

O problema contábil do Japão

Por Adair Turner

Valor Econômico, 20.3.2015

O "quantitative easing" está reduzindo a dívida pública do Japão.

Nos próximos anos, vai ficar óbvio que o Banco do Japão, autoridade monetária do país, monetizou títulos de dívidas governamentais no valor de vários trilhões de dólares. O temor ortodoxo é que a impressão de dinheiro para financiar déficits fiscais atuais e passados, inevitavelmente, leve a uma perigosa inflação. O resultado no Japão, contudo, provavelmente será uma pequena alta na inflação e no crescimento. E a reação mais provável dos mercados financeiros será um simples bocejo.

A dívida governamental japonesa hoje está em mais de 230% do Produto Interno Bruto (PIB) e em cerca de 140% mesmo depois de subtraídas as dívidas em mãos de várias entidades relacionadas ao governo, como o fundo de previdência social. Essa montanha de dívidas é o resultado inevitável dos grandes déficits fiscais exibidos pelo Japão desde 1990. São dívidas que nunca vão ser "amortizadas" no sentido normal da palavra.

Dados fornecidos pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) ilustram por quê. Para que o Japão reduza sua dívida líquida mesmo para 80% do PIB até 2030, o país teria de reverter o déficit primário (antes de pagamento de juros sobre as dívidas existentes) de 6% do PIB, observado em 2014, e chegar a um superávit de 5,6% do PIB, em 2020, e mantê-lo ao longo de toda a década.

Se tentasse isso, o Japão ficaria condenado a uma deflação e recessão prolongadas. Mesmo um passo modesto nessa direção -- o aumento no imposto sobre as vendas em abril de 2014, por exemplo - produziu graves contratemplos para a recuperação da economia.

Em vez de ser paga, a dívida do governo vem sendo comprada pelo Banco do Japão, cujas compras de 80 trilhões de ienes por ano agora excedem as emissões de dívidas novas, de cerca de 50 trilhões de ienes. A dívida total, livre das dívidas em mãos do Banco do Japão, portanto, vem caindo lentamente. De fato, se a atual tendência persistir, a dívida poderia cair para 65% do PIB em 2017, descontando as que estão em mãos do banco central ou de outras entidades ligadas ao governo. E como o governo é dono do Banco do Japão, que devolve ao governo os juros que recebe pelos bônus governamentais, é apenas o número líquido, em queda, que representa um passivo real para os futuros contribuintes japoneses.

O objetivo declarado da gigantesca operação de afrouxamento quantitativo do Banco do Japão é elevar os preços dos ativos, reduzir as taxas de juros, enfraquecer a taxa de câmbio do iene e, portanto, estimular os investimentos das empresas e as exportações. Esses mecanismos de transmissão indireta certamente estão tendo algum impacto positivo na inflação e no crescimento: o crédito privado passou a ser positivo desde o lançamento do afrouxamento. Os maiores estímulos econômicos, no entanto, são decorrentes da continuidade dos grandes déficits fiscais do governo, na prática financiados pelo dinheiro criado pelo Banco do Japão.

Essa realidade ainda não é admitida abertamente. A doutrina oficial é a de que o banco central, no fim das contas, vai vender todos os títulos governamentais que comprou. Mas não precisa fazê-lo. Na verdade, o banco central poderia manter o os atuais títulos que têm em mãos indefinidamente, fazendo novas compras à medida que os bônus existentes vençam. E se o dinheiro criado - na forma de reservas de bancos no Banco do Japão - alguma vez ameaçar impulsionar excessos na inflação ou no crescimento dos créditos, o Banco do Japão poderia compensar esse risco impondo exigências de reservas mais rigorosas aos bancos.

As autoridades japonesas, portanto, vêm fazendo o que o ex-presidente do Federal Reserve (Fed, banco central dos EUA), Ben Bernanke, propôs em 2003 - usar déficits fiscais monetizados para colocar o poder de compra diretamente nas mãos de empresas e consumidores. O Banco do Japão rejeitou o conselho de Bernanke na época, insistindo, em vez disso, que todos os déficits deveriam ser financiados por títulos; agora, no entanto, o Banco do Japão está na prática monetizando tanto déficits atuais quanto passados. Se o tivesse feito antes, o país teria passado por menos deflação e por um crescimento ligeiramente maior e agora teria dívidas públicas menores. Antes tarde do que nunca.

As autoridades japonesas poderiam tornar sua monetização explícita substituindo alguns títulos pagadores de juros em mãos do banco central por um título perpétuo não pagador de juros. Façam isso ou não, a realidade econômica vai tornar-se cada vez mais óbvia nos próximos dois a três anos e o foco dos comentários políticos cada vez mais vai estar voltado ao endividamento líquido do governo, sem levar em conta o que estiver em mãos do banco central.

À medida que o processo se desenrole, há um risco pequeno de que os mercados financeiros se assustem com o receio ortodoxo de que a monetização implica inflação excessiva e de que, como resultado, o país teria grandes aumentos no rendimento dos títulos governamentais e uma drástica desvalorização do iene. A reação mais provável do mercado seria um "dar de ombros coletivo", aceitando a monetização permanente como a única forma segura de amenizar um encargo com dívidas, de outra forma, insolúvel.

O Japão vai acabar monetizando, post facto, os grandes déficits públicos que passou a ter depois do fim da onda de crédito dos anos 80, déficits que convenientemente compensaram o impacto da prolongada desalavancagem privada nos anos 90 e 2000. Teria sido melhor se o tivesse feito antes; mas, mesmo sem esse radicalismo, as "décadas perdidas" do Japão não foram tão desastrosas como normalmente se presume.

O Japão já era um dos países mais ricos do mundo em 1990, e sua renda per capita continuou a crescer, embora lentamente. O índice de desemprego, agora em 3,6%, vem ficando abaixo dos europeus de forma consistente. E sua "carga de endividamento público" vai acabar se revelando uma ilusão.

É a região do euro, não o Japão, que deveria nos preocupar. Fortes limitações aos déficits fiscais e a proibição absoluta da monetização pelo Banco Central Europeu impediram uma resposta eficaz ao problema de endividamento pós-2008, o que levou a taxa de desemprego da região do euro para 11,2%. As possíveis consequências sociais e políticas de décadas perdidas de baixo crescimento e alto desemprego seriam muito mais sérias na Europa, com suas identidades nacionais diversas e minorias religiosas e étnicas ainda não

integradas perfeitamente, do que em um Japão cultural e etnicamente homogêneo.

Enquanto a Europa brinca com fogo, tanto político quanto social, o Japão apenas precisa dar um retoque nas entradas contábeis. Há justificativas para não haver grandes preocupações no Japão. **(Tradução de Sabino Ahumada).**