

A Teoria Monetária Moderna aplicada ao caso japonês

The Modern Money Theory applied to the Japanese case

Vanessa da Costa Val Munhoz ¹
 José Garcia da Silva Neto ²

Resumo: A economia japonesa tem sido amplamente debatida por sua singularidade, ao deter o maior nível de dívida pública da atualidade, combinado a uma inflação persistentemente baixa, juros reduzidos e amplo acesso ao capital internacional. Diante das limitações da visão macroeconômica do *mainstream* em explicar esse fenômeno, a Teoria Monetária Moderna (MMT) surge como uma lente analítica alternativa para analisar esse cenário, oferecendo uma nova perspectiva sobre a função da moeda e dos gastos governamentais. Este artigo tem como objetivo investigar a aplicação dos princípios da MMT no Japão, analisando suas políticas fiscal e monetária para determinar o grau de alinhamento com as diretrizes da teoria. Por meio de um diálogo direto com autores centrais da MMT, como Wray e Mitchell, conclui-se que a despeito do Japão não ser integralmente um caso modelo da aplicabilidade da MMT, sua trajetória de elevados déficits fiscais e baixas taxas de juros evidencia as fragilidades do paradigma econômico dominante.

Palavras-chave: Teoria Monetária Moderna. Política Econômica. Japão.

Classificação JEL: E12, E52, E62, O53.

Abstract: The Japanese economy has been widely discussed for its uniqueness, combining the world's highest level of public debt with persistently low inflation, low interest rates, and broad access to international capital. Given the limitations of conventional macroeconomic frameworks in explaining this phenomenon, Modern Monetary Theory (MMT) emerges as an alternative analytical lens, offering a new perspective on the role of money and government spending. This article aims to investigate the application of MMT principles in the Japanese context by examining the country's fiscal and monetary policies to assess their degree of alignment with the theory's guidelines. Through direct dialogue with key MMT authors, such as Wray and Mitchell, the study concludes that, although Japan does not represent a fully model case of MMT applicability, its trajectory of high fiscal deficits and low interest rates reveals the fragilities of the dominant economic paradigm.

Keywords: Modern Monetary Theory,.Economic Policy. Japan.

JEL Classification: E12, E52, E62, O53.

¹ Universidade Federal de Uberlândia. Correio eletrônico: vanessa.costaval@ufu.br.  0000-0002-9399-0378

² Universidade Federal de Uberlândia. Correio eletrônico: josneto.garcia@gmail.com.  0009-0003-2759-8970

1. Introdução

Este artigo parte da seguinte pergunta norteadora: *é possível considerar a economia japonesa compatível com os preceitos da Teoria Monetária Moderna (MMT)?* Trata-se de uma teoria econômica que, nos últimos anos, ganhou proeminência tanto na mídia quanto no debate acadêmico, ao buscar oferecer respostas a alguns dos grandes desafios contemporâneos, como a transição energética e o aumento da demanda por gastos sociais, questões que exigem um expressivo esforço coletivo e volumosos recursos públicos.

O Japão surge como uma verdadeira anomalia diante da macroeconomia convencional. Como o país com a maior relação dívida/PIB do mundo, o que implica sucessivos déficits fiscais ao longo de décadas, pode conviver com inflação persistentemente baixa (ou mesmo deflação) e uma das menores taxas de juros globais? Embora alguns autores ortodoxos, como Chalita (2010), atribuam tal fenômeno às elevadas taxas de poupança doméstica, esse argumento pouco contribui para elucidar o fato de que o ferramental teórico dominante tem se mostrado insuficiente para explicar o caso japonês de forma satisfatória. Assim, talvez seja necessário recorrer a uma nova lente analítica, uma outra perspectiva macroeconômica, capaz de iluminar esse aparente paradoxo. É nesse ponto que a Teoria Monetária Moderna (MMT, do inglês *Modern Money Theory*) pode oferecer um caminho interpretativo alternativo.

O problema específico que orienta esta investigação consiste em verificar se o Japão tem adotado políticas econômicas alinhadas, ainda que parcialmente, às recomendações da MMT. Diversas análises na mídia sugerem que as autoridades japonesas estariam, deliberadamente ou não, conduzindo políticas inspiradas nessa teoria. Cabe, portanto, avaliar se tais afirmações se sustentam apenas no senso comum ou se encontram respaldo empírico e teórico consistente.

Além desta introdução, o artigo organiza-se em três seções adicionais. Na primeira, apresenta-se uma exposição detalhada da Teoria Monetária Moderna, destacando o contexto de sua emergência e seus principais fundamentos. Na segunda, procede-se à análise exploratória da aplicabilidade da teoria ao caso japonês, com foco nas políticas fiscal e monetária. Por fim, são apresentadas as considerações finais, nas quais se sintetizam os principais resultados e implicações da investigação.

2. A Teoria Monetária Moderna e seus Alicerces Teóricos

A Teoria Monetária Moderna (MMT), desenvolvida por autores como Wray (2014, 2021, entre diversos outros trabalhos em que o autor aprofunda essa abordagem) ao longo de mais de duas décadas, passou por três momentos-chave de ascensão. O primeiro ocorreu após a crise financeira global de 2008, quando os conceitos de Hyman Minsky sobre fragilidade financeira, já incorporados pela MMT, foram redescobertos, especialmente sua explicação de que as estruturas financeiras tendem à instabilidade em determinadas fases do ciclo econômico, à medida que se acumulam posições financeiras do tipo *Ponzi* (Minsky, 1986).

O segundo momento deu-se com a crise da zona do euro em 2010, que reacendeu o debate sobre soberania monetária. À luz desses eventos, a MMT enfatiza que a moeda fiduciária emitida pelo Estado é o elemento fundamental que confere aos países a capacidade de conduzir suas políticas econômicas de forma autônoma. No caso da União Europeia, a união monetária restringiu essa soberania, expondo as economias nacionais a crises severas, como a enfrentada pela Grécia.

Mais recentemente, a MMT ganhou novo destaque no contexto das discussões sobre a necessidade de um *Green New Deal* nos Estados Unidos, impulsionado por políticos progressistas como Bernie Sanders e Alexandria Ocasio-Cortez. Para esses defensores, a MMT oferece um arcabouço teórico capaz de sustentar emprego e renda durante a transição para uma economia verde. Esse debate conferiu maior visibilidade à teoria, sobretudo nos países desenvolvidos.

Inicialmente, a *MMT* pode ser compreendida como uma abordagem macroeconômica heterodoxa que reinterpreta os papéis da política monetária e fiscal em governos soberanos que emitem dívida em sua própria moeda (Chohan, 2020). Examinando “lentes macroeconômicas heterodoxas” da *MMT*, Deos *et al.* (2021) sintetizaram a teoria em cinco pilares: a teoria cartalista (moeda como unidade de conta), as finanças funcionais de Abba Lerner, os balanços setoriais de Wynne Godley, a hipótese da instabilidade financeira de Minsky e a ideia de um Estado como Empregador de Última Instância (ELR). Detalhemos cada um desses pontos, ou alicerces, para compreender melhor a *MMT*. Façamos isso não somente para expor a teoria, mas também porque, 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.

Iniciemos pela teoria cartalista. Wray (2014) refere-se a Charles Goodhart, que distinguiu entre a abordagem ortodoxa do “metalismo” e a heterodoxa cartalista. Para a primeira, a moeda é principalmente um meio de troca, enquanto para a segunda, é uma unidade de conta. Os metalistas veem o dinheiro como uma forma de minimizar os custos de transação, marcando o fim do escambo (uma tese contestada pela antropologia moderna). Na abordagem cartalista, pressupõe-se a existência de um Estado que determina o que é devido, transformando isso em moeda (Goodhart, 1998; *apud* Wray, 2014). Os principais contribuintes da teoria cartalista mencionados por Wray incluem Knapp, o precursor da teoria, além de Innes, Keynes, Lerner, Minsky, Goodhart e Ingham³. Wray (2014) detalha as contribuições desses autores, mas focaremos apenas em Knapp, que criticou teorias anteriores que ignoravam o papel do Estado na definição da moeda. O termo cartalista deriva da ideia de moeda como um registro, *token* ou “carta”, cujo valor é garantido por um ordenamento legal.

A moeda é criada pelo Estado ao denominar um metal ou mercadoria como forma de registrar dívidas, mas também pode ser emitida por outros agentes, como bancos, desde que o Estado a aceite em pagamentos. A moeda bancária, portanto, torna-se aceita pelo Estado não só para receber pagamentos, mas também para honrar suas transações, criando a chamada moeda cartalista ou fiduciária. O ponto central é que a demanda pela moeda emitida pelos bancos não deriva de uma promessa de lastro, mas do fato de ser aceita pelo Estado. Isso fundamenta a *MMT*, que associa a tributação à criação de demanda pela moeda (Berliner, 2021). A ideia principal do cartalismo é “*taxes drive money*”, ou seja, a taxação cria a demanda pela moeda emitida, tornando a dívida do Estado um meio de aceitação geral (Berliner, 2021). A concepção de moeda como dívida integra o cartalismo de Knapp com a visão creditícia de Innes (da Rocha, 2009; *apud* Berliner, 2021). A *MMT* incorpora essa concepção, aparecendo na literatura como “neocartalismo” (Dalton *et al.*, 2020). Se a moeda gera dívida, também gera crédito. Em verdade, algo não pode ser dívida sem antes ter sido crédito, ou seja, primeiro o Estado “gasta” para depois tributar, e não pode ser de outro modo.

Passemos à discussão sobre finanças funcionais, considerada por muitos como o ponto fulcral da *MMT*. Segundo Kelton (2020), essa discussão começou na década de 1940 com Abba Lerner, um economista que propôs eliminar o “hiato do produto” (a diferença entre os produtos

³ Para detalhes das referências citadas ver Wray (2014).

efetivo e potencial). A ideia era permitir que o setor privado se aproximasse do produto potencial usando a política fiscal para suprir a diferença. Para essa teoria, o resultado orçamentário é irrelevante, sendo que o importante é o impacto na economia real. Lerner chamou essa teoria de finanças funcionais, pois seu objetivo era que o Congresso americano avaliasse a funcionalidade dos gastos em relação à economia real, e não a adequação deles à arrecadação. O objetivo era manter a economia equilibrada, com inflação controlada e pleno emprego, a despeito disso resultar em déficit, superávit ou equilíbrio orçamentário (Kelton, 2020).

Lerner (1943) detalha essa teoria, destacando a "nova teoria fiscal" de Keynes e critica tentativas de minimizar suas implicações para a economia ortodoxa. Para o autor, a responsabilidade financeira do governo é manter a taxa de gasto total em bens e serviços alinhada à taxa que, aos preços correntes, realiza toda a produção possível. Se o gasto for maior, haverá inflação; se menor, haverá desemprego (Lerner, 1943). Essa é a primeira lei das finanças funcionais. O equilíbrio econômico, para Lerner, é uma linha tênue entre inflação e desemprego, que deve ser constantemente mantida. Aplicando essa lei, o governo pode ter déficit ou superávit conforme necessário para atingir o equilíbrio, sem que esses resultados sejam intrinsecamente bons ou ruins. Isto é, 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 da inflação.

A segunda lei das finanças funcionais de Lerner afirma que a emissão de dívida pelo governo é desejável se seus efeitos imediatos forem positivos, como quando o público retém menos moeda e mais títulos públicos, evitando uma taxa de juros baixa que poderia acelerar a economia para além do ponto de pleno emprego e assim causar inflação. O processo inverso também se aplica, isto é, o governo deve reduzir a dívida para aumentar a moeda em circulação e diminuir os títulos. Em nossa analogia, que atinja o ponto de saturação do copo d'água. A terceira lei trata da criação ou destruição de moeda conforme necessário para atingir os objetivos das duas primeiras leis (Lerner, 1943). Lerner contrapõe argumentos contrários ao

déficit fiscal, afirmando que o endividamento público, a quaisquer taxas de juros, não é negativo para a sociedade.

O autor supracitado diferencia entre finanças públicas e "finanças saudáveis" (que podemos associar aos neoclássicos e novos keynesianos), estas últimas usam a metáfora das finanças domésticas para o orçamento público. Já as finanças funcionais focam nos resultados práticos da política fiscal, não nos apriorismos das "finanças saudáveis" que aplicam conceitos microeconômicos ao plano macroeconômico. Segundo Caldas e Alves (2012), as finanças funcionais são, fundamentalmente, uma crítica às "finanças saudáveis" e à noção de "desemprego instável", empregada pelos novos keynesianos, ou "keynesianos bastardos"⁴, 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 taxação. 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 gastado 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 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

⁴Expressão 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).

(2012) 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.

Avancemos agora sobre os balanços setoriais de Wynne Godley, que, embora não sejam propriamente uma teoria, são fundamentais para entender a *MMT*. Usaremos as análises de Kelton (2020) para simplificar a compreensão deste tema. A autora, que trabalhou com Godley no *Levy Institute of Economics*, destaca um modelo específico criado por ele, chamado de “modelo do mundo em uma equação”. Tratava-se, na verdade, de uma identidade formada pelos seguintes polos: 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. Kelton (2020) enfatiza a consistência de fluxos e estoque no modelo de Godley, onde os fluxos recebidos por um setor ao longo do tempo devem corresponder aos estoques, ou poupança, desse setor.

Argumenta-se também que déficits públicos não destroem a poupança privada; ao contrário, a ausência de déficits públicos pode impedir a formação de poupança pelos indivíduos. É sugerido que, em países com alto nível de poupança, como o Japão, os déficits públicos podem na verdade ser necessários para permitir a formação de poupança privada. Kelton (2020) observa ainda que os superávits governamentais, que geram déficits no setor privado, podem ser prejudiciais, minando a riqueza financeira dos cidadãos e potencialmente levando a crises. É usado o termo “coruja do déficit” para descrever aqueles que conseguem ver além das aparências imediatas, ao contrário dos “falcões do déficit”, que só enxergam os efeitos aparentes das políticas de déficit. Outro ponto levantado pela economista é que os

déficits não beneficiam a todos igualmente. Cortes de impostos para grandes corporações e gastos militares podem desviar os benefícios dos déficits de áreas como educação, segurança, transporte público e saúde, limitando os efeitos positivos para a população em geral. Isso não é um princípio da *MMT*, mas uma observação de como os déficits podem ser direcionados de maneiras diferentes (Kelton, 2020).

Finalmente, vamos abordar a hipótese da instabilidade financeira de Hyman P. Minsky. Em texto de 1997, o autor inicia sua exposição reinterpretando a "Teoria Geral do Juro, do Emprego e da Moeda" de Keynes, destacando que "esta teoria explica as razões pelas quais produto e emprego sofrem flutuações" (Minsky, 1997, p.5). Baseando-se nessa interpretação, Minsky formula sua "hipótese da instabilidade financeira", contrastando a visão de Keynes sobre a economia capitalista com a abordagem neoclássica. Para os neoclássicos, as flutuações não são endógenas ao sistema capitalista, enquanto para Keynes, as crises emergem da atividade financeira e afetam as decisões de investimento. Minsky enfatiza que os aspectos monetário e financeiro da economia capitalista moderna levam à sua instabilidade, ao contrário da visão neoclássica, onde a moeda não afeta significativamente o comportamento econômico (Minsky, 1997).

Importante destacar que o autor supracitado escrevia durante um período de instabilidade financeira nos EUA, quando o *Federal Reserve* intervinha nos mercados financeiros para abortar possíveis crises. A instabilidade financeira, segundo Minsky (1997), surge de um "mundo de papéis", onde promessas de pagamento são trocadas entre presente e futuro, sustentadas por lucros ou fluxos de caixa gerados pela economia capitalista. A economia capitalista, essencialmente baseada no endividamento, se torna instável quando os lucros são insuficientes para sustentar o "castelo de cartas" das promessas de pagamento.

Vale ainda retomar que para este 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 (2010), 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 o 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 fim, Minsky (2010) propõe o conceito de "*Employer of Last Resort*" (ELR), onde o Estado atua como empregador de última instância para garantir o pleno emprego, uma ideia fundamental para a Teoria Monetária Moderna (MMT). "Esta abordagem estabiliza a economia ao garantir um 'preço marginal do trabalho' estável, reduzindo pressões inflacionárias e deflacionárias" (Minsky, 1986; 2013; Wray, 1998; 2015; *apud* Deos *et al.*, 2021, p. 9). A MMT, ao revisitar e integrar conceitos de Keynes, Lerner e Minsky, vê o déficit público não como um problema, mas como um motor do desenvolvimento econômico e humano, quando bem empregado.

3. Análise Exploratória das Políticas Monetária e Fiscal do Japão e sua Aderência à MMT

Como mencionado na introdução, esta subseção tem por objetivo analisar dois eixos das políticas econômicas adotadas pelo Japão, o monetário e o fiscal, a fim de verificar em que medida eles apresentam aderência aos princípios da MMT. Essa análise será conduzida em diálogo principalmente com Wray e Nersisyan (2021), bem como com contribuições de Bill Mitchell em seus trabalhos e publicações recentes.

Antes de avançarmos para a análise propriamente dita, é importante destacar que, mesmo sob a ótica da Teoria Monetária Moderna, os resultados obtidos pela aplicação de suas recomendações econômicas podem variar significativamente entre os países. Isso ocorre porque alguns de seus principais proponentes, como Tcherneva (2016) em *Money, Power, and Monetary Regimes*, reconhecem a existência de um “espectro de soberania monetária” no qual se situam as diferentes nações, de acordo com o grau de controle que exercem sobre suas respectivas moedas. Nesse sentido, a posição de um país altamente desenvolvido e monetariamente soberano, como o Japão, não é comparável à de economias em desenvolvimento; portanto, não se deve extrapolar automaticamente seus resultados para outras realidades nacionais.

Ainda assim, os autores da MMT reiteram que, embora o grau de autonomia política e financeira disponível aos governos varie de país para país, nenhum deles está impossibilitado de aplicar, em maior ou menor medida, as diretrizes de política econômica defendidas pela teoria, como apontam Bonizzi et al. (2019).

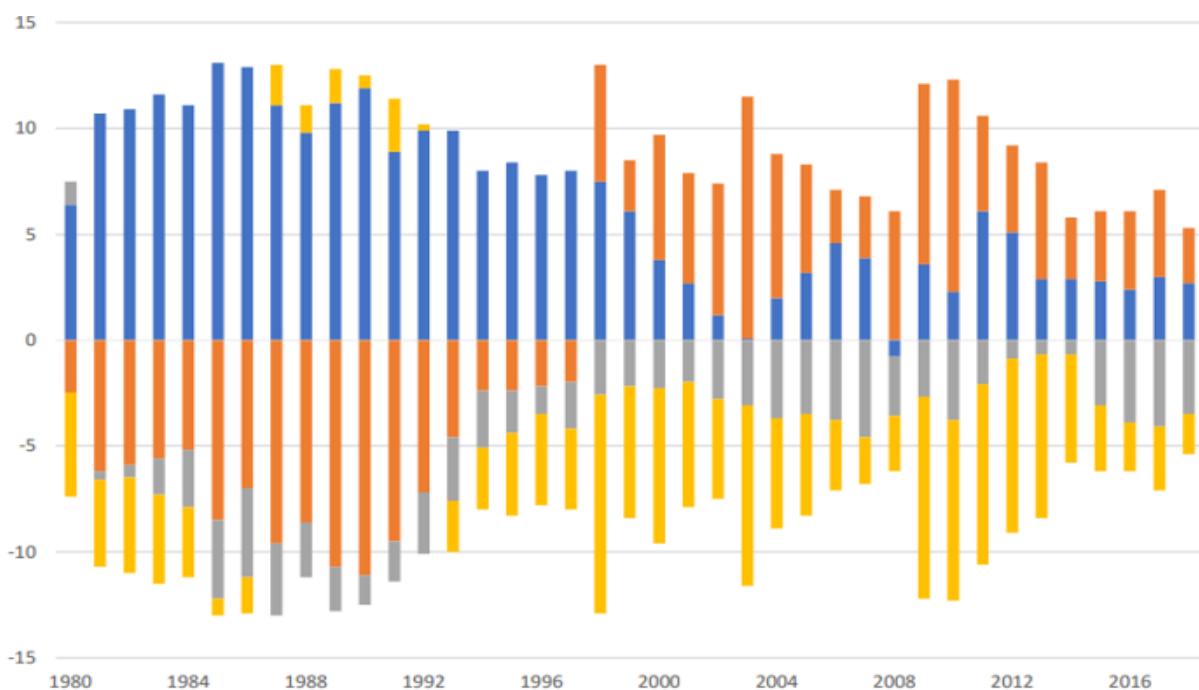
Ao analisarem se o Japão pode ser considerado como um exemplo emblemático da *MMT*, um tema muito semelhante ao escolhido pelo presente trabalho, Wray e Nersisyan (2021) fazem questão de diferenciar entre as afirmações da *MMT* sobre as limitações financeiras que uma nação soberana enfrenta e as recomendações 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 configura 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; 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 populacional em razão da baixa taxa de fecundidade, além da deflação que vem sangrando sua economia. O argumento de Wray e Nersisyan (2021) 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 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 chegemos 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 1 podemos perceber como a abordagem dos balanços setoriais, de Wynne Godley, se encaixa no caso japonês (com as colunas empilhadas assumindo forma espelhada), ainda que utilizando uma complexidade maior de setores na análise.

Gráfico 1 – Balanços Financeiros Setoriais (1980-2018)



Fonte: Elaboração de Wray e Nersisyan (2021), com base em dados do Escritório do Gabinete Japonês.
 Legenda (em percentual do PIB): famílias e organizações sem fins lucrativos (em azul); corporações financeiras e não financeiras (em laranja); governo japonês (em amarelo); resto do mundo (em cinza).

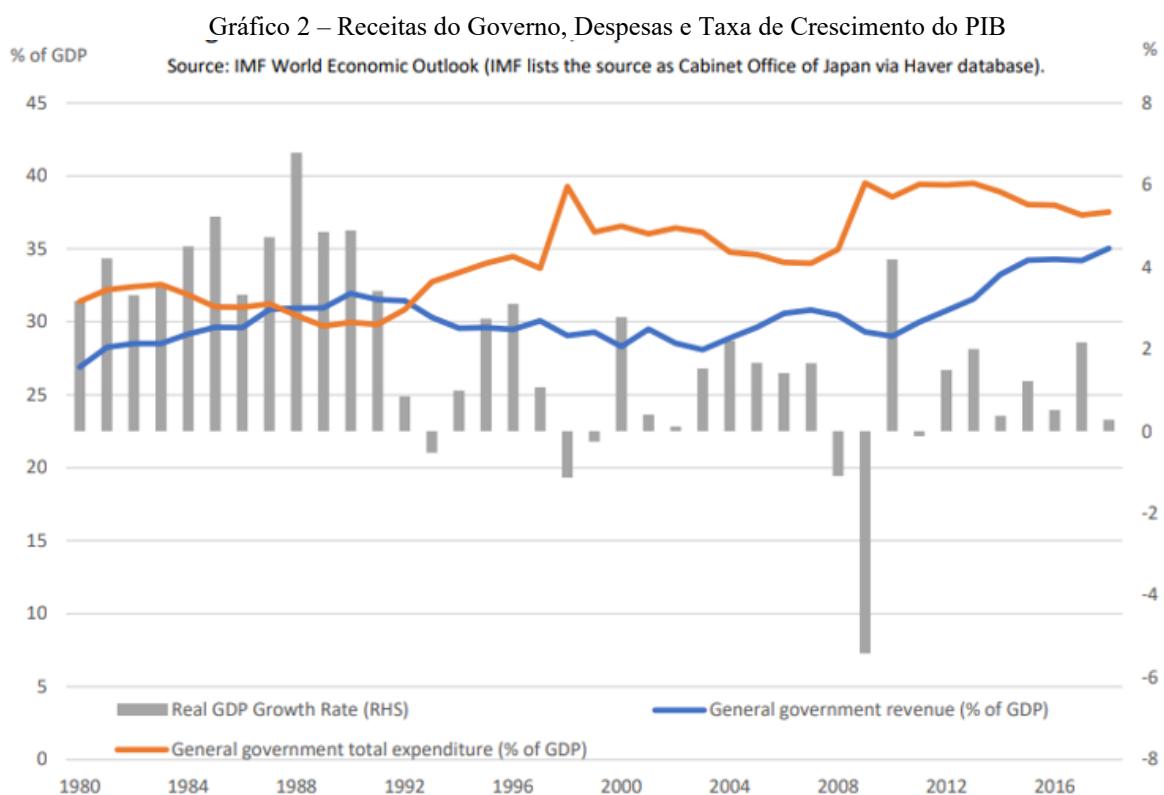
De acordo com o Gráfico 1, os superávits das famílias e organizações sem fins lucrativos (em azul), de 1980 a 1997, estariam sendo financiados pelos déficits combinados do resto do mundo (em cinza), das corporações financeiras e não financeiras (em laranja) e do governo

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.

Wray e Nersisyan (2021) admitem que o caso do Japão serve como apontamento 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. 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 a aderência na visão dos autores, até por não ser algo executado de modo intencional (Wray; Nersisyan, 2021).

Ainda em Wray e Nersisyan (2021) argumenta-se 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*. 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. São apontados 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 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. Afirman 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 supracitados 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 Gráfico 2.



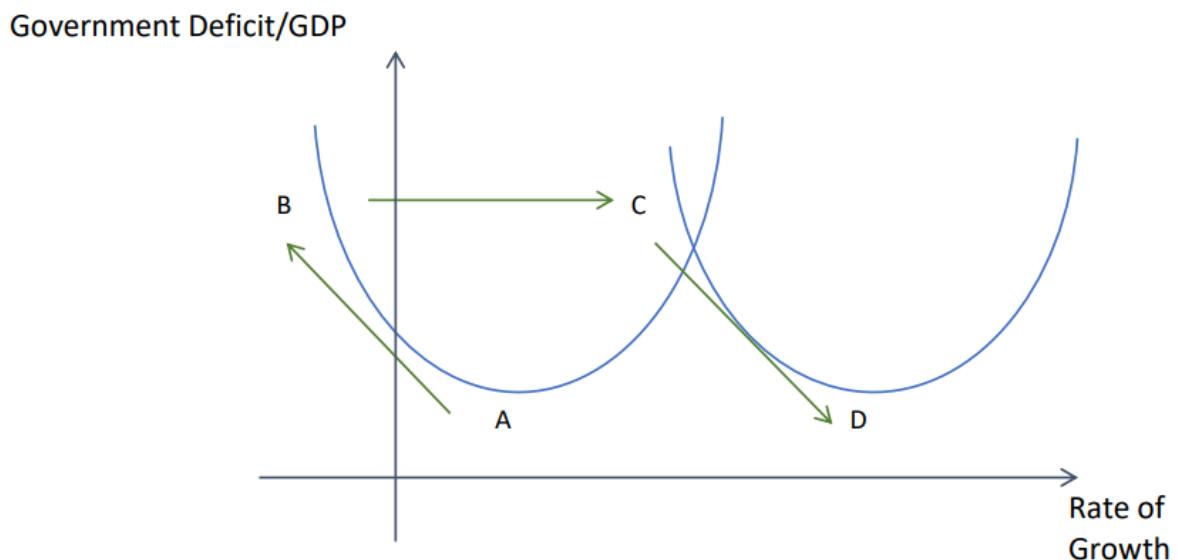
Fonte: Elaboração de Wray e Nersisyan (2021), com base em dados do Escritório do Gabinete Japonês via base de dados Haver.

Wray e Nersisyan (2021) notam, a partir do gráfico 2, 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, após a 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 2 nos mostra, contudo, e isso não é sublinhado pelos autores, que pode ter havido, por esse raciocínio, uma expansão fiscal no período do *Abenomics* (2012-2020), momento de vigência das políticas econômicas do primeiro-ministro Abe, 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) distinguem dois caminhos possíveis para a geração de déficits fiscais: o chamado “caminho feio” (*ugly way*) e o “caminho bonito” (*good way*). Esses autores ilustram essa distinção por meio da chamada Figura 1, que apresenta as denominadas “curvas de Wray”, utilizadas para demonstrar graficamente as diferentes trajetórias que podem levar à ocorrência de déficits fiscais.

Figura 1 – As Curvas de Wray



Fonte: Wray e Nersisyan (2021).

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. Na Figura 1 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 abscissas 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 Wray e Nersisyan (2021) 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 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; Nersisyan, 2021).

Mitchell (2016), contudo, estabelece que o *Abenomics* (política econômica do ex-primeiro-ministro Shinzo Abe) pode ter constituído uma exceção a uma política econômica “não estimulante”, a despeito do aumento nos impostos sobre vendas em 2014. O *Abenomics* 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 despesar 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). O Japão esteve, por um grande

período, imerso na deflação. Segundo Kuroda⁵ (2016), ex-presidente do BoJ, 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, mas esta foi descontinuada tão logo a deflação cedeu, em 2006.

Mitchell (2023a) indica 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. Este autor destaca que, na frente da inflação, o impacto disso foi modesto. Citando Shirakawa (2023), ex-presidente do BoJ, Mitchell (2023a) 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 (Mitchell, 2023a).

Mitchell (2023b) 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. O autor considera que o remédio para inflação não são aumentos nas taxas

⁵ Ex-presidente do *Bank of Japan (BoJ)*, fala foi reproduzida em discurso na Universidade de Columbia.

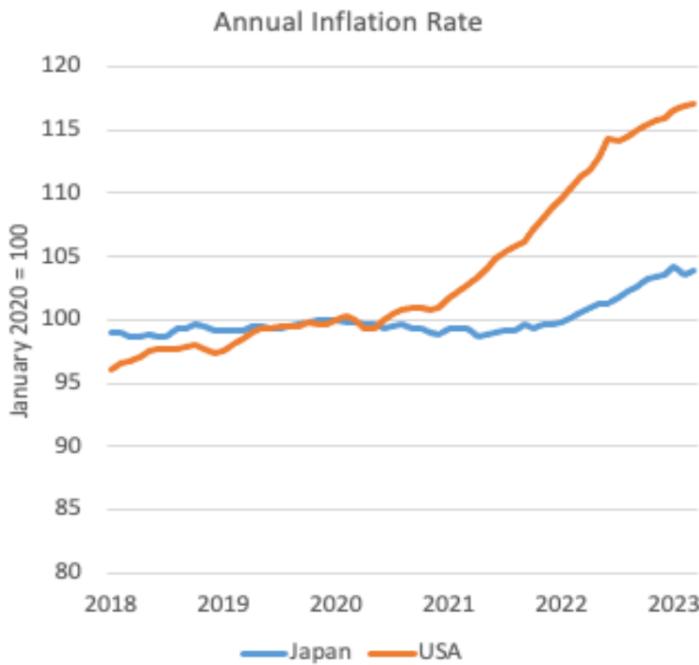
de juros, como ele denuncia fazerem outros bancos centrais que não o BoJ. Segundo Mitchell (2023b), o resultado da atitude destoante japonesa é que o país possui uma inflação mais baixa, não enfrenta crise cambial e seus cidadãos estão em melhores condições como resultado das iniciativas combinadas de 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 de ter uma pauta de importação bastante diversa.

Como, então, o Japão conseguiu resistir a esse choque? Segundo Mitchell, isso pode estar relacionado ao fato de o Banco do Japão ter optado por não elevar sua taxa básica de juros, mantendo o controle da curva de rendimentos dos títulos públicos de dez anos. Paralelamente, o governo japonês teria adotado uma postura fiscal ainda mais expansionista para enfrentar a crise do custo de vida, implementando transferências diretas às famílias e subsídios às empresas como parte de um acordo voltado à compressão das margens de lucro.

Enquanto isso, em outras economias, as corporações estariam ampliando seus lucros livremente, em meio à ausência de pressão governamental para que o setor privado adotasse comportamento semelhante ao extraído pelo governo japonês de seus formadores de preços. Mitchell (2023b) observa, ainda, que diversos especuladores tentaram retaliar tal postura política por meio de operações de “venda a descoberto” (*short selling*), mas acabaram incorrendo em prejuízos, sem provocar qualquer alteração de conduta por parte do Banco do Japão.

O autor enfatiza a importância de governos e bancos centrais compreenderem sua capacidade de resistir à especulação nos mercados financeiros. Além disso, questiona a ausência de cobertura, pela mídia financeira tradicional, da abordagem divergente do Japão e de seu aparente sucesso em controlar a inflação sem recorrer a aumentos agressivos das taxas de juros. Por fim, Mitchell ilustra seus argumentos com o Gráfico 3, no qual compara os efeitos inflacionários dos choques de oferta ocorridos desde 2018 no Japão e na maior economia do mundo.

Gráfico 3 – Taxa Anual de Inflação ao Longo do Tempo (EUA x Japão)



Fonte: Elaboração de Bill Mitchell (2023), preços com referência em janeiro de 2020.

Mitchell (2023b) compara as taxas de inflação no Japão e nos Estados Unidos, destacando que o Japão conseguiu conter a alta inflacionária sem recorrer a aumentos agressivos nas taxas de juros ou à contração da política fiscal. Apesar das preocupações iniciais com uma possível crise cambial decorrente da diferença entre as taxas de juros japonesas e norte-americanas, o iene não sofreu uma desvalorização crítica. Em síntese, o autor defende uma reconsideração das teorias econômicas e práticas dominantes, utilizando o caso japonês para questionar a eficácia dos aumentos generalizados das taxas de juros como instrumento de combate à inflação. Nesse sentido, a política monetária japonesa é apresentada como uma “nova experiência”, em contraste com a prática nociva de elevação das taxas de juros, medida que tende a agravar o sofrimento social, levando uma parcela significativa das famílias, especialmente as endividadas com hipotecas, à insolvência.

Por que então apenas os japoneses teriam tal postura destoante? Segundo Mitchell (2022), é de fundamental importância entender como as instituições monetárias e fiscais são gerenciadas, e como aspectos culturais influenciam essas práticas, o que é possível por meio de conceitos culturais japoneses, como a sociedade vertical, a dependência de contextos na linguagem e abordagens para resolver conflitos. O autor supracitado 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-se 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 (2017), embora elogie a condução da política monetária japonesa, enfatiza a preponderância da política fiscal sobre esta última. O autor cita uma matéria do *The Guardian*, segundo a qual a economia do Japão, nos três meses até junho de 2017, foi a expansão mais rápida em mais de dois anos. Esse desempenho seria resultado da aceleração dos gastos domésticos, impulsionada pela preparação para os Jogos Olímpicos de Tóquio em 2020, bem como pelos baixos níveis de desemprego, que estimularam o investimento empresarial. Com base nos dados mais recentes sobre o Japão, o autor extraí duas conclusões principais: (i) a política fiscal opera em ambas as direções — aumentar os déficits quando a economia está abaixo do pleno emprego impulsiona o crescimento econômico, e o inverso também é verdadeiro —; e (ii) a política monetária tem efeito limitado sobre os gastos reais em uma economia monetária, não sendo capaz de compensar movimentos contracionistas da política fiscal. Essa segunda constatação é ilustrada pelo fato de que, até 2017, o Banco do Japão vinha intensificando as políticas de *quantitative easing* enquanto as taxas de juros permaneciam próximas de zero, mas, mesmo assim, observou-se pouco impacto dessas medidas sobre o PIB real, com o crescimento concentrado sobretudo nos investimentos associados aos preparativos para as Olimpíadas (Mitchell, 2017).

O “grande experimento monetário” conduzido pelo Japão nos últimos anos poderia, entretanto, ser interpretado como um caso de aderência à MMT? Sob certo aspecto, sim. Ao não apostar na política monetária como instrumento “eficaz” de combate à inflação, mas tratá-la como um mecanismo auxiliar da política fiscal (voltado a assegurar a existência de uma base monetária para a expansão econômica), o Japão parece aproximar-se da perspectiva cartalista discutida na seção 2.1, em oposição à visão ortodoxa da moeda.

Por outro lado, ao considerarmos que a política fiscal japonesa, em diversos momentos, não foi suficientemente robusta para promover uma expansão econômica significativa, esse “experimento” pode ser avaliado criticamente à luz da MMT, uma vez que a teoria enfatiza a

necessidade de uma coordenação efetiva entre as políticas fiscal e monetária. A Teoria das Finanças Funcionais (TFF), por exemplo, sustenta que os resultados fiscais do setor público não devem ser julgados *per se*, mas em função de seus efeitos sobre a economia real.

Cumpre destacar que o experimento referido por Mitchell coincide temporalmente com as políticas econômicas implementadas durante o governo de Shinzo Abe. Assim, é possível afirmar que houve certa conjugação entre as políticas fiscal e monetária, ainda que seus resultados possam ter se mostrado insuficientes diante dos objetivos propostos.

4. Considerações finais

Embora o Japão não siga deliberadamente a Teoria Monetária Moderna (MMT), é o país que mais se aproxima de seus princípios na prática. Isso se evidencia pela tolerância de seus *policy makers* com déficits fiscais elevados e uma crescente relação dívida/PIB. Contudo, a adesão a qualquer arcabouço econômico, por si só, mostra-se insuficiente para resolver o profundo desafio demográfico que o país enfrenta. A recente perda da posição de terceira economia mundial para a Alemanha, nação que se beneficiou da imigração, é uma evidência contundente dos impactos do problema populacional japonês. Enquanto o Japão mantém sua relutância em abrir as fronteiras, outros países do mundo desenvolvido utilizam a imigração como motor para o crescimento populacional.

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 que 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 avantajadas 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. 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 na subseção 2.2, 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, pois como salientamos na seção anterior, há um “espectro de soberania monetária” em que os países se encaixam, e não se pode tomar os resultados de uma experiência como regra geral.

Como ficou evidenciado pela análise da política fiscal a partir de Wray e Nersisyan (2021), 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 & Nersisyan (2021), 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, 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 espalharam 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”.

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 surtissem 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.

Consideremos ainda a visão de Mitchell, com sua defesa de um momento específico da política econômica japonesa, 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.

Embora a articulação entre as políticas fiscal e monetária durante o período do *Abenomics* não revele plena aderência à Teoria Monetária Moderna (MMT), isso talvez se deva ao fato de que as medidas fiscais não foram suficientemente ousadas. As finanças funcionais, princípio central da MMT, recomendam a persistência nessas políticas até que se alcancem os resultados desejáveis — neste caso, o crescimento econômico. A estagnação, por si só, não

implica ausência de aderência à MMT, pois isso pressuporia a validade absoluta de suas hipóteses. No entanto, a hesitação do Japão em intensificar seus pacotes fiscais contraria os fundamentos das finanças funcionais e, em última instância, os preceitos da MMT.

Em síntese, a MMT, enquanto lente macroeconômica, mostrou-se eficaz em explicar por que o Japão não se tornou insolvente, apesar de ser a economia moderna que mais acumulou déficits fiscais em sua história recente. Ainda assim, é possível afirmar com segurança que as políticas econômicas adotadas pelo país não demonstram aderência sistemática às recomendações da MMT, embora haja certa proximidade, ela se manifesta de forma pontual e não estruturada.

Referências

BERLINER, L. **Soberania monetária**: uma análise da aplicabilidade da Teoria Monetária Moderna. 2021. 71 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2021.

BONIZZI, B.; KALTENBRUNNER, A.; MICHELL, J. Monetary sovereignty is a spectrum: modern monetary theory and developing countries. *Real-World Economics Review*, Oxford, n. 89, p. 46–61, out. 2019. Disponível em: <http://www.paecon.net/PAEReview/issue89/Bonizzi-et-al89.pdf>. Acesso em: 2 out. 2025.

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**, São Paulo, v. 32, n. 4, p. 670-688, out./dez. 2012. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0101-31572012000400008>.

CHALITA, M. Crise japonesa ainda deve durar dez anos. **Revista Conjuntura Econômica**, Brasília, v. 55, n. 9, p. 63-65, set. 2001.

CHOHAN, U. W. **Modern Monetary Theory (MMT)**: A general introduction. CASS Working Papers on Economics & National Affairs, Documento de Trabalho nº EC017UC, Londres, 6 abr. 2020. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3569416>. Acesso em: 2 out. 2025.

DALTO, F. A. S. et al. **Teoria Monetária Moderna**: a chave para uma economia a serviço das pessoas. 1. ed. Fortaleza: Editora Civilização, 2020.

DEOS, S. et al. Modern Money Theory: ascensão no cenário internacional e debate no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 41, n. 2, p. 314–332, abr./jun. 2021. DOI: <https://doi.org/10.1590/0101-31572021-3141>.

FONSECA, F. O legado da Abenomics 1 ano após a morte de Shinzo Abe. **Poder 360**, Brasília, 8 jul. 2023. Disponível em: <https://www.poder360.com.br/internacional/o-legado-da-abenomics-apos-1-ano-da-morte-de-shinzo-abe/>. Acesso em: 1 mar. 2024.

HOLANDA, F. Os keynesianos bastardos. **Revista Conjuntura Econômica**, Brasília, v. 72, n. 12, p. 18–19, dez. 2018.

KELTON, S. **The Deficit Myth**: Modern Money Theory and The Birth of the People's Economy. 1. ed. Nova Iorque: Public Affairs, 2020. E-book.

KURODA, H. **The battle against deflation**: The evolution of monetary policy and Japan's experience. Discurso proferido na Columbia University, Nova Iorque, abr. 2016. Disponível em: https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2016/ko160414a.htm. Acesso em: 2 out. 2025.

LERNER, A. P. Functional finance and the federal debt. **Social Research**, Nova Iorque, v. 10, n. 1, p. 38–51, 1943.

MINSKY, H. P. **Estabilizando uma Economia Instável**. Osasco: Editora Novo Século, 2010.

MINSKY, H. P. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to “Standard” Theory. **Nebraska Journal of Economics and Business**, Nebraska, v. 16, n. 1, p. 5–16, 1977.

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

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

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

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

MITCHELL, W. **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 maio 2023b. Disponível em: <https://billmitchell.org/blog/?p=60811>. Acesso em: 6 mar. 2024.

TCHERNEVA, P. R. Money, power, and monetary regimes. **Levy Economics Institute Working Paper** n. 861, Red Hook, NY, mar. 2016. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2743276>.

WRAY, L. R. From the state theory of money to modern money theory: An alternative to economic orthodoxy. **Levy Economics Institute Working Paper** Series, Red Hook, NY, jul. 2014. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2407711>.

WRAY, L. R.; NERSISYAN, Y. Has Japan been following Modern Money Theory without recognizing it? No! And yes. **Levy Economics Institute Working Paper** n. 985, Red Hook, NY, fev. 2021. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3743035>.