

O Japão rumo à recuperação

Por **Martin Wolf**

Valor Econômico, 29.5.13

O que se precisa é de uma discussão, sob o patrocínio do FMI, sobre políticas de taxas de câmbio. Isso não vai acontecer. Em vez disso, o nacionalismo econômico de Abe pode chocar-se com o da China. Quando elefantes brigam, quem sofre é a grama.

Os esforços do Japão para fazer sua economia andar entraram em terreno complicado na semana passada. Os rendimentos dos bônus subiram e os preços das ações caíram. Alguns logo declararam a "Abeconomia" - como ficaram conhecidas as reformas lançadas pelo primeiro-ministro do país, Shinzo Abe - um fracasso. Isso é absurdo. A Abeconomia pode fracassar. Mas não porque os rendimentos dos títulos subiram ou porque os mercados acionários cambalearam. Ao contrário, os rendimentos dos bônus precisam subir para que o Japão se recupere e as ações sempre vão oscilar. O tão necessário programa de recuperação japonês, de fato, vai trazer riscos. A semana passada, no entanto, pouco nos disse sobre eles.

Sim, é verdade, o rendimento dos bônus de dez anos do governo japonês ficou 347 pontos-base (0,347 ponto percentual) acima do que estava em 6 de maio. Mas ainda era de apenas 0,91%. É o patamar em que estava há pouco mais de 12 meses. O índice Nikkei de ações caiu 9,5% entre 22 e 27 de maio. Mas isso se seguiu a um salto de 80% entre 13 de novembro de 2012 e 22 de maio de 2013. Sim, o iene valorizou-se um pouco em relação ao dólar na semana passada, mas ainda está 23% abaixo do que no início de outubro de 2012.

Como interpretar essas oscilações, a não ser como flutuações de curto prazo possivelmente insignificantes? Paul Krugman, do "The New York Times", argumenta que para uma queda no mercado acionário ser mais do que apenas "som e fúria" teria de ser reflexo de temores quanto a um crescimento econômico abaixo do esperado, temores sobre os títulos japoneses ou temores a respeito do grau de determinação do Banco do Japão, autoridade monetária do país. O primeiro medo explicaria a queda do mercado acionário, mas não a alta nos rendimentos dos bônus. O segundo explicaria o aumento nos rendimentos, mas não a valorização do iene. O terceiro, no entanto, explicaria rendimentos mais altos, um mercado acionário mais fraco e uma taxa de câmbio mais forte - tudo em reação a uma política monetária mais apertada do que a agora prometida. Ele concluiu que este último medo seria a explanação plausível.

O quadro mais amplo sugere que investidores ainda acreditam que o Banco do Japão e o governo veem com seriedade as novas políticas que adotaram. O crescimento econômico anualizado de 3,5% no primeiro trimestre de 2013 pouco tem a ver com as novas políticas. Ainda assim, também é encorajador.

É inevitável que as mudanças nas políticas econômicas do Japão venham a ser desestabilizadoras. Alguns diretores do conselho do Banco do Japão acreditam que as políticas confundem, porque o objetivo é, simultaneamente, elevar a inflação e reduzir as taxas de juros. A volatilidade do mercado de bônus também alimentou críticas a Haruhiko Kuroda, o novo presidente do Banco Central.

Enquanto isso, as críticas ao declínio do iene vêm do exterior. Muitos, em particular no Leste da Ásia, concordam com o alerta de David Li, da universidade de Tsinghua, de que, longe de ver um aumento na inflação do Japão, "o mundo apenas viu uma forte desvalorização do iene". "Essa desvalorização é tanto injusta com os outros países quanto insustentável". Em carta ao "Financial Times", Takashi Ito, de Tóquio, respondeu: "Simplesmente acho intolerável que países que depreciaram ou manipularam sua moeda possam acusar o Japão de desvalorizar o iene". Isso realmente começa a ter a aparência de uma guerra cambial.

Enquanto isso, as críticas ao declínio do iene vêm do exterior. Muitos, em particular no Leste da Ásia, concordam com o alerta de David Li, da universidade de Tsinghua, de que, longe de ver um aumento na inflação do Japão, "o mundo apenas viu uma forte desvalorização do iene". "Essa desvalorização é tanto injusta com os outros países quanto insustentável". Em carta ao "Financial Times", Takashi Ito, de Tóquio, respondeu: "Simplesmente acho intolerável que países que depreciaram ou manipularam sua moeda possam acusar o Japão de desvalorizar o iene". Isso realmente começa a ter a aparência de uma guerra cambial.

Como avaliar tais debates? Uma economia estável com inflação anual de 2% não terá taxas de juros de longo prazo tão baixas, como as de 0,5%. A alta na semana passada, portanto, não é sinal de fracasso das políticas econômicas; é, na verdade, um indicador não definitivo do sucesso das novas políticas.

É crucial que as taxas não subam mais do que a inflação prevista, para que as taxas de juros reais caiam, como é necessário. O Banco do Japão precisa sinalizar o patamar das taxas de juros de longo prazo. Pode respaldar essa política indicando um período durante o qual manterá as taxas de juros de curto prazo em zero, sujeitas a certa margem de tolerância. Por meio desses caminhos, o Banco do Japão poderia ter sucesso em trazer certo grau de previsibilidade.

É crucial que as taxas não subam mais do que a inflação prevista, para que as taxas de juros reais caiam, como é necessário. O Banco do Japão precisa sinalizar o patamar das taxas de juros de longo prazo. Pode respaldar essa política indicando um período durante o qual manterá as taxas de juros de curto prazo em zero, sujeitas a certa margem de tolerância. Por meio desses caminhos, o Banco do Japão poderia ter sucesso em trazer certo grau de previsibilidade.

Segundo, o governo e o Banco do Japão precisam encontrar uma boa maneira de administrar a montanha de dívidas governamentais. A medida radical de monetização precisa ser parte da solução. Isso provavelmente exigiria um aumento permanente das exigências de reservas impostas aos bancos. Isso seria uma taxa sobre seus depositantes. Mas fazer com que os bancos forneçam financiamento ultrabarato permanente ao governo faz sentido no Japão, tendo em vista que as perspectivas de crescimentos são fracas, que um forte renascimento da captação privada de empréstimos é improvável e que o estoque de dívida pública é tão gigantesco. Retornos reais baixos (provavelmente negativos) para os depósitos bancários também podem levar à queda do iene, ao aumento no preço dos ativos e a gastos maiores do setor privado. Todos esses efeitos seriam altamente desejáveis.

Terceiro, a preocupação quanto ao impacto do iene enfraquecido é compreensível. Elevar o superávit em conta corrente é uma forma de compensar a poupança em excesso do setor empresarial japonês, como discutido em minha coluna de 9 de abril sobre a "revolução incompleta da política monetária japonesa". Charles Dumas, da Lombard Street Research, no entanto, argumenta que o receio do professor Li é bem fundamentado: a China é o país mais exposto entre as grandes economias do mundo a uma grande desvalorização no Japão. A China, contudo, também foi uma grande manipuladora do câmbio no passado recente. O que se precisa é de uma discussão, sob o patrocínio do Fundo Monetário Internacional (FMI), sobre os princípios que governam políticas influenciadoras de taxas de câmbio. Isso não vai acontecer. Em vez disso, o nacionalismo econômico de Abe pode chocar-se com o da China. Quando elefantes brigam, quem sofre é a grama.

Os riscos de desestabilização externa e doméstica são, de fato, grandes. Isso está dolorosamente claro. Mas o Japão precisa sair de seu estado de indisposição. Ainda pode muito bem fazê-lo. Só vai alcançar êxito definitivo, no entanto, com uma transformação estrutural: precisa transferir renda das empresas aos acionistas, ao governo e aos assalariados. Salários reais mais altos, uma depreciação menor das pensões, aumento do imposto sobre os lucros retidos e dividendos muito maiores são necessários no longo prazo. Em última análise, Abe não pode depender apenas da manipulação monetária e de uma taxa de câmbio enfraquecida. Ele precisa enfrentar o "establishment" empresarial entrincheirado no Japão. Isso seria uma verdadeira revolução. Se ele vai tentar? Infelizmente, ainda duvido disso, e muito. **(Tradução de Sabino Ahumada).**