas monetária e fiscal em pleno ano de 2023. A essa altura, para o autor, o Japão já havia experimentado todos os choques de oferta globais que outras nações sofreram, responsáveis por fortes pressões inflacionárias, no caso do Japão esses choques seriam sublinhados pelo fato do país importar de um tudo (Mitchell, 2023).

Como então os japoneses resistiram a esse choque? Para Mitchell, pode ter a ver com o fato do Banco do Japão não ter aumentado sua taxa de juros e mantido a curva de rendimento para os títulos do governo japonês de 10 anos. O governo japonês também teria relaxado ainda mais a política fiscal para lidar com a crise de custo de vida - fornecendo transferências fiscais para os lares e subsídios para empresas como parte de um acordo para comprimir as margens de lucro. Enquanto isso, as corporações em outros lugares estariam lucrando à vontade, com a recusa de governos a pressionar os setores corporativos para adotarem o mesmo tipo de comportamento que o governo japonês conseguiu extrair de seus formadores de preços. Mitchell destaca ainda que muitos especuladores tentaram retaliar tal postura política em



“mercados a descoberto”, mas que essa postura apenas lhes rendeu prejuízos e nenhuma mudança de comportamento por parte do BoJ (Mitchell, 2023). O texto enfatiza a importância de um governo e banco central entenderem sua capacidade de resistir à especulação nos mercados financeiros. O autor questiona por que a mídia financeira convencional não está relatando a abordagem divergente do Japão e seu aparente sucesso em gerenciar a inflação sem aumentos agressivos nas taxas de juros. O autor ilustra suas argumentações com o gráfico 18 para comparar os efeitos inflacionários dos choques de oferta desde 2018 no Japão e na maior economia do mundo.

**Gráfico 18 – Taxa Anual de Inflação (EUA x Japão)**



Fonte: Elaboração de Bill Mitchell.  
(Referência em janeiro de 2020)

O autor compara as taxas de inflação no Japão e nos Estados Unidos, destacando que o Japão resistiu à alta inflação sem recorrer a aumentos agressivos nas taxas de juros ou à contração da política fiscal. Apesar das preocupações iniciais sobre uma crise cambial devido à diferença nas taxas de juros entre os EUA e o Japão, o iene japonês não enfrentou uma crise. Em resumo, o texto argumenta a favor de uma reconsideração das teorias econômicas e práticas dominantes, utilizando o Japão como um estudo de caso para desafiar a eficácia de aumentos generalizados nas taxas de juros para lidar com a inflação. Ou seja, o texto coloca a política monetária japonesa como uma “nova experiência”, destoando da prática nefasta de aumentar as taxas de juros, o que acaba fazendo as pessoas sofrerem, o *post* destaca particularmente o

sofrimento de boa porcentagem das famílias, levadas à situação de insolvência, em especial os devedores de hipotecas.

Por que então apenas os japoneses teriam tal postura destoante? Segundo Mitchell (2022) em “The monetary institutions are the same – but culture dictates the choices we make”, é de fundamental importância entender como as instituições monetárias e fiscais são gerenciadas, e como aspectos culturais influenciam essas práticas. A discussão do autor se concentra em conceitos culturais japoneses, como a sociedade vertical, a dependência de contextos na linguagem e abordagens para resolver conflitos. Ele contrasta a abordagem japonesa, enfatizando o cuidado com os outros e a resolução preventiva de conflitos, com a tendência neoliberal do Ocidente, que promove o individualismo e a redução do papel do governo na busca do bem-estar social. Conclui que, embora existam elementos culturais únicos no Japão, a capacidade de fazer escolhas diferentes baseadas na coletividade é algo que o Ocidente também poderia adotar, mas optou por não fazê-lo devido à ascensão da ideologia neoliberal.

Mitchell, contudo, apesar de seus elogios à política monetária japonesa, destaca a preponderância da política fiscal sobre esta última. Em publicação de 2017 em seu blog intitulada “Japan is different, right? Wrong! Fiscal policy works”, o autor destaca matéria do *The Guardian*, segundo a qual a economia do Japão expandiu-se no ritmo mais rápido em mais de dois anos nos três meses até junho de 2017. Isso seria devido à aceleração dos gastos domésticos à medida que o país se preparava para os Jogos Olímpicos de Tóquio em 2020, além dos baixos níveis de desemprego incentivando as empresas a investir. Mitchell diz então tirar duas conclusões com os dados mais recentes sobre o Japão: a política fiscal funciona em ambas as direções - tentar aumentar os déficits quando a economia está abaixo do pleno emprego aumentará o crescimento econômico e vice-versa; e que a política monetária faz pouco para estimular os gastos reais em uma economia monetária e não pode compensar os movimentos contracionistas da política fiscal. Essa segunda constatação pode ser feita, segundo o autor, ao notar que até 2017 o Banco do Japão vinha se envolvendo em mais “quantitative easing” à medida que as taxas de juros permaneciam em torno de zero, mas até os investimentos com os preparativos para as Olimpíadas houve muito pouco impacto disso no PIB real (Mitchell, 2017).

O “grande experimento monetário” conduzido pelo Japão nos últimos anos poderia, no entanto, justificar aderência à MMT? No sentido de que não aposta na política monetária como um instrumento “eficaz” para combater a inflação, mas como uma linha auxiliar da política

fiscal no sentido de garantir que haja uma base monetária para a expansão, podemos sugerir que sim. Ao considerarmos, por outro lado, que a política fiscal não foi suficiente, ao menos durante boa parte do tempo, para garantir uma expansão considerável, tal experimento pode ser condenado à luz da MMT, dado que esta recomenda alguma conjunção entre as políticas fiscal e monetária. É claro que, pelo fato do “experimento” apontado por Mitchell ser contemporâneo às políticas econômicas de Shinzo Abe, esta conjugação de alguma maneira ocorreu, apenas pode não ter sido suficiente. Ao observarmos o gráfico 5, podemos concluir ainda que o fato da política monetária expansionista ter tido maior sucesso em reduzir o hiato do produto na década de 2010, tornando-o inclusive positivo, do que na década anterior (em que também houve QQE), parece indicar que apenas em conjunção com o *Abenomics* tal política teve efeito em reduzir a capacidade ociosa da economia. Reduzir essa capacidade e se aproximar do pleno emprego por meio de políticas econômicas ativas é, afinal, um dos grandes objetivos da MMT, segundo a qual a sociedade sempre pode empregar todos os recursos reais de que dispõe.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Mesmo que consideremos que o Japão, na atualidade, não esteja propriamente “seguindo” as recomendações da MMT, podemos sugerir que não há na atualidade país mais próximo de fazê-lo, inclusive de forma deliberada, seja por conta da geração de déficits e da relação dívida/PIB já não causar mais preocupações em boa parte dos *policy makers* japoneses, seja pelo avanço evidente no debate público sobre a teoria no país, com políticos e acadêmicos influentes defendendo-a abertamente. Muitos personagens influentes, mesmo que não a defendam abertamente, veem méritos consideráveis na teoria, como é o caso de um dos pais do *Abenomics*, Hamada Koichi. Há muitos também que atacam, é claro, mas o controverso é natural de um processo dialético de ascensão das ideias.

Seguir a recomendações de um corpo teórico mais ou menos acertado não será suficiente, por si só, para contornar as questões demográficas contra as quais o Japão parece se debater. No capítulo 2, pudemos ver como evoluíram essas questões e quais implicações elas trouxeram. A recente perda da posição de terceira economia mundial para a Alemanha, país notório por ter aberto suas portas à imigração, é uma evidência inegável dos efeitos do problema populacional japonês. Enquanto o Japão permanece reticente a receber imigração, outros países do mundo desenvolvido chegam até mesmo a registrar crescimento populacional por meio dela.

É claro, que, para além da imigração, outras medidas de política podem ser adotadas para lidar com o problema, inclusive passando por políticas fiscais. A MMT, como vimos, defende os países devem pensar nas finanças de forma funcional, ou seja, em como manipulá-las para gerar o melhor resultado social possível, ao invés de considerá-las sob um viés austero e restritivos às potencialidades dos países. No caso do Japão, elas deveriam ser manipuladas de modo a aumentar a taxa de fecundidade, com maiores subsídios às empresas que empregam mulheres grávidas (ou represálias fiscais aquelas que as demitirem), transferências diretas mais vantajadas para casais com recém-nascidos ou ainda maiores recursos para a construção de casas populares, já que libertar os jovens do aluguel ou da casa dos pais pode ser um incentivo à natalidade.

Quanto à ascendência do Japão no debate sobre a MMT, não seria correto afirmar que haveria um “senso comum” quando se aponta que o Japão estaria “seguindo” a MMT ou que o caso do país é emblemático para a teoria, por mais que haja de fato um exagero. Como pudemos ver, ainda que algumas autoridades se oponham ou mostrem preocupação, o governo central japonês não parece disposto a gerar superávits para aplacar sua dívida, assim como não esteve no passado, esse tipo de objetivo é sempre empurrado para o longo prazo, e quase nunca

cumprido, num verdadeiro teatro de máscaras. Assim, é legítimo que isso seja interpretado por muitos como apostar na hipótese da MMT de que os déficits por si só não se configurarão num problema. É claro que isso apenas não revela de modo algum que o Japão tenha a MMT como uma cartilha de política econômica, assim como os países ocidentais obedeciam à cartilha novo keynesiana durante os anos 70, 80 e 90. Isso ficou bastante claro no capítulo 3, sobretudo quando sublinhamos as ponderações de Randall Wray sobre o assunto.

Já a observação de que o caso do Japão desempenha papel fundamental no *puzzle* que a MMT tenta resolver parece, ao fim e ao cabo, acertada, já que, se muitos países como o Brasil podem revelar que os superávits são capazes de machucar as economias, o caso do Japão aventa que os déficits podem acabar por não fazer mal algum a elas. Por mais que o iene possa ser considerado uma moeda poderosa, compondo uma cesta de moedas secundárias ao dólar, o fato é que isso não torna a economia japonesa única, e muitas economias desenvolvidas e emergentes da atualidade podem apresentar numerários com poderio semelhante (ainda que não igual).

Como demonstrado, anteriormente, contudo, a MMT não é a única escola “anti-austeridade” com influência na atualidade, e o caso do Japão poderia de fato apresentar maior ou menor aderência com quaisquer uma dessas escolas. Seria por demais extenuante para uma monografia averiguar todas essas possíveis aderências a um só tempo e, portanto, não foi o caso, mas é bem verdade que assumir uma perspectiva como essa poderia resultar em um trabalho bastante rico e interessante, já que poderiam inclusive serem aventadas explicações múltiplas para os mesmos fenômenos. A averiguação de aderência com a MMT, como se propôs esta pesquisa, contudo, mostrou-se bastante fecunda, em especial no que tange às políticas fiscais e monetárias adotadas na terra do Sol nascente e suas possíveis afinidades com a Teoria Monetária Moderna.

Como ficou evidenciado pela análise da política fiscal a partir de Wray e Nersisyan, durante boa parte do período sob análise ela não se comportou de forma “estimulante”, e sequer pôde ser considerada expansionista, dado que em muitas das vezes a razão por trás dos déficits eram quedas na receita motivadas por movimentos recessivos ou de desaceleração. Esse cenário descrito por Wray e Nersisyan, ainda que não fosse acompanhado de medidas pró-cíclicas, também não recebia o contra ataque de medidas efetivamente contra-cíclicas, ou seja, a adoção de políticas fiscais de fato expansionistas. Isso não significa que o governo japonês não estivesse anunciando pacotes fiscais e anunciando títulos públicos para financiá-los como foi bem descrito no capítulo 2 como “política econômica do déficit”, em que PLD e a esquerda se

revezavam, apenas ocorre que para os autores escolhidos é posto em xeque a natureza verdadeiramente expansionista dessas políticas fiscais, uma visão que em muito parece acertada.

Contudo, deve-se salientar uma resiliência da política fiscal japonesa em manter os gastos após a crise da bolha nos anos 90, crise essa que espelha perfeitamente a “hipótese da instabilidade financeira de Minsky, diga-se de passagem, segundo a qual as crises se originam na atividade financeira e posteriormente se espraiam sobre as decisões de investimento. Essa resiliência, que objetivava manter pacotes fiscais de estímulo, inclusive incorrendo em déficits fiscais, pode ser legitimamente vista por muitos como detentora de um caráter expansionista, ainda que o resultado final de fato não tenha sido “estimulante”. Sob o olhar de um dos pais da MMT e do autor que o acompanha no artigo “Has Japan Been Following Modern Money Theory Without Recognizing it? No! And Yes”, a razão desse resultado foi a falta de agressividade.

Com maior agressividade, então, o Japão teria incorrido em maior endividamento público ou volume de déficits? Um *insight* interessante dos autores é que isso não seria necessariamente verdade caso as políticas surtiram maior efeito sobre o crescimento econômico, ampliando as receitas e mitigando déficits, mesmo com políticas fiscais expansionistas. Ou seja, a MMT não teria necessariamente a ver com geração de déficits e altas relações dívida/ PIB, mas sim com a adoção de políticas fiscais necessárias para colocar a economia nos trilhos, levando aos resultados sociais desejados, independentemente das implicações que isso venha a ter nas finanças públicas. Esse é um argumento muito forte para justificar a não aderência do caso analisado à MMT, ao menos em termos de receituário econômico. Essa não é, entretanto, uma visão absoluta, e muito pode ser argumentado no sentido do comportamento fiscal japonês, muito distinto do comportamento padrão dos países (guiados na maior parte das vezes pelo consenso macroeconômico reinante), ter evitado um colapso grave, muito mais danoso que uma mera estagnação.

Mesmo assumindo um maior rigor com a política fiscal japonesa para julgar aderência com as políticas advogadas pela MMT, contudo, é válido destacar que já na década de 2000, o hiato do produto japonês foi zerado e passou a ser positivo, permanecendo assim até a atualidade, e só cambaleando diante da crise do suprimé e da crise do coronavírus. Ora, se a MMT visa empregar as finanças públicas de modo a empregar todos os recursos disponíveis, se o hiato do produto é zerado ou o produto efetivo fica acima do potencial, em um ambiente de continuidade dos déficits e baixíssimo desemprego, não há razão para argumentar que essa

sociedade não esteja em compasso com a MMT, apenas porque seu crescimento econômico não salta aos olhos. Essa visão pode ser confirmada por Mitchell, com sua defesa de um momento específico dentro do referido período, o *Abenomics*, o qual, segundo o MMTier australiano, incluiu muitas políticas fiscais de fato “estimulantes”, sob um guarda chuva de política monetária expansionista. No âmbito do *Abenomics*, políticas fiscais indubitavelmente expansionistas conviveram com uma política monetária bastante flexível, para dizer o mínimo. Mitchell vai bem mais longe e nomeia a política monetária do período como um “grande experimento”, já que, mesmo vencida a inflação, tal política não chegou a ser pensada nos termos do *mainstream*, ou seja, tal qual um possível remédio para a inflação, mantendo taxas de juros em torno de zero em uma abordagem mais solidária e menos amiga do rentismo.

Se a conjunção do período do *Abenomics* entre políticas fiscal e monetária não mostra perfeita aderência à MMT, é talvez apenas porque as primeiras não foram agressivas o suficiente, dado que as finanças funcionais recomendam que se insista nessas políticas até que se obtenha os resultados de políticas desejáveis, que nesse caso muito tem a ver com o crescimento econômico. Não é que a estagnação por si só denuncie falta de aderência, pois isso pressuporia que a MMT está necessariamente correta em suas hipóteses, mas o fato do país hesitar em apostar ainda mais em pacotes de política fiscal não coaduna com as finanças funcionais e com a MMT em última instância.

Em conclusão, a MMT como “lente macroeconômica” se mostrou eficaz, em grande medida, para explicar como o Japão não se tornou insolvente mesmo sendo a economia moderna que mais acumulou déficits fiscais em sua história recente. Contudo, é seguro afirmar que as políticas econômicas adotadas pelo país oriental não revelam aderência suficiente às recomendações de política MMT, a despeito de haver sim alguma proximidade, ou ainda que essa aderência é muito pontual e não pode ser atribuída de modo sistemático. Isso, é claro, só é válido para o presente momento, pois, como demonstrado, os debates sobre a teoria avançam a passos largos no país, tendo ganhado adesão de muitos *policy makers* influentes e galopando em direção ao poder constituído, de modo que, se há um forte candidato a aderir à MMT de forma aberta nos próximos anos, este certamente é o Japão.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANK OF JAPAN. Bank of Japan Statistics. Disponível em: <https://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/index.htm>. Acesso em: 25 jan. 2024.

BERLINER, Leonardo. **Soberania monetária: uma análise da aplicabilidade da Teoria Monetária Moderna**. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Econômicas) - Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2021.

CALDAS, G.; ALVES, R. Teoria das finanças funcionais e o papel da política fiscal: uma crítica pós-keynesiana ao novo consenso macroeconômico. **Revista de Economia Política**, vol. 32, nº 4 (129), pp. 670-688, outubro-dezembro/2012.

CHIKAHIRO, Masashi. Japanese Economy Had Not in Deflation After the Bursting of the Bubble. **The Yomiuri Shimbun**. Disponível em: [https://yab.yomiuri.co.jp/adv/chuo/dy/research/20221117\\_en.php](https://yab.yomiuri.co.jp/adv/chuo/dy/research/20221117_en.php). Acesso em: 6 mar. 2024.

CHOHAN, Usman W., Modern Monetary Theory (MMT): A General Introduction (April 6, 2020). **CASS Working Papers on Economics & National Affairs, Working Paper ID: EC017UC** (2020), Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3569416> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3569416>.

DEOS, S. et al. Modern Money Theory: ascensão no cenário internacional e debate no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 41, n. 2, abr./jun. 2021, p. 314-332.

DOOLEY, Ben; UENO, Hisako. Alta na dívida japonesa põe à prova modelo econômico do país. **O Estado de São Paulo**, 28 de junho de 2019. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/lifestyle/alta-na-divida-japonesa-poe-a-prova-modelo-economico-do-pais/>. Acesso em: 6 mar. 2024.



FONSECA, Fernanda O legado da Abenomics 1 ano após a morte de Shinzo Abe. **Poder 360**, 2023. Disponível em: < <https://www.poder360.com.br/internacional/o-legado-da-abenomics-apos-1-ano-da-morte-de-shinzo-abe/> >. Acesso em: 01 de março de 2024.

FRAGA, Jefferson Souza; STRACHMAN, Eduardo. Crise financeira: o caso japonês. **Nova Economia**, v. 23, p. 521-554, 2013.

HAMADA, Koichi. The power and the poison of Modern Monetary Theory. **The Japan Times**, 2022. Disponível em: <<https://www.japantimes.co.jp/opinion/2022/01/21/commentary/world-commentary/mmt-power-poison/>>. Acesso em: 01 de março de 2024.

HARARI, Daniel. Japan's Economy: from the 'Lost Decade' to Abenomics. **House of Commons Library, Standard Note SN06629. London: Oct**, v. 24, 2013.

HIATO DO PRODUTO. In: Glossário de Termos das Finanças Públicas. Conselho das Finanças Públicas, 2024. Disponível em: < <https://www.cfp.pt/pt/glossario/hiato-do-produto> >. Acesso em: 09/02/2024.

HOLANDA, Fernando. Os keynesianos bastardos. **Revista Conjuntura Econômica**, v. 72, n. 12, p. 18-19, 2018.

IHORI, Toshihiro; DOI, Takero; KONDO, Hiroki. Japanese fiscal reform: fiscal reconstruction and fiscal policy. **Japan and the World Economy**, v. 13, n. 4, p. 351-370, 2001.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. World Economic Outlook Database. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO>. Acesso em: 25 jan. 2024.

ITO, Takatoshi. O Japão valida a teoria monetária moderna? **Valor Econômico**, 30 de dezembro de 2021. Disponível em: <<https://valor.globo.com/opiniaao/coluna/o-japao-valida-a-teoria-monetaria-moderna.ghtml>>. Acesso em: 6 mar. 2024.

KELTON, Stephanie. **The Deficit Myth: Modern Money Theory and The Birth of the People's Economy**. 1ª ed. Nova Iorque: Public Affairs, 2020. Livro eletrônico. 5443 posições.

KURODA, Haruhiko. The battle against deflation: The Evolution of monetary. **Speech given at Columbia University, New York, April**, v. 13, 2016.

LANDERS, Peter; FUJIKAWA, Megumi. Japão adere à teoria monetária moderna por mais gastos com defesa. **Valor Econômico**, 11 de junho de 2022. Disponível em: <<https://valor.globo.com/mundo/noticia/2022/06/11/japao-adere-a-teoria-monetaria-moderna-por-mais-gastos-com-defesa.ghtml>>. Acesso em: 6 mar. 2024.

LERNER, Abba P. Functional Finance And The Federal Debt. **Social Research**, vol. 10, no. 1, 1943, pp. 38–51. Disponível em JSTOR: <http://www.jstor.org/stable/40981939>. Acesso em: 17 mar. 2023.

LEVI, Maria Luiza. Liberalização financeira, bolha especulativa e crise bancária no Japão. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 17, p. 43-64, 1997.

MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma Economia Instável**, Osasco-SP: : Novo Século, 2010.

MINSKY, Hyman P. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to “Standard” Theory. **Nebraska Journal of Economics and Business**, vol. 16, no. 1, 1977, pp. 5–16. JSTOR, <http://www.jstor.org/stable/40472569>. Acesso em: 25 mar. 2023.

MITCHELL, William. Former Bank of Japan governor challenges the current monetary policy consensus. **William Mitchell – Modern Monetary Theory**, 22 de março de 2023. Disponível em: <<https://billmitchell.org/blog/?p=60731>>. Acesso em: 6 mar. 2024.

MITCHELL, William. Japan has lower inflation, no currency crisis and its citizens are better off as a result of the monetary-fiscal policy initiatives. **William Mitchell – Modern Monetary Theory**, 4 de maio de 2023. Disponível em: <<https://billmitchell.org/blog/?p=60811>>. Acesso em: 6 mar. 2024.

MITCHELL, William. Japan is different, right? Wrong! Fiscal policy works. **William Mitchell – Modern Monetary Theory**, 15 de agosto de 2017. Disponível em: <<https://billmitchell.org/blog/?p=36631>>. Acesso em: 6 mar. 2024.

MITCHELL, William. Japan's unemployment rate decline is due to fiscal stimulus not ageing. **William Mitchell – Modern Monetary Theory**, 10 de agosto de 2016. Disponível em: <<https://billmitchell.org/blog/?p=34131>>. Acesso em: 6 mar. 2024.

MITCHELL, William. The monetary institutions are the same – but culture dictates the choices we make. **William Mitchell – Modern Monetary Theory**, 8 de dezembro de 2022. Disponível em: <<https://billmitchell.org/blog/?p=51011>>. Acesso em: 6 mar. 2024.

OLIVEIRA, Daniele Karolline Falcão de. **Abenomics: a política econômica de Shinzo Abe e seus efeitos na relação bilateral Japão-China**. Tese (Graduação Em Relações Internacionais) – Departamento de Relações Internacionais, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal da Paraíba. João Pessoa, p. 60. 2019.

PARK, Seung-Joon; HASEGAWA, Uiko; MATSUO, T. On the anti-austerity green new deal. **Review of Environmental Economics and Policy Studies**, v. 13, n. 1, p. 22-41, 2020.

SCOTT, Russel Parry. Envelhecimento e juventude no Japão e no Brasil: idosos, jovens e a problematização da saúde reprodutiva. **Antropologia, saúde e envelhecimento**, p. 103, 2002.

SHISHITO, Katiani Tatie; RONCATO, Mariana Shinohara. Legalmente necessários, socialmente (in) desejados: imigrantes brasileiros no mercado de trabalho japonês. **TRAVESSIA-revista do migrante**, n. 76, p. 29-46, 2015.

SHUJI, Noguchi. Is Japan a “model” for modern monetary theory? **NHK WORLD-JAPAN News**, 2 de julho de 2019. Disponível em: <<https://www3.nhk.or.jp/nhkworld/en/news/backstories/593/>>. Acesso em: 6 mar. 2024

TASKER, Peter. Modern Monetary Theory threatens revolution in economic thinking. **Nikkei Asia**, 2019. Disponível em: <<https://asia.nikkei.com/Opinion/Modern-Monetary-Theory-threatens-revolution-in-economic-thinking>>. Acesso em: 01 de março de 2024.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. A crise da economia japonesa nos anos 90: impactos da bolha especulativa. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 17, p. 3-19, 1997.

TV GGN. **Tudo o que você gostaria de saber sobre a Nova Teoria Monetária**. YouTube, 5 de ago. de 2019. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=H5e3Ec4Fseo>. Acesso em: 18 mar 2023.

WATANABE, Kota; WATANABE, Tsutomu. Why has Japan failed to escape from deflation?. **Asian Economic Policy Review**, v. 13, n. 1, p. 23-41, 2018.

WRAY, L. Randall. From the state theory of money to modern money theory: An alternative to economic orthodoxy. **Levy Economics Institute, Working Papers Series**, 2014.

WRAY, Larry Randall; NERSISYAN, Yeva. **Has Japan been following Modern Money Theory without recognizing it? No! And yes**. Working Paper, 2021.

ZHANG, Zhiwen; MAKIN, Anthony J.; BAI, Qinxian. Yen internationalization and Japan's international reserves. **Economic Modelling**, v. 52, p. 452-466, 2016.