



**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA**  
**FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE, ECONOMIA E GESTÃO**  
**PÚBLICA**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**ENZO VINÍCIUS COSTA PESSOA**

**EVOLUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA JAPONESA:**  
**UMA ANÁLISE A PARTIR DOS ANOS 1990**

**BRASÍLIA (DF)**

**2023**

**ENZO VINÍCIUS COSTA PESSOA**

**EVOLUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA JAPONESA:  
UMA ANÁLISE A PARTIR DOS ANOS 1990**

*Monografia apresentada como requisito parcial  
à obtenção do grau de Bacharel em Ciências  
Econômicas pela Faculdade de Administração,  
Contabilidade, Economia e Gestão Pública da  
Universidade de Brasília – UnB*

*Orientador: Prof. Dr. Manoel Carlos de Castro  
Pires*

**BRASÍLIA (DF)**

**2023**

**ENZO VINÍCIUS COSTA PESSOA**

**EVOLUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA JAPONESA:  
UMA ANÁLISE A PARTIR DOS ANOS 1990**

Monografia apresentada como requisito para a obtenção do Título de Bacharel em Ciências Econômicas pelo programa de Graduação em Ciências Econômicas da Universidade de Brasília (UnB).

Aprovada em 09 de fevereiro de 2024.

**BANCA EXAMINADORA**

---

**Professor Dr. Manoel Carlos de Castro Pires**  
Universidade de Brasília (FACE-UnB)  
**Orientador**

---

**Professor Dr. José Luis da Costa Oreiro**  
Universidade de Brasília (FACE-UnB)  
**Examinador**

## AGRADECIMENTOS

Inicialmente agradeço à minha família, especialmente meus pais, Cicero e Lucimar, minhas principais inspirações. Com seu apoio incondicional pude me dedicar a todos os meus objetivos até aqui. Espero ser capaz de retribuir todo o carinho e suporte, pois sou eternamente grato.

Agradeço aos meus amigos de longa data, Gustavo, Luiz, Júlia Paiva, Marina e Lara. Apesar das diferentes trajetórias, nossa amizade permitiu que crescêssemos juntos ao longo das etapas da vida.

Agradeço também aos meus amigos de curso, Fred, Marcos e Julia Munhoz. Dividimos os momentos mais difíceis e os mais felizes da graduação. Sem seu apoio, o caminho seria muito mais árduo e com certeza não seria tão emocionante.

Sou grato aos meus professores, especialmente meu professor orientador Manoel Pires. Todos os conhecimentos adquiridos contribuíram na minha formação, permitindo-me atingir meu objetivo inicial dentro da graduação, compreender mais o mundo ao meu redor.

Por fim, agradeço à Universidade de Brasília por proporcionar o ambiente em que mais pude me desenvolver. Tenho orgulho de tê-la como alma mater e pretendo carregar seu nome comigo em futuras conquistas.

## RESUMO

Esta monografia oferece uma análise abrangente da trajetória econômica do Japão, do século XX ao século XXI, com foco na evolução das políticas monetárias. Inicialmente, explora o contexto pós-Segunda Guerra Mundial até a formação e colapso da bolha econômica nos anos 1990. Posteriormente, examina as políticas monetárias implementadas nas décadas seguintes, incluindo reformas institucionais, reduções na taxa de juros e utilização de arcabouços não convencionais. Destaca-se a complexidade do cenário japonês, considerando a avaliação mista do impacto das medidas implementadas em variáveis relacionadas ao crescimento econômico, além das críticas quanto à necessidade de comunicação e transparência frente ao mercado e de coordenação de políticas econômicas.

**Palavras-chave:** Política Monetária, Bancos Centrais e suas Políticas, Japão.

## ABSTRACT

This monograph provides a comprehensive analysis of Japan's economic trajectory from the 20th to the 21st century, focusing on the evolution of monetary policies. Initially, it explores the post-World War II context until the formation and collapse of the economic bubble in the 1990s. Subsequently, it examines the monetary policies implemented in the following decades, including institutional reforms, interest rate reductions, and the use of unconventional frameworks. The complexity of the Japanese scenario is highlighted, considering the mixed assessment of the impact of implemented measures on variables related to economic growth, as well as criticisms regarding the need for communication and transparency in the market and coordination of economic policies.

**Keywords:** Monetary Policy, Central Banks and their Policies, Japan.

**LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

<b>BIS</b>	Banco de Compensações Internacionais
<b>BoJ</b>	Banco do Japão
<b>CME</b>	Flexibilização Monetária Abrangente
<b>CPI</b>	Índice de Preços ao Consumidor
<b>CPM</b>	Conselho de Política Monetária
<b>ECB</b>	Banco Central Europeu
<b>ETF</b>	Fundo de Índice
<b>EUA</b>	Estados Unidos da América
<b>FED</b>	Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos
<b>FMI</b>	Fundo Monetário Internacional
<b>GFC</b>	Crise Financeira Global
<b>IVA</b>	Imposto sobre Valor Agregado
<b>JGB</b>	Títulos do Governo Japonês
<b>MoF</b>	Ministério das Finanças
<b>NIRP</b>	Política de Taxa de Juros Negativa
<b>OCDE</b>	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
<b>PIB</b>	Produto Interno Bruto
<b>QE</b>	Flexibilização Quantitativa
<b>QQE</b>	Flexibilização Monetária Quantitativa e Qualitativa
<b>SCAP</b>	Comandante Supremo dos Poderes Aliados
<b>SGM</b>	Segunda Guerra Mundial
<b>TVP-VAR</b>	Vetores Autorregressivos com Parâmetros Variantes no Tempo

<b>VAR</b>	Vetores Autorregressivos
<b>YCC</b>	Controle da Curva de Rendimento
<b>ZIRP</b>	Política de Taxas de Juros Zero

## LISTA DE FIGURAS

<b>Figura 1:</b> Simulação contrafactual de variáveis macroeconômicas: Cortes mais agressivos nas taxas de juros no início da década de 1990 .....	47
<b>Figura 2:</b> Dinâmica Macroeconômica Real e Contrafactual: Maior valor para meta de inflação .....	48
<b>Figura 3:</b> Dinâmica Macroeconômica Real e Contrafactual: Maior resposta para o hiato do produto .....	48
<b>Figura 4:</b> Dinâmica Macroeconômica Real e Contrafactual: Maior valor para meta de inflação e maior resposta para o hiato do produto .....	49
<b>Figura 5:</b> Dinâmica Macroeconômica Real e Contrafactual: Definição de meta para nível de preços .....	49
<b>Figura 6:</b> Recursos captados pelo setor corporativo não financeiro .....	51
<b>Figura 7:</b> Sistema de Três Subcategorias e NIRP .....	67
<b>Figura 8:</b> Curva de Rendimentos Japonesa (em %) .....	68
<b>Figura 9:</b> Curva de Rendimentos Japonesa e suas Faixas de Tolerância (em %) .....	71
<b>Figura 10:</b> Resultado de impulso resposta a choques de QE .....	77
<b>Figura 11:</b> Resultado de impulso resposta a choques no retorno acionário .....	78
<b>Figura 12:</b> Resultado de impulso resposta a choque de CME .....	80
<b>Figura 13:</b> Variação da Taxa de Câmbio antes e depois da implementação das políticas monetárias .....	82
<b>Figura 14:</b> Variação do Índice NIKKEI 225 antes e depois da implementação das políticas monetárias .....	82
<b>Figura 15:</b> Resultados de impulso resposta para choques de flexibilização qualitativa .....	83



## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1:</b> Variação mensal do CPI (em %) .....	<b>18</b>
<b>Gráfico 2:</b> Taxa real de crescimento do PIB .....	<b>23</b>
<b>Gráfico 3:</b> Comparação do PIB per capita entre países (US\$ constantes de 2015) .....	<b>27</b>
<b>Gráfico 4:</b> Taxa de Câmbio entre o Iene Japonês e o Dólar Americano .....	<b>29</b>
<b>Gráfico 5:</b> Participação das exportações no PIB japonês (em %) .....	<b>29</b>
<b>Gráfico 6:</b> Variação mensal em relação ao mesmo período do ano anterior do agregado monetário M3, com ajuste sazonal (em %) .....	<b>30</b>
<b>Gráfico 7:</b> Variação do preço de residências no Japão em relação ao mesmo trimestre do ano anterior (em %) .....	<b>30</b>
<b>Gráfico 8:</b> Índice NIKKEI 225 mensal .....	<b>31</b>
<b>Gráfico 9:</b> Variação anual do PIB japonês (em %) .....	<b>32</b>
<b>Gráfico 10:</b> Taxa anual de desemprego (em %) .....	<b>33</b>
<b>Gráfico 11:</b> Índice salarial real com ajuste sazonal (jan 1990 = 100) .....	<b>33</b>
<b>Gráfico 12:</b> Dívida Pública em porcentagem do PIB (em %) .....	<b>34</b>
<b>Gráfico 13:</b> Taxas de Juros entre 1991 e 1995 (em %) .....	<b>38</b>
<b>Gráfico 14:</b> Taxas de Juros entre 1996 e 2000 (em %) .....	<b>42</b>
<b>Gráfico 15:</b> Hiato do produto e Inflação nos últimos 12 meses (em %) .....	<b>46</b>
<b>Gráfico 16:</b> Variação trimestral do PIB em relação ao período anterior e variação trimestral média do CPI em relação ao mesmo período do ano anterior (em %) .....	<b>55</b>
<b>Gráfico 17:</b> Índice NIKKEI 225 semanal .....	<b>55</b>
<b>Gráfico 18:</b> Valor do balanço do BoJ (em trilhões de ienes) .....	<b>59</b>
<b>Gráfico 19:</b> Tamanho do Balanço: BoJ, FED e ECB (setembro de 2008 = 100) .....	<b>60</b>
<b>Gráfico 20:</b> Taxa de Câmbio entre o Iene Japonês e o Dólar Americano entre 2006 e 2013 .....	<b>62</b>
<b>Gráfico 21:</b> Taxa de Câmbio entre o Iene Japonês e o Dólar Americano x Preço do Barril de Petróleo WTI (em USD) .....	<b>64</b>
<b>Gráfico 22:</b> CPI x CPI excluindo alimentos frescos .....	<b>65</b>
<b>Gráfico 23:</b> Variação da taxa de câmbio e do índice NIKKEI 225 em relação ao mesmo período do ano anterior (em %) .....	<b>68</b>
<b>Gráfico 24:</b> Balanço dos bancos centrais em proporção do PIB (em %) .....	<b>73</b>

**LISTA DE TABELAS**

<b>Tabela 1:</b> Taxa de Concentração de Mercado por Principais Empresas (em %) .....	<b>14</b>
<b>Tabela 2:</b> Mudanças na Proporção da Área utilizada por Agricultores Arrendatários .....	<b>15</b>
<b>Tabela 3:</b> Pacotes de Estímulo Econômico nos anos 1990 (em trilhões de ienes) .....	<b>44</b>

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>11</b>
<b>1. SÉCULO XX.....</b>	<b>12</b>
1.1. Reconstrução pós-Segunda Guerra Mundial.....	12
1.1.1. Dissolução dos zaibatsu.....	13
1.1.2. Reforma agrária.....	14
1.1.3. Democratização do trabalho.....	16
1.2. Estabilização.....	17
1.3. Plano Dodge.....	18
1.4. Guerra da Coreia e Tratado de Paz de São Francisco.....	19
1.5. Crescimento rápido.....	22
1.5.1 Fatores do crescimento.....	24
1.5.2. Estrutura Dual.....	25
1.6. Desaceleração do crescimento e bolha econômica.....	26
1.6.1. Formação da bolha econômica.....	28
1.6.2. Pós-colapso da bolha.....	32
<b>2. POLÍTICA MONETÁRIA NOS ANOS 1990.....</b>	<b>35</b>
2.1. Fim da política de Window Guidance.....	35
2.2. Redução da taxa de juros (1991 - 1995).....	37
2.3. Lei do BoJ de 1997.....	40
2.4. Política de Juros Zero (ZIRP).....	41
2.5. Panorama da Política Fiscal.....	44
2.6. Avaliação de impactos.....	45
<b>3. POLÍTICA MONETÁRIA NO SÉCULO XXI.....</b>	<b>53</b>
3.1. Política de Quantitative Easing (QE).....	53
3.2. Política de Comprehensive Monetary Easing (CME).....	58
3.3. Política de Quantitative and Qualitative Easing (QQE).....	63
3.4. Política de Taxa de Juros Negativa (NIRP).....	65
3.5. Política de Yield Curve Control (YCC).....	69
3.6. Panorama da Política Fiscal.....	73
3.7. Avaliação de impactos.....	76
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>85</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>86</b>

## INTRODUÇÃO

A economia japonesa, ao longo das últimas décadas, tem enfrentado desafios substanciais que moldaram significativamente sua política monetária. Este trabalho propõe uma análise aprofundada da evolução dessa política desde os anos 1990 até os dias atuais, destacando as estratégias adotadas e os desafios enfrentados pelo Banco do Japão (BoJ). Explora-se, inicialmente, o contexto histórico, desde a reconstrução pós-Segunda Guerra Mundial até os desdobramentos da bolha econômica dos anos 1990. Esses eventos não apenas redefiniram a estrutura econômica e social do Japão, mas também estabeleceram os fundamentos para entender as políticas monetárias subsequentes.

A análise da década de 1990 destaca a gestão da crise da bolha econômica, marcada por transformações no ambiente monetário, reformas no BoJ e políticas implementadas para conter os cenários econômicos negativos. Já no século XXI, a política monetária japonesa enfrentou um panorama ainda mais complexo, demandando abordagens inovadoras e adaptativas, como o uso de ferramentas não convencionais. Neste estudo, busca-se não apenas delinear a trajetória histórica da política monetária japonesa, mas também lançar luz sobre os aprendizados e resultados colhidos ao longo do percurso. A compreensão desses elementos contribui para a discussão mais ampla sobre a eficácia das políticas monetárias do país.

## 1. SÉCULO XX

O primeiro capítulo desta monografia contextualiza o cenário da economia japonesa desde o fim da SGM até a crise financeira dos anos 1990, começando pela reconstrução do país após a guerra. Aborda-se a dissolução dos zaibatsu<sup>1</sup>, a reforma agrária e a democratização do trabalho, elementos que redefiniram a estrutura econômica e social do Japão. Além disso, discute-se a estabilização econômica, o Plano Dodge e eventos como a Guerra da Coreia e o Tratado de Paz de São Francisco. Por fim, analisa-se também o rápido crescimento econômico, seus fatores condicionantes e a formação da bolha econômica dos anos 1990, seguida pelo seu colapso. Este capítulo estabelece o contexto necessário para os demais, que detalham e avaliam a política monetária japonesa nas décadas subsequentes.

### 1.1. Reconstrução pós-Segunda Guerra Mundial

O Japão foi deixado em ruínas após a SGM, com a economia em colapso e milhões de pessoas desempregadas. A escassez de energia e alimentos agravou este cenário e a inflação tornou-se um grave problema. Entretanto, a partir da derrota, o país foi ocupado pelas Forças Aliadas, com destaque para as forças americanas, que implementaram o Plano Dodge em 1949, remediando os efeitos da inflação (OHNO, 2017). Além disso, apesar do reconhecimento da existência do governo japonês, as políticas de reforma pós-guerra já haviam sido estruturadas pelos Estados Unidos da América (EUA). Como Nakamura (1995) aponta, as reformas tinham como objetivo a "democratização" e foram resumidas na quarta parte da Política Pós-Rendição, intitulada "Economia".

Dentre as medidas, foram três principais: a primeira foi a "Desmilitarização Econômica", que suspendeu a produção militar, impôs restrições à natureza e à escala de indústrias pesadas, e à posse de navios mercantes. A segunda medida, intitulada "Promoção das Forças Democráticas", incentivou a formação de sindicatos e associações agrícolas, e permitiu a atuação de atividades anteriormente ilegais. Também foi incentivada a eliminação da concentração na produção e nos direitos de propriedade, observada a partir da política de depuração de líderes empresariais e da dissolução dos zaibatsu. A terceira medida,

---

<sup>1</sup> Antigos conglomerados empresariais japoneses, dominantes na Era Meiji (1868 - 1912). Controlavam setores diversos e foram desfeitos após a SGM.

"Retomada da Atividade Econômica Pacífica", enfatizou a responsabilidade do Japão por sua situação econômica, sendo o responsável pela sua reconstrução. Isso incluiu a obrigação de fornecer bens e serviços para o Exército de Ocupação, distribuir bens de forma justa e pagar reparações de guerra (STATE-WAR-NAVY COORDINATING COMMITTEE, 1945).

Entende-se que dentre estas reformas, três medidas tiveram um impacto significativo na reconstrução econômica do Japão após a SGM: a dissolução dos zaibatsu, a reforma agrária e a democratização do trabalho (NAKAMURA, 1995).

### **1.1.1. Dissolução dos zaibatsu**

Os zaibatsu foram responsáveis por introduzir rapidamente várias indústrias no Japão, e tinham força suficiente para colocá-las em um patamar consolidado, modernizando o país (NAKAMURA, 1995). No entanto, foram acusados de controlar a economia japonesa em um modelo semifeudal, mantendo baixos salários, bloqueando o desenvolvimento sindical e impedindo a criação de empresas por empreendedores independentes (EDWARDS, 1946).

Para lidar com esses problemas, o governo dos EUA, por meio da ocupação, iniciou o processo de dissolução dos zaibatsu. Assim, a primeira medida foi a quebra das empresas controladoras e a venda de suas ações para o público. Segundo Nakamura (1995), até 1951, 165 milhões de ações, avaliadas em 7,57 bilhões de ienes, foram vendidas. Junto a isso, os líderes dos zaibatsu, incluindo membros das famílias fundadoras, foram proibidos de continuar suas atividades empresariais. Ademais, uma série de políticas de democratização das associações industriais foram adotadas, entre elas a Lei Antimonopólio de abril de 1947, que se tornou um princípio básico da economia japonesa do pós-guerra.

Ainda em 1947, foi aprovada a Lei de Eliminação de Concentração Excessiva de Poder Econômico, que estipulava que empresas com controle expressivo de mercado deveriam ser reduzidas em tamanho. Dessa forma, com base nessa legislação, 325 empresas foram divididas em unidades menores. No entanto, a aplicação foi flexibilizada pelas autoridades da ocupação devido à urgência de acelerar a reconstrução da economia (NAKAMURA, 1995).

Por fim, Nakamura (1995) analisa que, mesmo com uma aplicação branda da legislação, os índices de concentração de mercado dos principais produtores na maioria dos setores foram reduzidos após a guerra (Tabela 1). Dessa forma, entende-se que as medidas adotadas contribuíram para o estabelecimento da competição acirrada que caracterizou a indústria pós-guerra no Japão. Além disso, entende-se que as medidas estabeleceram uma estrutura de mercado adequada, fator essencial no crescimento econômico, reafirmando a eficácia das políticas de dissolução dos zaibatsu e de desmonopolização adotadas pelas forças de ocupação.

Tabela 1: Taxa de Concentração de Mercado por Principais Empresas (em %).

	1937		1950		1962	
	Top 3 empresas	Top 10 empresas	Top 3 empresas	Top 10 empresas	Top 3 empresas	Top 10 empresas
Ferro Gusa	97,8		88,7	93	27,7	38,4
Ligas de ferro	51,2	60	48,8	81,2	34,6	69,3
Aço laminado	56,2	81,3	49,6	77,1	49,8	78,9
Chapa de ferro	19,9	85,5	32,8	70,3	37,6	73,6
Aço de forno elétrico	74,9	100	73,4	100	65,3	100
Navios de aço	67,5	96,7	39,1	94,1	37,7	75,5
Sulfato de amônio	60,6	93,5	41,2	87,3	32,7	78,2
Super fosfato de cal	46,6	80,6	47,3	89,7	32	72,5
Soda Cáustica	55,1	86,5	33,8	71,1	23,5	59,8
Corantes Sintéticos	56,3	70,1	75,2	92,7	64,8	88,8
Celulose	77,7	91,2	69,2	89,2	80,6	95
Filamento de Raiom	36,5	76,1	70,8	100	60,5	100
Algodão	33,9	59,1	35,1	88,1	16,6	48,2
Têxteis de algodão	16,5	30,6	18,6	44,2	6,6	17,2
Polpa	65,2	85,3	39,5	73	30,5	60,6
Papel	83,1	99,3	57	80,3	39,9	65,9
Molho de soja	20,1	28,2	16,7	23,7	25,3	30,3
Cimento	40,1	78,5	55,9	91,3	47,1	82
Carvão	35,4	60,6	35,9	59,6	31	55,8
Comércio exterior	35,1	51,7	13	30,5	24,8	50,5
Bancos	25,8	61,1	21,8	59,6	19,9	54,5
Transporte Marítimo	29,8	46,8	18,1	33,1	22,8	56,6
Seguros de Vida	41,4	81,6	47,2	83,7	43,5	85,1
Armazenagem	37,8	61,4	25,2	37,4	20,6	31,2

Fonte: Nakamura (1995).

### 1.1.2. Reforma agrária

Segundo Nakamura (1995), foi estabelecida pelo Ministério da Agricultura e Florestas uma reforma ampla, firmando que toda a terra de proprietários improdutivos e todas as terras

maiores que um cho<sup>2</sup> pertencentes a proprietários que residiam nas aldeias rurais, seriam compradas pelo governo para redistribuição. Assim, o governo atuaria como intermediário na compra e venda de terras, e essa seria uma das características mantidas do primeiro projeto do Ministério.

Ao avaliar do ponto de vista de aumento da produtividade, a reforma agrária foi um sucesso. Além disso, a proporção de área agrícola total trabalhada por arrendatários foi reduzida de quase 50% para cerca de 10% (Tabela 2). Após a transferência dos direitos de propriedade, as melhorias na terra foram realizadas em grande escala e combinadas com a introdução de novas tecnologias de cultivo de arroz para aumentar a produtividade agrícola. Do ponto de vista econômico, os avanços tecnológicos e o aumento de renda nas áreas rurais, com o tempo também causaram uma expansão dos mercados internos. Sendo assim, a reforma agrária se mostrou fundamental para a recuperação econômica do Japão após a guerra, apresentando efeitos duradouros no país (NAKAMURA, 1995).

Tabela 2: Mudanças na Proporção da Área utilizada por Agricultores Arrendatários.

Região	Área agrícola total (1000 cho)	Proporção do total de terras utilizada por agricultores arrendatários (%)	
		Novembro de 1946	Agosto de 1950
Hokkaido	726	48,7	6,7
Tohoku	813	48,2	8,4
Kanto	874	50,6	12,5
Hokuriku	426	49	9,1
Tozan	298	43,4	10,3
Tokai	343	50,5	12,4
Kinki	352	44,9	13,6
Chugoku	398	40,3	10,2
Shikoku	220	43,5	10
Kyushu	706	41	10,3
Total	5156	45,9	10,1
Total, excluindo Hokkaido	4430	45,5	10,7

Fonte: Nakamura (1995).

<sup>2</sup> O cho é uma unidade de medida tradicional de área utilizada no Japão. Equivale a aproximadamente 1 hectares no sistema de medida métrico.



### 1.1.3. Democratização do trabalho

Segundo Nakamura (1995), a democratização do trabalho foi uma estratégia fundamental para a reconstrução do Japão. Para isso, foram promulgadas três leis trabalhistas: a Lei dos Sindicatos, a Lei dos Padrões de Trabalho e a Lei de Ajuste de Relações de Trabalho. Isso permitiu que a proporção de trabalhadores sindicalizados crescesse rapidamente, de zero em 1945 para quase 55,8% em 1949, uma taxa alta ao considerar que a taxa americana no período é 31,9% (THE JAPAN INSTITUTE FOR LABOUR POLICY AND TRAINING, 2009; TROY, 1965).

Os sindicatos se fortaleceram por meio de uma rápida conversão das Associações Industriais Patrióticas<sup>3</sup> em sindicatos empresariais e de uma mobilização de ativistas trabalhistas que já estavam envolvidos no movimento sindical antes da guerra. No entanto, apesar do apoio inicial das forças de ocupação às atividades dos sindicatos considerados de esquerda, a sombra da Guerra Fria transformou rapidamente a política liberal em repressão. Ainda assim, os sindicatos conseguiram pressionar por melhorias nas condições de trabalho, com destaque para o aumento real dos salários, que foi significativo no início do processo de recuperação (NAKAMURA, 1995).

Ademais, a manifestação dos sindicatos por condições de trabalho melhores em troca de lealdade à empresa e a aceitação do sistema de emprego vitalício<sup>4</sup> foram vitórias importantes que melhoraram a qualidade de vida dos trabalhadores. Junto a isso, a prática dos sindicatos de realizar ofensivas anuais de aumento de salários, somada ao aumento de renda dos fazendeiros, contribuiu para o desenvolvimento da economia, expandindo o consumo doméstico. Embora existisse resistência por parte dos empresários a esses aumentos salariais, eles foram significativos para preparar o terreno para o subsequente crescimento (NAKAMURA, 1995).

---

<sup>3</sup> Associações Industriais Patrióticas japonesas foram grupos organizados antes da SGM, nos quais empresas colaboraram para apoiar objetivos nacionais, promovendo uma produção eficiente e reduzindo a concorrência interna.

<sup>4</sup> O sistema de emprego vitalício refere-se a uma prática em que as empresas contratavam funcionários com a expectativa de oferecer-lhes emprego permanente até a aposentadoria. Em contrapartida, esperava-se dos empregados dedicação e lealdade à empresa ao longo de suas carreiras. Este modelo proporcionava estabilidade aos trabalhadores, incluindo salários regulares, benefícios e oportunidades de promoção interna, criando um vínculo de longo prazo entre as partes.

## 1.2. Estabilização

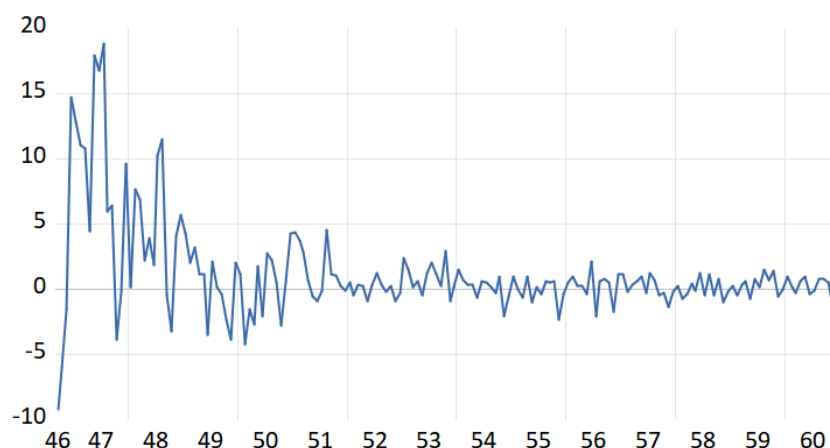
Inicialmente, os aliados se recusaram a ajudar na reconstrução da economia japonesa, alegando que essa tarefa era responsabilidade do próprio povo japonês. Além disso, o exército de ocupação exigiu reparações do país e propuseram um programa rigoroso de reparos em 1945, que incluía a remoção de fábricas de aeronaves, metais leves e rolamentos, e a redução da capacidade de produção de aço para 2,5 milhões de toneladas, retrocedendo o Japão ao nível industrial de 1926. No entanto, com a implementação das Medidas Financeiras de Emergência em 1946, em conjunto com a introdução de um imposto sobre ativos, as autoridades da ocupação cancelaram a exigência do pagamento de indenizações (NAKAMURA, 1995).

Neste cenário, o governo japonês desenvolveu procedimentos que permitiram que as empresas e instituições financeiras consolidassem seus fundos de capital e que suas dívidas fossem liquidadas. Com o capital restante na forma de instalações de produção, matérias-primas e estoques, as empresas começaram a produzir novamente. Além disso, o governo japonês estabeleceu um Departamento de Finanças para Reconstrução e um Banco de Reconstrução para fornecer fundos para a reestruturação e investir em empresas industriais subutilizadas (NAKAMURA, 1995).

Ademais, foi estabelecido o sistema de produção prioritária, que financiava a importação de petróleo bruto para a indústria de carvão e aço, setores que eram fundamentais para a recuperação da produção industrial. Neste caso, o objetivo era investir na produção de aço, a fim de aumentar a produção de carvão, e assim por diante, até que a produção de carvão pudesse ser canalizada gradualmente para outros setores básicos e apoiar uma recuperação industrial geral. O sistema começou a funcionar em 1947, e a meta anual de produção de carvão de 30 milhões de toneladas foi alcançada com o investimento prioritário dos fundos do Banco de Reconstrução nas indústrias de carvão e aço, recrutando trabalhadores em grande escala. Como resultado dessas medidas, a partir de 1948, foi possível fornecer o carvão para as indústrias-chave, o que contribuiu para a recuperação econômica do país (NAKAMURA, 1995).

Embora a produção tenha aumentado, ocorreu uma sobrecarga de oferta monetária, que estimulou os preços. A inflação aumentou em uma média de 9,2% por mês em 1947, e continuou a subir a um ritmo elevado de 4,2% mensalmente em 1948 (Gráfico 1). Por consequência, foi elaborado um conjunto abrangente e amplo de políticas que, juntamente da revitalização da produção através do sistema de produção prioritária, que tinham como objetivo revisar a estrutura de preços oficial e conter a inflação. No entanto, antes que os efeitos dessa política se tornassem evidentes, o rigoroso Plano Dodge foi implementado pelas Forças de Ocupação (NAKAMURA, 1995).

Gráfico 1: Variação mensal do CPI (em %).



Fonte: Ministério dos Assuntos Internos e Comunicações do Japão.

### 1.3. Plano Dodge

O Plano Dodge foi um programa abrangente de políticas fiscais e monetárias desenvolvido pelo presidente do banco de Detroit, Joseph Dodge, enviado ao Japão como conselheiro financeiro do Comandante Supremo dos Poderes Aliados (SCAP)<sup>5</sup> em 1949. O Plano Dodge foi visto como um desafio porque suas políticas contrastavam com as políticas econômicas adotadas pelo governo japonês, que enfatizavam o controle estatal da economia,

<sup>5</sup> O general Douglas MacArthur ocupou a posição de Comandante Supremo dos Poderes Aliados durante o período de ocupação americana no Japão após a SGM.

a manutenção de altos preços para os produtores nacionais e a promoção de pequenas e médias empresas. No entanto, o governo japonês conseguiu persuadir o SCAP a permitir uma abordagem mais gradual e flexível para a implementação do Plano Dodge, que só foi aprovado e implementado em 1950 (NAKAMURA, 1995).

O plano estabeleceu três políticas básicas para a economia do Japão. Em primeiro lugar, Dodge propôs um orçamento equilibrado, que produzisse superávits fiscais e resgatasse títulos mais rapidamente do que o exigido legalmente. Em segundo lugar, novos empréstimos do Banco de Reconstrução foram suspensos, a fim de cortar a oferta de moeda, vista como a causa fundamental da inflação. Por fim, o plano propôs a redução e eliminação de subsídios. Assim, todos os subsídios que até então não haviam sido divulgados, como aqueles para compensar os déficits na conta especial de fundos comerciais, foram colocados no orçamento (NAKAMURA, 1995).

Dodge também estabeleceu uma única taxa de câmbio em 1949, 360 ienes para um dólar, forçando as empresas a elaborar estratégias para se tornarem competitivas internacionalmente e atingirem independência de subsídios do governo. Essa pode ter sido a principal consequência da implementação do Plano Dodge. Na interpretação das autoridades japonesas, a implementação rigorosa do plano poderia ter levado muitas empresas à falência, o que levou o Ministério das Finanças (MoF) e o Banco do Japão (BoJ) a adotar uma política monetária expansionista. Essa medida mudou o caráter deflacionário do Plano Dodge para um caráter desinflacionário. O resultado destes contrapontos entre as autoridades japonesas e Dodge foi o estabelecimento de ligações entre empresas e instituições financeiras, o surgimento dos grupos financeiros keiretsu<sup>6</sup>, o aumento dos empréstimos bancários e o fortalecimento do controle do BoJ sobre os bancos (NAKAMURA, 1995).

#### **1.4. Guerra da Coreia e Tratado de Paz de São Francisco**

A eclosão da Guerra da Coreia em junho de 1950 mudou o cenário econômico de reconstrução e estabilização que vinha se estabelecendo. Como aponta Nakamura (1995), a

---

<sup>6</sup> Redes empresariais japonesas interligadas por participação acionária e laços financeiros, surgidas após a SGM para suceder os zaibatsu.

guerra gerou uma demanda mundial por bens estratégicos, o que impulsionou o comércio mundial em cerca de 34% entre 1950 e 1951, resultando em um aumento de cerca de 19 bilhões de dólares em relação ao ano anterior. Essa busca teve um impacto na economia japonesa, que respondeu com um forte crescimento econômico, impulsionado pelo aumento das exportações, produção e emprego.

As exportações japonesas aumentaram 2,7 vezes de 1949 a 1951, enquanto a produção cresceu quase 70%. Esse crescimento acelerado foi importante para a recuperação econômica das empresas que sofriam com o peso da reconstrução. No entanto, o ponto mais importante para a economia japonesa naquele momento foi a renda em moeda estrangeira proveniente das compras especiais do exército dos EUA. Tais compras geraram uma enorme quantidade de dólares para a época: 590 milhões em 1951 e mais de 800 milhões tanto em 1952 quanto em 1953. Com as exportações japonesas girando em torno de 1,3 bilhões de dólares na época, essa enorme renda elevou o teto da balança comercial do país repentinamente, permitindo que o Japão importasse cerca de 2 bilhões de dólares por ano (NAKAMURA, 1995).

Para Nakamura (1995), isso significou que as principais indústrias que dependiam da importação de matérias-primas poderiam praticamente dobrar a sua escala de produção. Assim, a Guerra da Coreia estimulou o investimento em plantas industriais e equipamentos e inovação tecnológica, incentivando muitas indústrias a importar tecnologia do exterior para expandir sua capacidade produtiva. No entanto, a então capacidade produtiva insuficiente das indústrias de base limitou a expansão da produção, fazendo com que a reconstrução econômica fosse observada principalmente nas quatro indústrias-chave: energia elétrica, aço, transporte marítimo e carvão.

Neste contexto, em 1951 e 1952, o Japão implementou políticas de acumulação de capital para sua reconstrução industrial, que foram um modelo para as políticas industriais do país no pós-guerra, medidas importantes foram criadas para promover a acumulação de capital e inovação tecnológica. Uma delas foi a criação do Banco de Desenvolvimento do Japão, que assumiu os ativos e passivos do Banco de Reconstrução e forneceu empréstimos de baixo custo para equipamentos e instalações para indústrias-chave. Além disso, em 1951, uma reforma tributária foi implementada, adotando um sistema proporcional de imposto

corporativo e enfatizando medidas especiais de impostos para promoção de investimentos em equipamentos e instalações e exportações (NAKAMURA, 1995).

Ademais, a Lei de Promoção da Racionalização Empresarial estabeleceu um sistema de depreciação especial para máquinas importantes, permitindo que as empresas reduzissem sua carga tributária quando faziam investimentos em equipamentos e instalações. Já em 1953, foram implementadas outras medidas para promover a acumulação de capital, como a isenção de impostos sobre a transferência de valores mobiliários, deduções fiscais sobre receitas de exportação, um sistema de reservas contra perdas de exportação, um sistema de isenção fiscal sobre produtos-chave, a expansão de um fundo de reserva de falência e outras medidas fiscais favoráveis aos negócios. Tais medidas favoreceram a acumulação de capital e se tornaram a base do sistema tributário empresarial subsequente (NAKAMURA, 1995).

Outra política importante implementada pelo governo japonês foi o sistema de alocação de câmbio, criado em 1949 para equilibrar os pagamentos internacionais. O governo criou um orçamento de importação para cada trimestre, alocando moeda estrangeira para cada item e autorizando um volume fixo de importações. Esse sistema, em princípio, restringia o valor total das importações, mas acabou sendo um meio de proteção da indústria nacional. Por exemplo, foram impostas restrições extremas às importações de automóveis, criando condições para o desenvolvimento da indústria automobilística nacional (NAKAMURA, 1995).

Neste cenário, as empresas japonesas começaram a investir pesadamente em plantas industriais e a participar de cooperações técnicas com empresas estrangeiras para compensar limitações advindas da reconstrução pós-guerra. O número de acordos de importação de tecnologia por meio de cooperação técnica cresceu rapidamente de 27 em 1950 para 82 em 1954. Assim, para promover e proteger a cooperação técnica no exterior, a Lei de Capital Estrangeiro e a Ordem de Administração de Câmbio Estrangeiro foram estabelecidas.

A cooperação foi incentivada como uma forma de ajudar as empresas a reconstruir suas capacidades de manufatura e competir no mercado internacional. Junto a isso, a tecnologia desenvolvida durante a guerra foi comercializada para a indústria em geral, especialmente nas indústrias de maquinários, refino de petróleo e petroquímica. Como

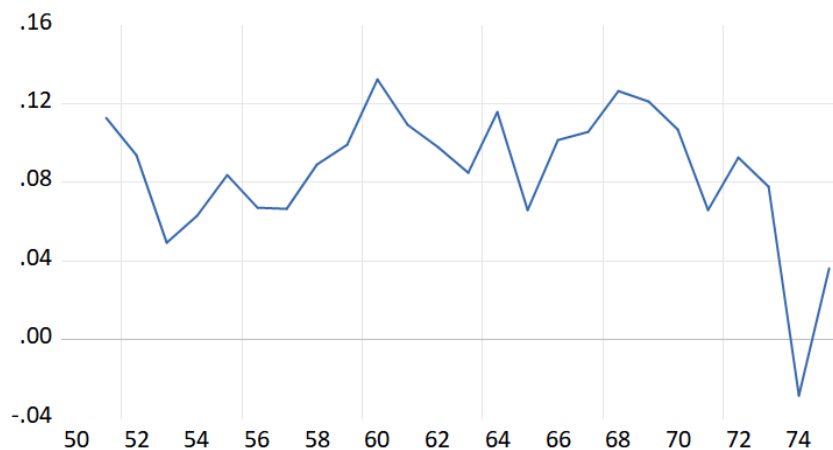
resultado, as empresas adquiriram as mais recentes tecnologias estrangeiras e as integraram em seus processos de produção, permitindo-lhes melhorar sua produtividade e competitividade (NAKAMURA, 1995).

Em 1951, o Japão retornou oficialmente à independência após anos de ocupação pelos EUA após a SGM, com a assinatura do Tratado de Paz de São Francisco e do Tratado de Segurança EUA-Japão. Tais acordos permitiram que o Japão se concentrasse na reconstrução e no desenvolvimento econômico, enquanto a defesa ficou a cargo do exército dos EUA. Com o início dessa nova era, o governo japonês implementou várias revisões de políticas, principalmente no setor industrial. Uma das mudanças mais significativas foi a revisão da Lei Antimonopólio em 1953, que permitiu cartéis depressivos e de racionalização, relaxou as restrições sobre retenção de estoques, diretorias interligadas e fusões (NAKAMURA, 1995).

### **1.5. Crescimento rápido**

Dada a conjuntura previamente estabelecida, a economia japonesa adentrou um processo de crescimento caracterizado por um ciclo virtuoso, seguindo em: expansão da demanda, aumento da produção, crescimento de renda, aumento do consumo, posterior crescimento de renda, aumento da poupança, incremento do investimento, culminando na expansão da capacidade produtiva (DENISON; CHUNG, 1976). Este período de rápido crescimento, que abrangeu da década de 1950 até o início da década de 1970, registrou um crescimento anual médio do PIB real japonês de 9,6% ao ano, no intervalo de 1955 a 1972 (Gráfico 2).

Gráfico 2: Taxa real de crescimento do PIB.



Fonte: Penn World Table.

Apesar das críticas por supostamente privilegiar determinadas indústrias-chave e grandes corporações, a abordagem do governo foi amplamente aceita pela maioria dos japoneses, visando elevar os níveis de renda no país. Nesse contexto, planos econômicos de médio prazo, principalmente o Plano de Duplicação da Renda Nacional de 1960, desempenharam um papel significativo. Entretanto, é importante observar que, apesar do sucesso atribuído a essas estratégias, elas também deram origem às problemáticas associadas à estrutura dual da economia. Esta estrutura é caracterizada pela notável disparidade de produtividade, remuneração e demais condições entre indústrias beneficiadas e aquelas que não foram favorecidas pela política. Assim, observa-se significativa disparidade de competitividade entre os setores de indústrias pesadas em contraponto aos setores voltados para bens de consumo e serviços. Os desafios atrelados a esta dualidade se mostram particularmente no contexto das reformas estruturais na economia japonesa (OTSUBO, 2007).



### 1.5.1 Fatores do crescimento

Segundo Otsubo (2007), do lado da demanda, a emergência de novos produtos e o desenvolvimento acelerado da produção de bens de consumo duráveis foram elementos-chave no crescimento acelerado. Além disso, a competitividade internacional do Japão foi impulsionada por melhorias na qualidade dos produtos e pela manutenção de uma taxa de câmbio subvalorizada, o que resultou em um crescimento significativo na demanda por exportações japonesas. Esses fatores, combinados, contribuíram para um forte crescimento econômico, ainda que a expansão da capacidade produtiva muitas vezes não conseguisse acompanhar o ritmo da demanda.

Ainda de acordo com Otsubo (2007), o crescimento também foi impulsionado por uma série de fatores do lado da oferta. A taxa de crescimento da população em idade ativa era elevada, promovendo uma significativa migração de jovens trabalhadores das áreas rurais para os centros urbanos. Aumentos na taxa de poupança das famílias também foram observados, fornecendo os recursos necessários para sustentar o crescimento dos investimentos. Ademais, o incremento nos níveis de educação superior contribuiu para o desenvolvimento acelerado do capital humano (DENISON; CHUNG, 1976).

Em 1960, o Gabinete do Primeiro-Ministro adotou o Plano de Duplicação da Renda Nacional, projetando uma taxa de crescimento anual de 7,8% entre 1960 e 1970, com o objetivo de duplicar o PIB real ao longo dessa década (NAKAMURA, 1995). No entanto, como visto anteriormente, a economia japonesa superou significativamente essas projeções, demonstrando um ritmo de crescimento ainda mais acelerado (Gráfico 2).

Sofrer o processo de industrialização tardia também foi crucial para que ocorresse um crescimento rápido e sustentado da economia japonesa. O processo de tentar alcançar em nível economias de expressão global trouxe consigo algumas vantagens. Em primeiro lugar, facilitou o progresso tecnológico, visto que a importação de tecnologia estrangeira recebeu alta prioridade na alocação de moeda estrangeira. Ademais, técnicos e trabalhadores da indústria possuíam habilidades técnicas e conhecimento suficientes para utilizar, emular e aprimorar as tecnologias importadas (OTSUBO, 2007).

Além disso, o ambiente de negócios estrangeiro serviu como uma valiosa referência para o futuro, permitindo que as empresas japonesas evitassem os riscos associados ao desenvolvimento de novas operações. Por fim, para empresas de manufatura, o sucesso nas vendas nos mercados das economias desenvolvidas representou uma poderosa demonstração da qualidade e competitividade de seus produtos no mercado doméstico. Esta situação promoveu esforços massivos na exportação de produtos, resultando em melhorias na produtividade, desenvolvimento de novas tecnologias, controle de qualidade e fortalecimento da competitividade (OTSUBO, 2007).

No entanto, também existiram entraves ao crescimento, sendo um dos principais a restrição do balanço de pagamentos. Tendo em vista que a expansão da economia japonesa desencadeou um aumento nas importações, resultando na criação e ampliação do déficit comercial, o BoJ adotou medidas de restrição monetária para proteger o valor da moeda local, que estava vinculada a uma taxa de câmbio fixa. Essa restrição, implementada por meio da redução do fornecimento de empréstimos às instituições financeiras e do aumento da taxa de juros, impactou significativamente a concessão de crédito bancário ao setor empresarial, dependente de empréstimos. Dessa forma, observou-se a desaceleração dos investimentos fixos e, conseqüentemente, do ritmo de crescimento, resultando em uma melhora no balanço externo. Com o tempo, deu-se a flexibilização da política monetária, e a economia japonesa avançou para a próxima fase de expansão, com uma rápida recuperação no fornecimento de crédito e investimento (NAKAMURA, 1995).

### **1.5.2. Estrutura Dual**

Por fim, o setor exportador do Japão estabeleceu uma vantagem comparativa na sua produtividade, impulsionada pelas características específicas do mercado de trabalho, pelas redes de fornecedores dos keiretsu e por uma estrutura robusta de governança corporativa. Este modelo de desenvolvimento inevitavelmente limitou a competitividade ao evitar a entrada e, em alguns casos, a saída de concorrentes. No entanto, a forte competição internacional equilibrou as desvantagens associadas à competição limitada do ambiente interno (OTSUBO, 2007).

Entretanto, apesar do sucesso no setor exportador, os setores domésticos e não-industriais da economia japonesa ficaram para trás, pois estavam efetivamente isolados da competição global. Além disso, as intervenções governamentais no mercado, regulamentações excessivas, subsídios fiscais e financeiros, e a proteção dos mercados domésticos contra serviços importados e investimentos diretos estrangeiros, prejudicaram a competição saudável nesses setores. Assim, o crescimento da produtividade deste setor não foi similar em comparação ao observado no setor exportador (OTSUBO, 2007).

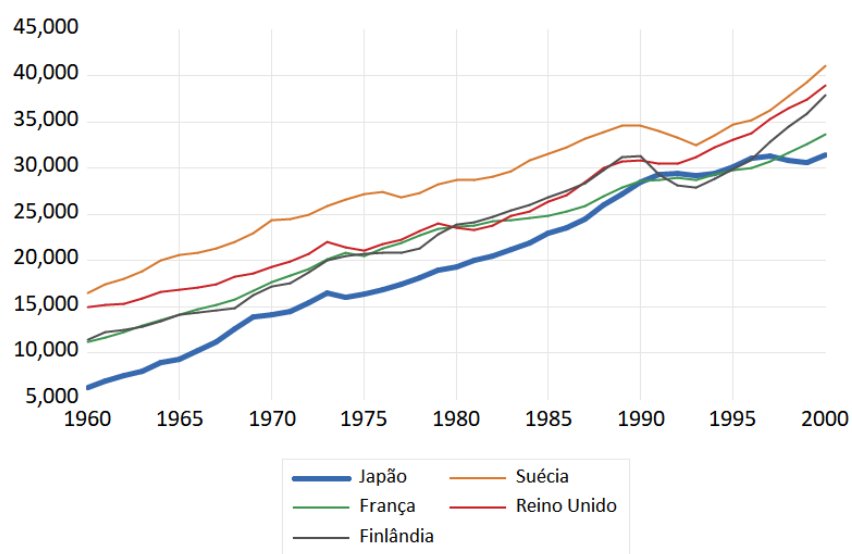
### **1.6. Desaceleração do crescimento e bolha econômica**

O objetivo de alcançar em nível economias de grande expressão global foi atingido ainda nos anos 1980, evidenciado pelo PIB per capita (Gráfico 3). No entanto, ficou evidente que esse sistema não conseguiu se adaptar às demandas emergentes pós-nivelamento, apresentando limitações nas estratégias de formação de consenso<sup>7</sup>, ações coletivas e liderança governamental. Neste cenário, as empresas japonesas viram-se sem referenciais claros, forçando-as a desenvolver suas próprias estratégias para permanecerem competitivas, especialmente no setor manufatureiro. Assim, diante da competição global e da valorização do iene desde a década de 1970, essas empresas adotaram uma abordagem proativa, concentrando-se na maximização da produtividade. Para alcançar esse objetivo, reformas significativas foram implementadas, incluindo mudanças no ambiente bancário, como o fim do sistema de banco principal (OTSUBO, 2007).

---

<sup>7</sup> A formação de consenso, ou “nemawashi”, envolve um processo de discussões e consultas informais com indivíduos ou grupos relevantes para obter suas opiniões, abordar preocupações e construir um consenso antes de apresentar uma proposta ou decisão a um grupo maior ou autoridade superior. Esta estratégia foi utilizada pelo governo japonês nas tomadas de decisão econômicas e de reformas estruturais.

Gráfico 3: Comparação do PIB per capita entre países (US\$ constantes de 2015).



Fonte: Banco Mundial.

O sistema de banco principal é caracterizado por relações intensas entre grandes bancos comerciais e seus clientes industriais e comerciais, implicando no monitoramento próximo por parte do banco, reunindo informações que não estariam disponíveis normalmente sobre os planos e desempenho da empresa. Em contrapartida, caso a empresa enfrente dificuldades financeiras, o banco principal assume uma responsabilidade especial de suporte e reestruturação, caso isso faça sentido economicamente (PATRICK, 1997). No entanto, na década de 1970, as principais empresas manufactureiras começaram a buscar fontes de financiamento além destas instituições financeiras tradicionais. Na década de 1980, instrumentos do mercado de capitais, como venda de participação acionária e notas promissórias, ganharam destaque nas finanças corporativas japonesas.

Assim, a mudança nas práticas de financiamento levou as instituições financeiras a procurarem novos clientes nos setores de construção, imobiliário e financeiro não bancário (HAYASHI; PRESCOTT, 2002). Segundo Otsubo (2007), a falta de informações adequadas sobre esses novos tomadores resultou em empréstimos garantidos por colaterais imobiliários, cujos valores eram frequentemente baseados em avaliações futuras otimistas. Essa prática, contribuiu para a formação de uma bolha econômica, alimentada pela desconexão entre os

valores atribuídos aos colaterais e a realidade dos riscos envolvidos nas atividades dos novos clientes.

### **1.6.1. Formação da bolha econômica**

A formação da bolha econômica no Japão durante a segunda metade da década de 1980 foi impulsionada por uma série de fatores interconectados. As instituições bancárias, competindo para aumentar o fornecimento de empréstimos e investimentos, muitas vezes deixavam de avaliar adequadamente seus riscos associados. Além disso, as medidas de estímulo econômico adotadas pelo BoJ em resposta à valorização do iene após o Acordo de Plaza<sup>8</sup> contribuíram para o aumento da especulação (OTSUBO, 2007).

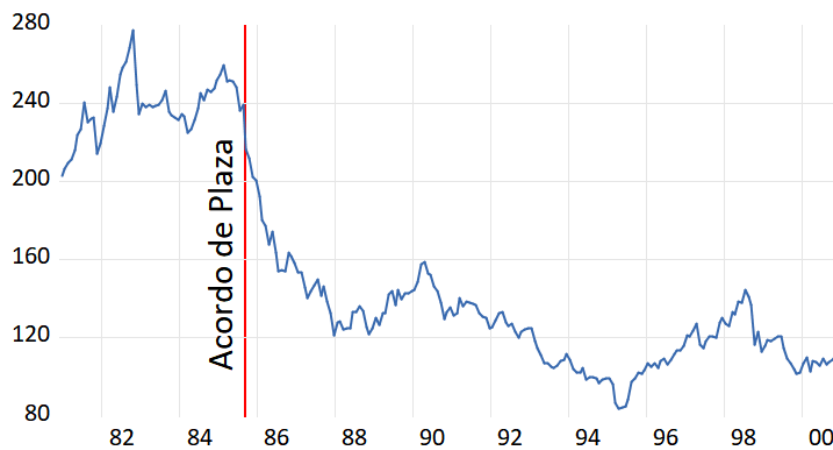
Para Otsubo (2007), a falta de uma governança corporativa sólida, tanto em entidades financeiras quanto não financeiras, desempenhou um papel crucial no processo especulativo. Isso, junto à busca por segurança trabalhista promovida pelas práticas de emprego de vitalício, ampliaram ainda mais a expansão contínua das empresas para oferecer um número suficiente de cargos na hierarquia corporativa. O governo, por sua vez, evitava recessões para manter o desemprego baixo, criando um ciclo que alimentava a bolha econômica.

A assinatura do Acordo de Plaza em 1985 exacerbou a situação ao desencadear uma apreciação do iene e impactar as exportações japonesas (Gráficos 4 e 5). Apesar da redução significativa nas exportações, o governo japonês, temendo uma recessão, implementou medidas de estímulo fiscal, enquanto o BoJ adotou uma política monetária expansionista. Essa estratégia, mantida mesmo com o surgimento da especulação nos mercados imobiliário e acionário, contribuiu para a formação da bolha (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2011).

---

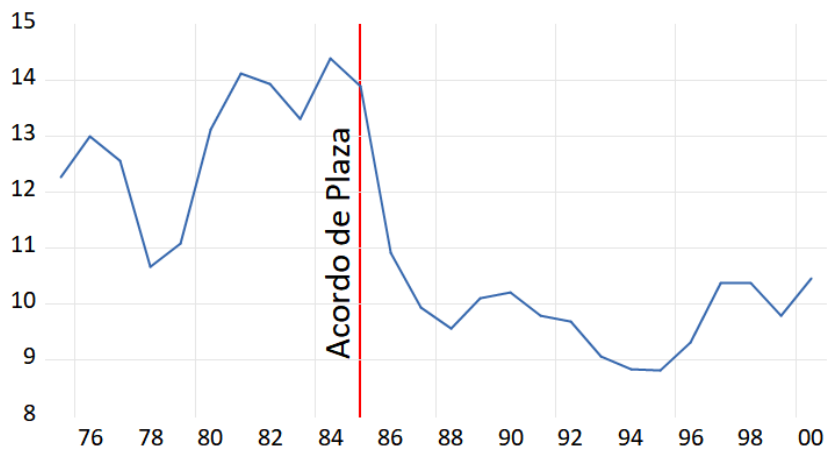
<sup>8</sup> O Acordo de Plaza de 1985 foi um entendimento entre as principais nações industrializadas, visando conter a valorização excessiva do dólar. Assinado por EUA, Japão, Alemanha Ocidental, França e Reino Unido, o acordo envolveu intervenções coordenadas no mercado de câmbio para depreciar o dólar e aumentar a competitividade das exportações.

Gráfico 4: Taxa de Câmbio entre o Iene Japonês e o Dólar Americano.



Fonte: Federal Reserve Board.

Gráfico 5: Participação das exportações no PIB japonês (em %).

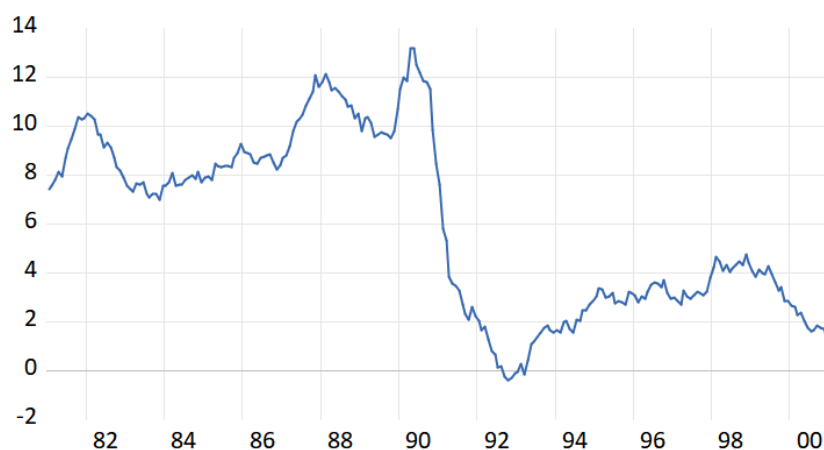


Fonte: Banco Mundial.

Para Otsubo (2007), a política de redução das taxas de juros entre 1986 e 1987, com a taxa oficial do BoJ caindo de 5% para 2,5% e permanecendo inalterada até maio de 1989, intensificou o cenário especulativo. Além disso, entende-se que a expansão dos agregados

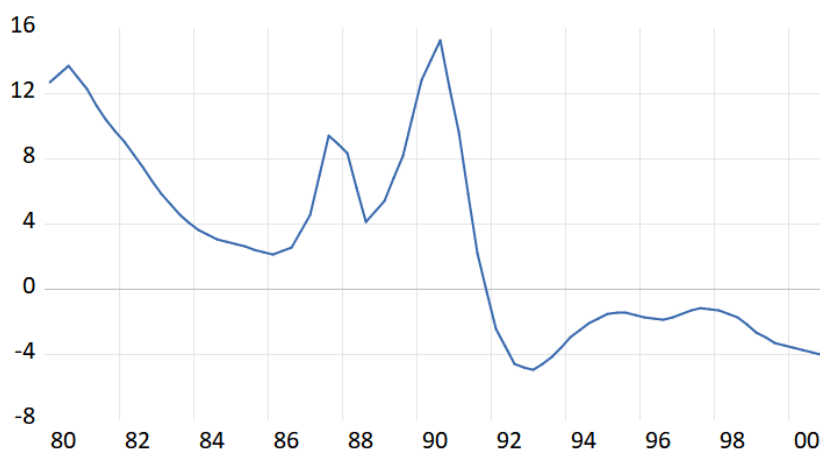
monetários, ao atingir dois dígitos, também alimentou a inflação, especialmente nos mercados de ativos (Gráfico 6). Por fim, os preços de imóveis e das ações aumentaram consideravelmente em todo o país, contribuindo para a espiral especulativa (Gráficos 7 e 8).

Gráfico 6: Variação mensal em relação ao mesmo período do ano anterior do agregado monetário M3, com ajuste sazonal (em %).



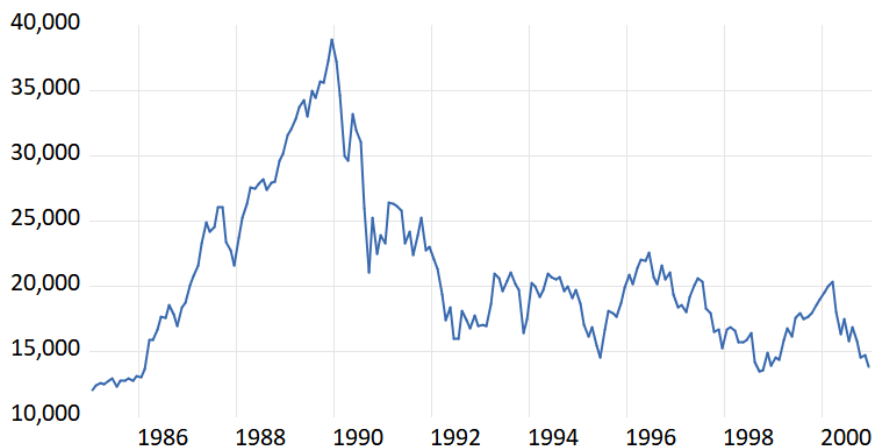
Fonte: OCDE.

Gráfico 7: Variação do preço de residências no Japão em relação ao mesmo trimestre do ano anterior (em %).



Fonte: BIS.

Gráfico 8: Índice NIKKEI 225 mensal.



Fonte: Yahoo Finanças.

O otimismo em relação ao futuro cenário econômico levou a uma alocação significativa de recursos financeiros para projetos empresariais domésticos e no exterior. No entanto, as instituições financeiras, não avaliaram adequadamente os riscos de crédito. Buscando novos clientes nos setores de construção, imobiliário e financeiro não bancário, elas ofereciam empréstimos com garantia de imóveis, gerando uma espiral nos valores dos imóveis e na concessão de empréstimos (HAYASHI; PRESCOTT, 2002).

Por outro lado, como aponta Yukio (1994), o sistema tributário japonês, por ser complexo e propício a distorções, também desempenhou um papel significativo na formação da bolha. Disposições específicas acerca de impostos sobre imóveis foram exploradas para especulação, contribuindo para o aumento dos preços da terra, especialmente em áreas urbanas. Por exemplo, o alto imposto sobre herança incentivou a busca por empréstimos para evitar a taxaço. Ademais, os ganhos de capital sobre imóveis não eram tributados até a venda, incentivando a especulação por parte de indivíduos e empresas.

Por fim, a Lei de Arrendamento de Terra, criada durante a SGM, também contribuiu para a formação da bolha econômica. Isso porque a lei renovava automaticamente os contratos de aluguel, impedindo proprietários de aumentar os aluguéis acima do preço de

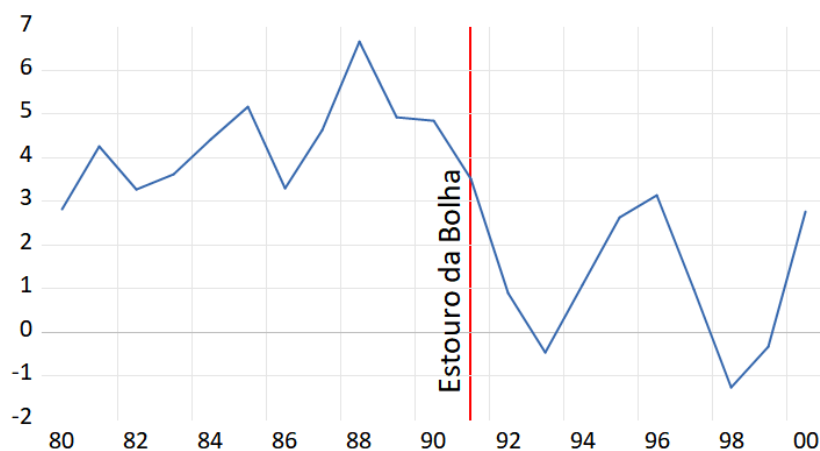


mercado. Esta prática resultou em aluguéis artificialmente baixos e terras abandonadas pelos proprietários, que aguardavam aumentos futuros de preços (YUKIO, 1994).

### 1.6.2. Pós-colapso da bolha

Após o estouro da bolha econômica, observado a partir da queda abrupta do preço de imóveis e ativos financeiros em 1991, a recessão que se seguiu atingiu seu ponto mais baixo tecnicamente no final de 1993, proporcionando um processo de recuperação lento e instável ao longo das décadas de 1990 e 2000 (OTSUBO, 2007). Nos anos 1990, observou-se uma taxa média de crescimento anual de apenas 1,5%, demonstrando os problemas que a economia japonesa enfrentou, incluindo três anos de crescimento negativo em termos reais (Gráfico 9).

Gráfico 9: Variação anual do PIB japonês (em %).

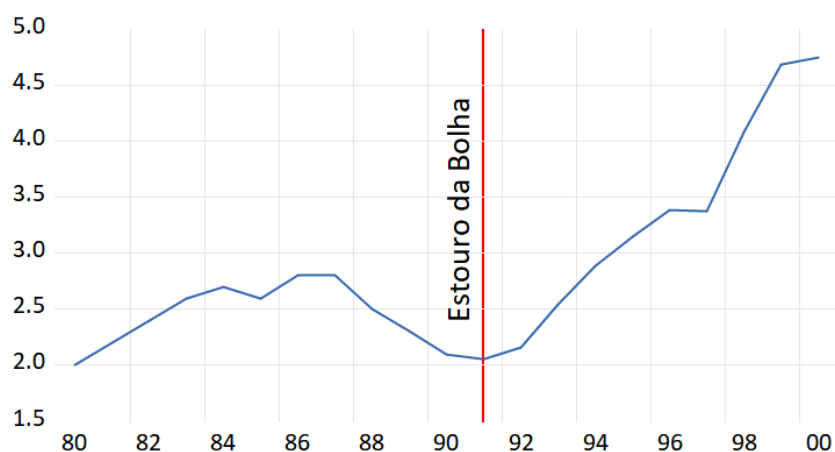


Fonte: Banco Mundial.

A transformação no mercado de trabalho japonês foi observada através do aumento da taxa de desemprego, que passou de 2% em 1980 para 4,8% em 2000 (Gráfico 10). Ademais, como aponta Otsubo (2007), o aumento no número de trabalhadores irregulares, como os contratados por meio período e temporários de agências de trabalho, indicou uma ruptura

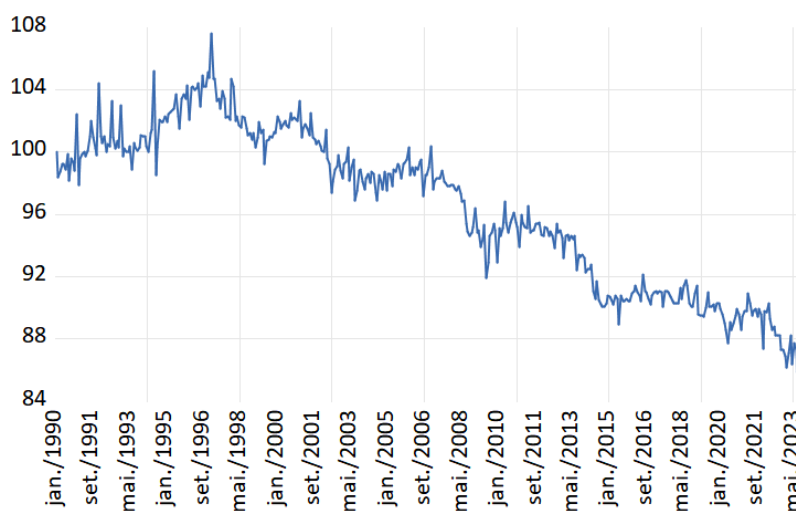
com as práticas tradicionais de emprego a longo prazo. Além disso, o impacto foi agravado pela falência de importantes instituições financeiras, um evento inédito no desenvolvimento após a SGM. Neste cenário, a força de trabalho japonesa sofreu uma estagnação nos salários, atingindo ao final de 1999 uma queda real de cerca de 5% desde o pico em 1997 (Gráfico 11).

Gráfico 10: Taxa anual de desemprego (em %).



Fonte: Banco Mundial.

Gráfico 11: Índice salarial real com ajuste sazonal (jan 1990 = 100).

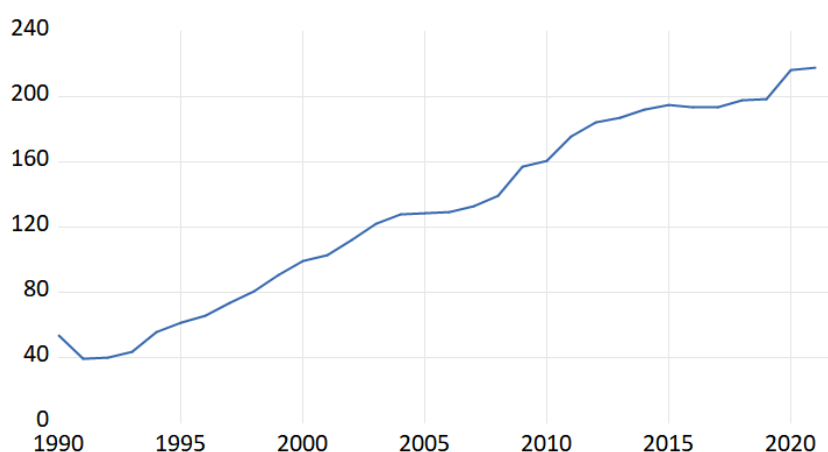


Fonte: Ministério da Saúde, Trabalho e Bem-Estar do Japão.

Dessa forma, a década de 1990 testemunhou ainda a ocorrência de uma deflação, que, junto com outros desafios, resultou em uma estagnação econômica significativa, dando à época o título de "década perdida". Somente após 2002, a economia começou a mostrar sinais de recuperação, ainda que de maneira gradual e fraca, entretanto o Japão enfrentou uma transformação estrutural em sua indústria. Isso porque, empresas como Toyota, Sony, Panasonic, Sharp e Toshiba, que uma vez dominaram suas respectivas indústrias, passaram a enfrentar uma concorrência intensa de empresas do leste asiático, especialmente da Coreia do Sul e da China, desde os anos 2000 (OTSUBO, 2007).

Em resposta aos desafios persistentes de deflação e baixo crescimento, o Japão implementou uma série de estímulos econômicos, operando com déficit fiscal desde 1991. No entanto, os efeitos dessas medidas na economia foram incertos, contribuindo para o aumento significativo do ônus da dívida do governo japonês (Gráfico 12). Neste cenário, em 2019, a dívida japonesa atingiu cerca de 198% do PIB, valor muito superior aos observados em outras grandes economias globais, destacando os contínuos desafios econômicos enfrentados pelo país desde o colapso da bolha em 1991 (OTSUBO, 2007).

Gráfico 12: Dívida Pública em porcentagem do PIB (em %).



Fonte: Banco Mundial.

## **2. POLÍTICA MONETÁRIA NOS ANOS 1990**

O segundo capítulo desta monografia apresenta uma listagem e análise das principais políticas monetárias implementadas pelo Japão desde o estouro da bolha financeira entre 1990 e 1991 até o final do século XX. Assim, serão apresentadas avaliações acerca da correspondência entre o objetivo e o resultado das políticas, embasadas em literatura selecionada, que tece análises dos impactos das decisões econômicas.

Como visto anteriormente, este período da história econômica japonesa foi caracterizado por uma série de eventos marcantes que moldaram a abordagem do país em relação à sua política monetária. Entre 1991 e 1993, iniciou-se uma transformação no cenário monetário a partir da abolição da política de "window guidance", e ainda em 1991, o começo da sequência de reduções da taxa de juros (ITOH; MORITA; OHNUKI, 2020).

Junto a isso, a crise financeira desencadeou um intenso debate político sobre como fortalecer as instituições de política e a regulação do mercado financeiro. Portanto, a reforma do BoJ, que na época estava subordinado ao MoF, tornou-se um dos pontos focais deste debate, culminando na Lei do BoJ de 1997 (CARGILL; HUTCHISON; ITO, 2001). Além disso, a partir de 1995, outro processo de redução da taxa de juros foi iniciado, culminando na política de taxas de juros zero, ou "Zero Interest Rate Policy" (ZIRP), abolida apenas no ano 2000 (ITOH; MORITA; OHNUKI, 2020).

### **2.1. Fim da política de Window Guidance**

A política de "window guidance" consistia no fornecimento de diretrizes para os planos de empréstimos, controlando seu volume ao persuadir bancos e outras instituições financeiras a seguir diretrizes oficiais (GEIGER, 2008). Esta prática de intervenção indireta é uma ferramenta comum em países de economia em transição (NEELY, 2000; ARCHER, 2005). No entanto, a prática foi encerrada em 1991 pelo BoJ, alterando sua abordagem na orientação do comportamento dos bancos comerciais.

A crescente desregulamentação financeira enfraqueceu o comportamento coletivo dos bancos comerciais. Consequentemente, as decisões individuais começaram a ser mais

efetivamente refletidas no volume de concessões de empréstimo, tornando o “window guidance” menos necessário. Além disso, diante da materialização do risco de crédito, relacionada a bolha especulativa, as instituições financeiras adotaram uma abordagem mais prudente em relação à concessão de empréstimos individuais, contribuindo para a decisão de abolir a prática (ITOH; MORITA; OHNUKI, 2020).

Conforme apresentam Itoh, Morita e Ohnuki (2020), a abolição do “window guidance” resultou em mudanças na política do BoJ. Com a desaceleração no crescimento de empréstimos e a elevação de créditos não produtivos<sup>9</sup>, o BoJ reorientou seu posicionamento para instituições financeiras, encerrando a busca de cooperação na restrição da oferta monetária. Assim, o foco passou para a governança, visando assegurar que as instituições financeiras mantivessem uma gestão rigorosa. Entretanto, o BoJ buscou equilibrar objetivos contraditórios do seu ponto de vista: garantir a solidez das instituições em um cenário de desaceleração do crédito, ao mesmo tempo em que liderava a economia para um pouso suave, minimizando impactos no sistema financeiro durante a resolução dos desequilíbrios pós-bolha econômica.

Entende-se que a abolição da política de “window guidance” foi compatível com as necessidades da economia japonesa, principalmente com a tendência de desregulamentação financeira. Conforme apresentado por Angrick e Yoshino (2018), o mecanismo de “window guidance” foi muito potente em seu início de implementação, no entanto teve seu impacto na atividade de financiamento dos bancos comerciais reduzido ao longo do tempo. Isso porque o desenvolvimento do mercado financeiro e a liberalização financeira reduziram a eficácia da ferramenta ao ampliar a variedade de fontes de financiamento disponíveis para o setor privado. Neste cenário, gerenciar efetivamente a transição para um sistema baseado no controle de preços foi essencial para o BoJ.

---

<sup>9</sup> Créditos não produtivos ou “Non Performing Loans” referem-se a empréstimos cujos pagamentos estão atrasados por um período prolongado, geralmente indicando que há uma alta probabilidade do mutuário não conseguir liquidar sua dívida. A presença significativa deste tipo de crédito pode comprometer a estabilidade financeira das instituições credoras e afetar adversamente a economia devido ao potencial impacto negativo no crédito e na confiança do mercado.

## 2.2. Redução da taxa de juros (1991 - 1995)

Em 1991, o BoJ implementou uma série de reduções na taxa de juros como parte das medidas de política monetária. Em 1º de julho de 1991, a taxa oficial foi reduzida de 6,0% para 5,5%. Conforme apresentam Itoh, Koike e Shizume (2015), a explicação apresentada pelo então Governador do BoJ, Yasushi Mieno<sup>10</sup>, foi de ajuste nos níveis de juros, ao considerar a ligeira queda nas taxas de juros de mercado de curto e de longo prazo em relação aos picos anteriores. A intenção era manter o crescimento econômico através do consumo doméstico a longo prazo, com foco na estabilidade de preços, principalmente após o estouro da bolha financeira. Também foi indicado que a redução dos juros promoveria a coordenação internacional, considerando que a necessidade da estabilidade global havia sido pauta de uma recente reunião do G7<sup>11</sup> (ITOH; MORITA; OHNUKI, 2020).

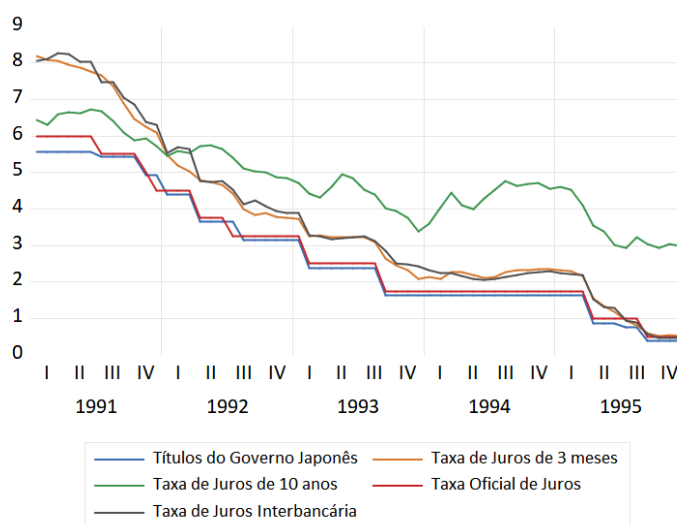
Pouco depois, em 14 de novembro de 1991, o BoJ realizou uma segunda redução da taxa oficial de juros de 5,5% para 5,0%. Esta decisão também foi justificada pela queda das taxas de juros de mercado de curto e longo prazo (Gráfico 13), ressaltando que uma das responsabilidades como banco central seria responder às expectativas de mercado. Também neste anúncio, tornou-se evidente uma incerteza da opinião pública quanto ao *timing* da última decisão de redução da taxa de juros oficial. Na ocasião, o Governador Mieno afirmou que a repercussão da mídia promoveu uma impressão errônea das intenções do BoJ em seus movimentos (ITOH; MORITA; OHNUKI, 2020).

---

<sup>10</sup> Yasushi Mieno foi o 26º Governador do BoJ, exercendo a função no período entre 17 de dezembro de 1989 e 16 de dezembro de 1994.

<sup>11</sup> O G7, ou Grupo dos Sete, é uma coalizão de países composta por Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido e EUA que se reúnem regularmente para discutir questões econômicas globais, políticas e outros temas de interesse mútuo.

Gráfico 13: Taxas de Juros entre 1991 e 1995 (em %).



Fonte: OCDE e FMI.

Pela terceira vez em 1991, em 30 de dezembro, a taxa foi reduzida mais uma vez em 0,5%, agora de 5,0% para 4,5%. Desta vez, o Governador Mieno enfatizou que a redução buscava facilitar a transição de uma economia com crescimento excessivamente alto para uma mais equilibrada, com estabilidade de preços, refletindo a posição da política monetária do BoJ. No entanto, uma nota interna revelou que a decisão de implementar ainda em 1991 foi influenciada também por considerações políticas, incluindo a visita do presidente dos EUA, George H. W. Bush, e a solicitação dos EUA para uma reunião do G7 a fim de promover a expansão econômica nos países desenvolvidos, incluindo o Japão. Este documento indicou que considerações políticas desempenharam um papel na determinação do *timing* da redução da taxa (ITOH; MORITA; OHNUKI, 2020).

Como apontam Itoh, Morita e Ohnuki (2020), em 1º de abril de 1992, a taxa foi reduzida em 0,75%, atingindo o patamar de 3,75%. Nesta ocasião, o Governador Mieno destacou as condições econômicas desfavoráveis ao citar a desaceleração na demanda final e também da demanda de fundos por parte das instituições financeiras. Assim, a decisão de uma redução mais expressiva foi tomada para assegurar que os efeitos da política monetária afetassem a atividade, citando mais uma vez a necessidade de uma transição para o crescimento sustentável da economia, mantendo a estabilidade de preços. Ainda em 1992, em

27 de julho, ocorreu a quinta redução da taxa de juros, de 3,75% para 3,25%, e as justificativas foram as mesmas apresentadas pelo BoJ na última redução. Vale notar que foi observada a repetição do questionamento da credibilidade do *timing* das decisões do BoJ por parte da opinião pública em ambas as reduções. No entanto, na segunda foi ressaltada a influência do ambiente político no *timing* da decisão, citando como exemplo a proximidade com o período eleitoral japonês e uma reunião que o Governador Mieno teria com o Banco de Compensações Internacionais (BIS).

Em 4 de fevereiro de 1993, a taxa foi reduzida de 0,75%, atingindo a marca de 2,5%. O Governador Mieno manteve o argumento de que a política expansionista visava agir diante da desaceleração nos investimentos empresariais e na demanda final. Ao atingir a mínima histórica para a taxa de juros oficial, o BoJ afirmou que a decisão considerou o desenvolvimento momentâneo do mercado financeiro a fim de evitar o risco imediato dos fenômenos especulativos, como o aumento dos preços das terras. Além disso, o Diretor do Departamento de Planejamento de Políticas forneceu uma explicação complementar, focando na expectativa de recuperação econômica no início do novo ano fiscal (ITOH; MORITA; OHNUKI, 2020).

Em setembro de 1993, a taxa foi reduzida para 1,75%, uma medida considerada necessária devido ao risco crescente da economia não apresentar recuperação conforme esperado no início do ano. Na ocasião, o BoJ apresentou confiança nos efeitos combinados dessa redução, juntamente com os efeitos cumulativos de reduções anteriores e do pacote de estímulo do governo<sup>12</sup> para contribuir na recuperação econômica. No entanto, o Governador Mieno também demonstrou preocupação acerca dos potenciais efeitos colaterais do baixo nível de juros sem precedentes, ressaltando que a redução era uma medida de emergência, e que seria necessário elevar as taxas rapidamente na ocorrência de efeitos negativos (ITOH; MORITA; OHNUKI, 2020).

Em abril de 1995, o BoJ tomou uma medida proativa para impulsionar a recuperação econômica em curso, assim reduziu a taxa oficial de juros pela oitava vez, diminuindo-a em 0,75%, atingindo o patamar de 1,0%. A decisão foi uma resposta às preocupações com a

---

<sup>12</sup> Entre 1992 e 1993, foram anunciados três pacotes de estímulo fiscal pelo governo japonês. Somados, os anúncios representaram cerca de 30,2 trilhões de ienes, apesar do dispêndio efetivo estimado ser de 24,3 trilhões, aproximadamente 209,1 bilhões de dólares (PATTERSON; BEASON, 2001).



valorização do iene e a estagnação dos preços no mercado acionário. O Governador Yasuo Matsushita<sup>13</sup>, ao destacar exemplos globais de outros bancos centrais que adotaram a mesma abordagem, enfatizou a importância da adaptabilidade diante dos desenvolvimentos econômicos e financeiros. Neste cenário, foram feitas especulações sobre a coordenação com as medidas econômicas de emergência do governo e a coordenação internacional nas políticas econômicas. Contudo, o Governador negou influências externas, reiterando que a redução foi baseada na avaliação das condições econômicas japonesas. Essa ação, complementando medidas anteriores, teve como objetivo direcionar as taxas de juros de mercado e sustentar a recuperação econômica (ITOH; MORITA; OHNUKI, 2020).

Como apontam Itoh, Morita e Ohnuki (2020), em setembro de 1995, o BoJ também agiu em resposta à persistente pressão sobre os preços e às preocupações sobre uma possível estagnação econômica prolongada. Assim, foi implementada mais uma redução na taxa oficial de juros, reduzindo-a em 0,5%, agora de 1,0% para 0,5%. Além disso, o BoJ estabeleceu a diretriz de manter a taxa *overnight* ligeiramente abaixo da taxa oficial através de operações de mercado. O Governador Matsushita esclareceu a decisão de reduzir a taxa abaixo de 1,0%, explicando que as taxas de juros de mercado já estavam abaixo desse limiar e que a escolha refletiu uma revisão das perspectivas econômicas (Gráfico 13), com o objetivo de evitar uma possível estagnação prolongada e fenômenos deflacionários (ITOH; MORITA; OHNUKI, 2020).

### 2.3. Lei do BoJ de 1997

Segundo Dwyer (2012), desde a década de 1990, mais de 90 países adotaram leis que concedem significativa independência às respectivas autoridades políticas de seus bancos centrais. O Japão aderiu a essa tendência em 1997, quando o governo promulgou a nova Lei do BoJ, transformando-o de um dos bancos centrais mais dependentes para possivelmente um dos mais independentes. Assim, esta mudança representa um marco significativo na evolução da política monetária do Japão, desencadeando uma série de transformações que buscavam redefinir o papel e as atribuições do BoJ.

---

<sup>13</sup> Yasuo Matsushita foi o 27º Governador do BoJ, exercendo a função no período entre 17 de dezembro de 1994 e 20 de março de 1998.

Em seu próprio texto, nota-se que o principal objetivo da Lei do BoJ de 1997 foi fortalecer a independência institucional do BoJ, conferindo-lhe uma maior autonomia na formulação e implementação de políticas monetárias. Antes, o BoJ enfrentava limitações significativas em sua capacidade de agir independentemente, muitas vezes sujeito a pressões políticas e interferências externas, como visto anteriormente. Além disso, a nova lei estabeleceu formalmente o conceito de estabilidade de preços como um dos objetivos fundamentais da política monetária.

Como apresentado por Ito e Mishkin (2004), a transparência na tomada de decisões de política monetária sofreu grandes melhorias sob o novo regime apoiado pela nova lei. Frequentemente se afirmava que a verdadeira tomada de decisões ocorria internamente no governo e que o Conselho de Política Monetária (CPM) apenas referendava a decisão que já havia sido tomada. No antigo regime, não havia divulgação de atas ou transcrições, enquanto que em abril de 1998, o BoJ, sob a nova lei, começou a anunciar a decisão no dia da reunião, e o Governador passou a realizar uma coletiva de imprensa sobre a decisão. Além disso, as atas detalhadas são divulgadas publicamente algumas semanas após a reunião e as transcrições em aproximadamente um mês e meio.

#### **2.4. Política de Juros Zero (ZIRP)**

No período entre 1996 e 1998, Kowalewski e Shirai (2023) e Ito e Mishkin (2004) indicam que a combinação entre o aumento do imposto sobre valor agregado (IVA)<sup>14</sup>, a crise asiática<sup>15</sup> e a crise bancária doméstica<sup>16</sup> foram um forte incentivo para que o BoJ iniciasse operações de mercado com o objetivo de fornecer liquidez suficiente para garantir o funcionamento do mercado interbancário. Em 1998, a deterioração nas condições econômicas

---

<sup>14</sup> Como apresentam Keen et al. (2011), o IVA no Japão foi introduzido em 1989 com uma taxa de 3%, e, apesar de ter aumentado para 5% em 1997, ainda era o mais baixo entre as economias avançadas que possuíam um IVA. Dessa forma, considerando que haveria margem para aumentos e com o objetivo de aumentar a arrecadação e controlar a dívida pública, o imposto foi aumentado. Fumitoshi (1999) avalia que esta foi uma das principais causas para a recessão ao final do século XX, sendo considerada um grande erro.

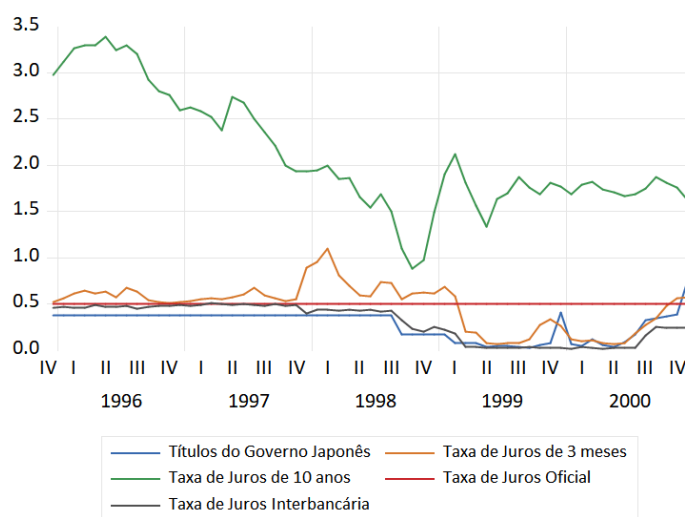
<sup>15</sup> A crise asiática de 1997 afetou países do Sudeste Asiático, causando desvalorização de moedas locais, colapso de mercados acionários e recessão. Foi desencadeada por questões domésticas e pela fuga de capital estrangeiro. Seu impacto foi global e promoveu reformas econômicas na região.

<sup>16</sup> Falências de instituições financeiras como Sanyo Securities, Hokkaido Takushoku Bank e Yamaichi Securities em 1997 são consideradas determinantes na crise bancária doméstica.

do Japão tornou-se ainda mais notável a partir da tendência deflacionária. Naquele ano, ocorria uma queda global nos mercados acionários e crescente preocupação em relação aos riscos de crédito. Ao final de agosto, os preços das ações japonesas atingiram o nível mais baixo desde o colapso da bolha econômica. Além disso, o risco soberano japonês e os spreads entre títulos do setor privado e os títulos do governo japonês (JGB) apresentaram crescimento, tornando os mercados mais voláteis e aumentando o nível de incerteza (ITOH; MORITA; OHNUKI, 2020).

Diante dessas circunstâncias, Itoh, Morita e Ohnuki (2020) apresentam que em setembro de 1998, o então Governador do BoJ, Masaru Hayami<sup>17</sup> decidiu alterar as diretrizes de maneira a encorajar a taxa de *overnight* a oscilar em torno de 0,25% (Gráfico 14). Isso marcou uma mudança em relação à política anterior, que não delimitava uma meta específica para a taxa. A decisão foi justificada pela necessidade de evitar uma espiral deflacionária e garantir a estabilidade financeira. Assim, o BoJ injetou uma quantidade significativa de fundos nos mercados, reduzindo a taxa *overnight* para 0,23%. No entanto, a demanda por empréstimo das instituições financeiras não respondeu como esperado, principalmente devido às dificuldades na captação de recursos e ao pior desempenho das empresas clientes.

Gráfico 14: Taxas de Juros entre 1996 e 2000 (em %).



Fonte: OCDE e FMI.

<sup>17</sup> Masaru Hayami foi o 28º Governador do BoJ, exercendo a função no período entre 20 de março de 1998 e 19 de março de 2003.

Diante dessas condições, em novembro de 1998, o BoJ adotou três medidas para apoiar as atividades de financiamento das empresas e manter a solidez de seu balanço. São elas: a expansão das operações de recompra de títulos no mercado interbancário, o estabelecimento de uma estrutura temporária de empréstimos para apoiar as atividades de financiamento das empresas e a introdução de uma nova operação de mercado utilizando títulos privados como garantia (ITOH; MORITA; OHNUKI, 2020).

Ao final de 1998, a deterioração da economia japonesa começou a se moderar devido ao aumento dos investimentos públicos. No entanto, os lucros privados seguiram em redução, a taxa de desemprego permaneceu alta e os preços estavam em declínio. Assim, em fevereiro de 1999, o BoJ decidiu intensificar ainda mais a flexibilização das operações de mercado, visando encorajar a taxa *overnight* a atingir o valor mais baixo possível, inicialmente em torno de 0,15% (ITOH; MORITA; OHNUKI, 2020).

Embora o termo “Zero Interest Rate Policy” (ZIRP), não tenha sido usado inicialmente, a flexibilização e a busca por medidas mais eficazes levaram à adoção dessa terminologia. Para sustentar a ZIRP, o BoJ enfatizou o compromisso com essa abordagem até que as preocupações deflacionárias fossem dissipadas. O Governador Hayami destacou os efeitos positivos da política de taxa de juros zero, mas também reconheceu preocupações com possíveis efeitos colaterais, como impactos na distribuição de renda, atraso em reformas estruturais, desenvolvimentos de riscos morais e mau funcionamento dos mercados (ITOH; MORITA; OHNUKI, 2020).

No entanto, segundo Itoh, Morita e Ohnuki (2020), a discussão sobre o término da ZIRP ganhou força em 2000, à medida que a economia mostrava sinais de recuperação. Em agosto de 2000, foi feita uma reavaliação positiva das condições econômicas, com muitos membros do CPM indicando que as preocupações deflacionárias estavam diminuindo. Ao elevar a taxa *overnight* para uma média de cerca de 0,25%, a decisão de encerrar a ZIRP foi tomada, marcando uma mudança significativa na abordagem do BoJ. O governo expressou sua preocupação, pedindo flexibilidade na implementação da política monetária, reconhecendo que o término da política exigiria uma avaliação cuidadosa, dada a sua implementação ininterrupta por cerca de 10 anos, ao considerar as reduções sequenciais da taxa oficial de juros.

## 2.5. Panorama da Política Fiscal

Como Nakao (2002) apresenta, foram implementados pacotes fiscais consecutivos e substanciais durante a década de 1990, com o objetivo de evitar uma queda ainda maior da economia. Na década, o governo implementou 10 grandes pacotes fiscais, contemplando gastos adicionais do governo, especialmente obras públicas, por meio de orçamentos suplementares (Tabela 3). Oito desses pacotes tinham valores superiores a 2% do PIB, e o maior deles atingia 20 trilhões de ienes ou mais de 4,7% do PIB.

Tabela 3: Pacotes de Estímulo Econômico nos anos 1990 (em trilhões de ienes).

	Ago. 92	Abr. 93	Set. 93	Fev. 94	Abr. 95	Set. 95	Abr. 98	Nov. 98	Nov. 99	Out. 00
Investimento Público	8,6	10,6	5,2	7,2		11,4	5,2	8	7,2	4,2
Empréstimos através da Corporação de Empréstimo Habitacional	0,8	1,8	2,9	1,2		0,5		1,2	2	1
Medidas para Pequenas e Médias Empresas e Restrição de Crédito	1,2	1,9	0,8	1,4	1,4	1,3	2	5,9	7,4	4,5
Medidas para geração de empregos		0		0		0	0,1	1	1	0,1
Medidas para auxílio em caso de desastres					5,1	1,4	1	1,3	1,6	1
Outros	0,9	0,5		0,8	0,4	0,1	3,8	1,7	0,9	0,2
Redução de impostos		0,2		5,9			4,6	6		
<b>Volume do pacote</b>	<b>10,7</b>	<b>13,2</b>	<b>6</b>	<b>15,3</b>	<b>7</b>	<b>14,2</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>11</b>
<b>Volume do pacote (% do PIB)</b>	<b>2,20%</b>	<b>2,70%</b>	<b>1,20%</b>	<b>3,10%</b>	<b>1,40%</b>	<b>2,80%</b>	<b>3,20%</b>	<b>4,70%</b>	<b>3,50%</b>	<b>2,10%</b>

Fonte: Nakao (2002).

Alguns críticos argumentaram que esses pacotes de estímulo não foram tão eficazes quanto seus valores sugerem. Um dos argumentos é que as parcelas reais dos estímulos, aquelas que envolvem aumento real dos gastos do governo ou redução de receitas, eram limitadas. Posen (1998) apresenta que apenas uma parcela, em alguns casos inferior a 50% dos valores anunciados dos pacotes, eram direcionados para estímulo efetivo, reduzindo seus impactos no crescimento do PIB. Desta forma, pode-se argumentar que os estímulos foram implementados em magnitude significativamente inferior ao anunciado.

Além disso, Posen (1998) também avalia que a política monetária no período seguiu uma postura “stop-go”, referindo-se a uma abordagem oscilante e inconsistente na

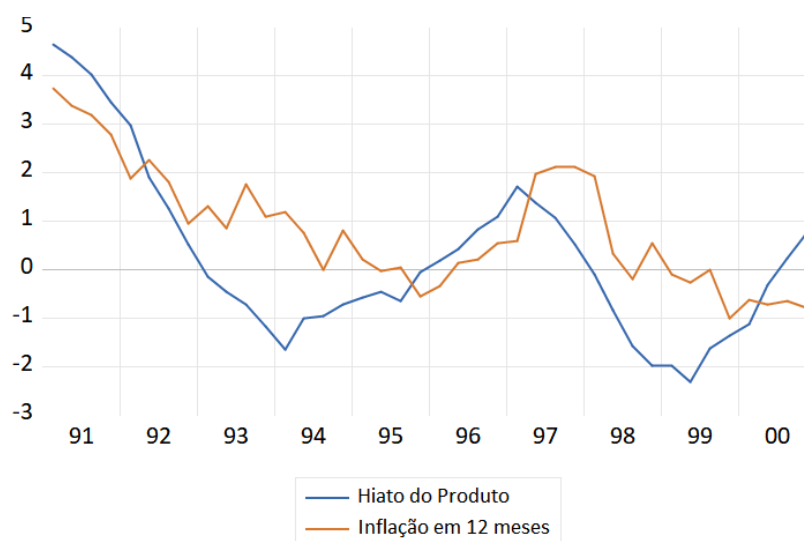
implementação de medidas fiscais por parte do governo. Isso porque, pouco depois de se observar os resultados provenientes de cada pacote de estímulo, já se notava a adoção de medidas contracionistas. Entende-se que estas medidas buscavam remediar efeitos inflacionários exagerados, no entanto, o que se observou foi a redução da eficácia da política fiscal. Nesse sentido, pode-se avaliar que a falta de uma postura fiscal consistente dificultou o estabelecimento de uma recuperação econômica duradoura no período.

Por fim, alguns observam que, embora os pacotes fossem expansionistas, o orçamento inicial anual do governo tendia a ser contracionista, devido a um mecanismo de teto fiscal. No entanto, os gastos totais do orçamento inicial aumentaram consideravelmente com o decorrer do ano, tornando difícil afirmar que o orçamento inicial era de fato contracionista. Por último, observa-se que o volume de investimento governamental aumentou até certo ponto, contribuindo para a sustentação da economia. Entretanto, após um período, esse investimento se estabilizou e sua proporção em relação ao PIB diminuiu (NAKAO, 2002).

## **2.6. Avaliação de impactos**

A partir do apresentado, busca-se compreender quais são as avaliações possíveis para o panorama da política monetária japonesa na década de 1990. Shibamoto, Takahashi e Kamihigashi (2021) argumentam que a política monetária falhou em um de seus objetivos principais, estabilizar a inflação. Ao observar a volatilidade da taxa de inflação, nota-se que não há estabilização durante o período (Gráfico 15). Dessa forma, o reflexo desta instabilidade pode ser visto na trajetória do hiato do produto japonês, calculado através da metodologia desenvolvida em Kawamoto et al. (2017) pelo Departamento de Pesquisa e Estatística do BoJ. Este cenário demonstra o desalinhamento entre a intenção do BoJ de proporcionar crescimento sustentável e as respostas da economia real.

Gráfico 15: Hiato do produto e Inflação nos últimos 12 meses (em %).

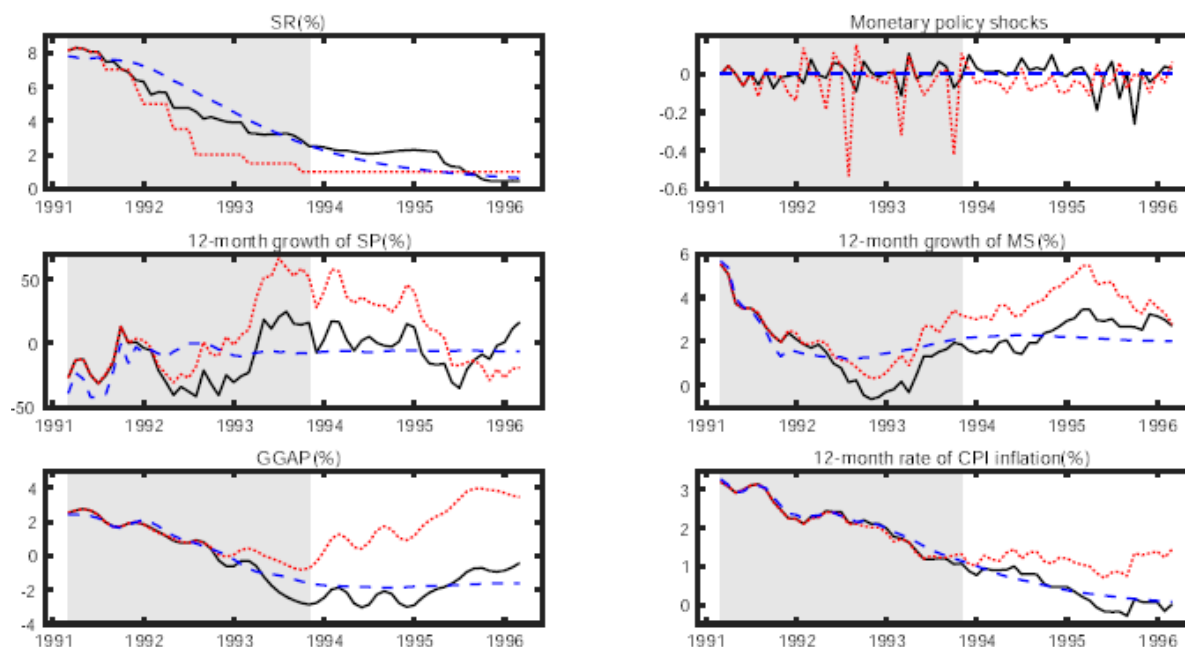


Fonte: BoJ e OCDE.

Do ponto de vista quantitativo, a partir de simulações de contrafactual em modelos de auto-regressão vetorial (VAR), os autores sugerem que uma política monetária mais agressiva, com choques mais expressivos na taxa de juros oficial teria apresentado resultados melhores para algumas variáveis como preço das ações e hiato do produto. Nota-se também a projeção de uma estabilização da inflação a partir de 1993 (Figura 1), argumentando que esta postura seria mais compatível para atingir os objetivos do BoJ. Vale ressaltar que a diferença da estratégia de fato implementada e a contrafactual estimada pode ser considerada principalmente um problema de timing de decisão, remetendo aos questionamentos da opinião pública em cada uma das reduções observadas. Assim, concluem Shibamoto, Takahashi e Kamihigashi (2021):

O banco central deve consistentemente adotar um estímulo imediato e massivo para alcançar a estabilidade de preços a médio e longo prazo em resposta à acentuada redução do produto real e à redução da inflação causada pelos extraordinários choques econômicos.

Figura 1: Simulação contrafactual de variáveis macroeconômicas: Cortes mais agressivos nas taxas de juros no início da década de 1990.



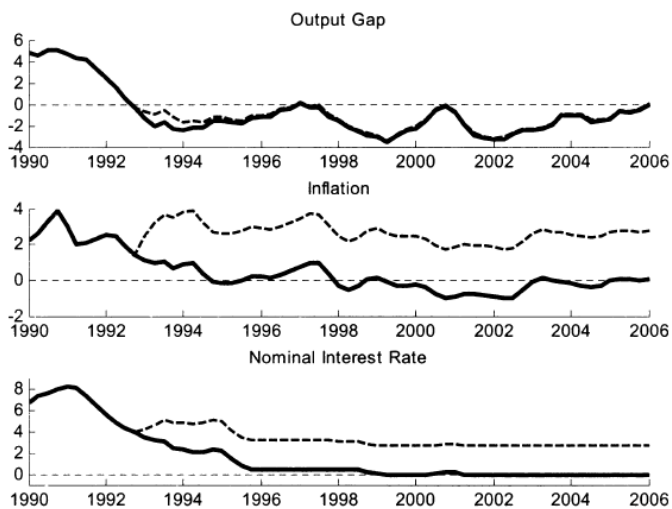
Fonte: Shibamoto, Takahashi e Kamihigashi (2021).

Observações: Linhas pretas representam os valores reais das variáveis. Linhas vermelhas representam os valores projetados ao simular cortes mais agressivos na política monetária. Linhas azuis representam valores ao simular a condução da política monetária sem choques na taxa de juros. SR: Taxa de Juros de Curto Prazo, MS: Oferta monetária, GGAP: Hiato do Produto, CPI: Índice de Preços ao Consumidor.

Leigh (2010) avalia que nos anos 1990 a política monetária japonesa, ao buscar um nível baixo de inflação, respondendo à economia de acordo com política convencional, ofereceu uma precaução insuficiente contra os choques contracionistas que ocorreram. Assim, o autor propõe avaliar quatro simulações de contrafactual para a política monetária: maior valor para meta de inflação, definido em 4,0%; maior resposta para o hiato do produto; maior valor para meta de inflação e maior resposta para o hiato do produto; e definição de meta para nível de preços.



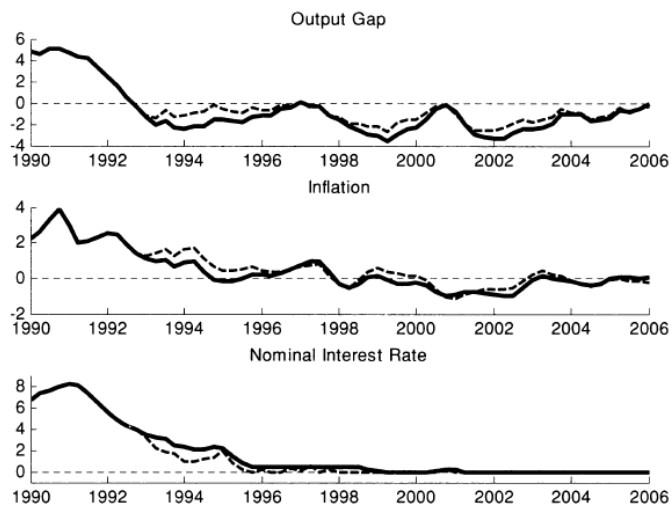
Figura 2: Dinâmica Macroeconômica Real e Contrafactual: Maior valor para meta de inflação.



Fonte: Leigh (2010).

Observações: As linhas contínuas representam o valor real das variáveis. A linha tracejada representa os valores simulados em contrafactual.

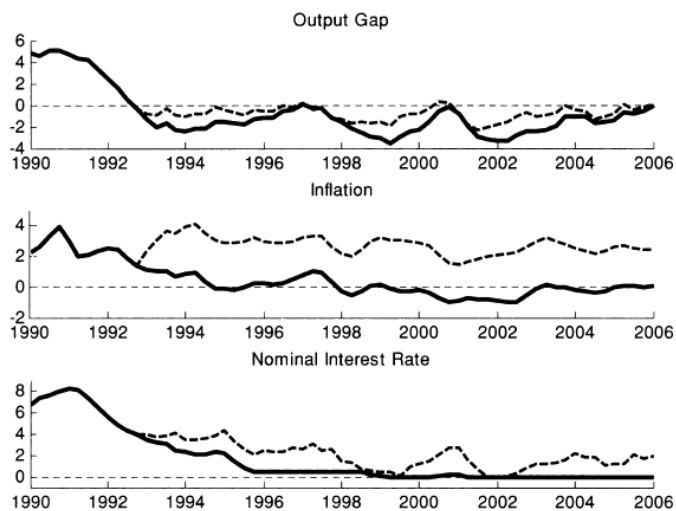
Figura 3: Dinâmica Macroeconômica Real e Contrafactual: Maior resposta para o hiato do produto.



Fonte: Leigh (2010).

Observações: As linhas contínuas representam o valor real das variáveis. A linha tracejada representa os valores simulados em contrafactual.

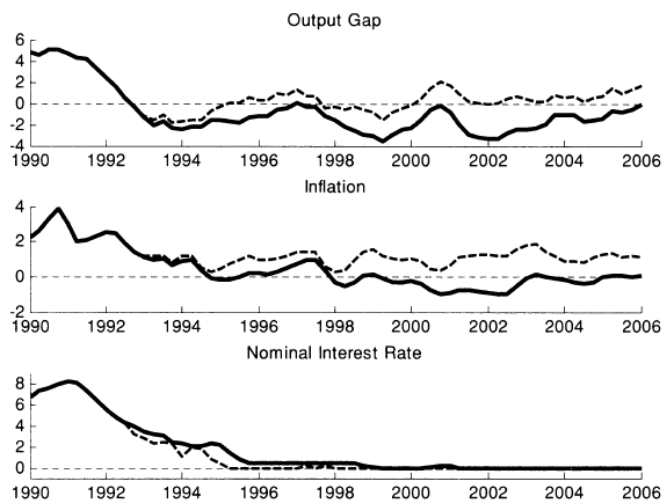
Figura 4: Dinâmica Macroeconômica Real e Contrafactual: Maior valor para meta de inflação e maior resposta para o hiato do produto.



Fonte: Leigh (2010).

Observações: As linhas contínuas representam o valor real das variáveis. A linha tracejada representa os valores simulados em contrafactual.

Figura 5: Dinâmica Macroeconômica Real e Contrafactual: Definição de meta para nível de preços.



Fonte: Leigh (2010).

Observações: As linhas contínuas representam o valor real das variáveis. A linha tracejada representa os valores simulados em contrafactual.

Em seu artigo, Leigh (2010) conclui que tanto um maior valor para meta de inflação quanto uma maior resposta para o hiato do produto, principalmente combinados, teriam promovido um melhor desempenho da economia e evitariam a taxa próxima a zero para o juros nominal. No entanto, estas estratégias apresentam somente uma modesta proteção contra choques deflacionários de grande magnitude, sugerindo que uma meta para o nível de preços proporcionaria resultados de estabilização melhores.

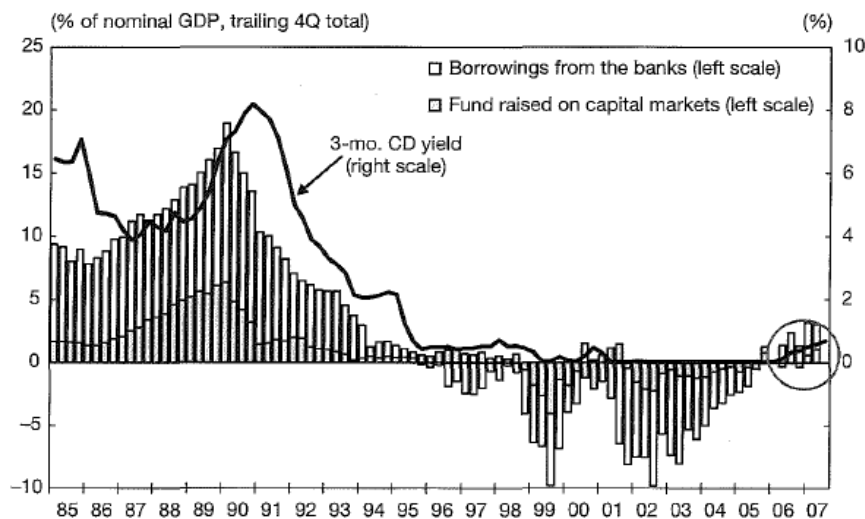
Quanto à implementação da ZIRP em 1998, segundo Ito e Mishkin (2004), também foram feitas críticas quanto à falta de agressividade da política monetária japonesa nos anos 1990. Os autores entendem que, ao priorizar a estabilidade financeira, o BoJ teria optado pela manutenção da ZIRP, sua última carta contra uma queda abrupta da atividade ou um colapso do sistema financeiro. Entende-se que ao assumir tal postura, o BoJ teria promovido um declínio lento, mas constante, na atividade econômica e, ao longo do tempo, teve efeitos similares aos de simplesmente não agir para auxiliar a economia estagnada.

Harrigan e Kuttner (2004) realizaram um estudo utilizando dois conjuntos de coeficientes da regra de Taylor, um estimado a partir da experiência japonesa e outro estimado a partir da experiência do Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos (FED), com o objetivo de avaliar a política efetiva do BoJ entre 1990 e 1995. O valor simulado através da regra de Taylor se afasta do observado, mostrando que levaria a taxa de juros a zero no início de 1995. Além disso, ao utilizar os coeficientes do FED, obtidos no período entre 1979 e 1996, a taxa de juros japonesa simulada foi reduzida a zero até 1993. Estes resultados também sugerem certa morosidade do BoJ para optar pela redução mais enfática da taxa de juros a partir do estouro da bolha financeira.

Quanto ao seu encerramento em 2000, Kowalewski e Shirai (2023) avaliam que tanto o mercado quanto a história criticaram severamente o BoJ por um encerramento prematuro da ZIRP. Como reforçam Ito e Mishkin (2004), “Embora existissem sinais de aumento nas atividades de produção e um aumento no consumo, não havia um sinal claro de aumento nos investimentos naquele momento.”. Assim, as taxas de juros de longo prazo, após um aumento inicial, caíram substancialmente na sequência, implicando uma queda adicional nas expectativas de inflação. Mesmo o governo japonês não se absteve de expressar críticas contundentes à decisão do BoJ (ITOH; MORITA; OHNUKI, 2020).

De forma geral, Koo (2008) avalia que a política monetária do BoJ em todo este período se mostrou inefetiva por si só, apesar de ser o principal ferramental elencado pelo governo para o combate às consequências do estouro da bolha especulativa. Isso porque a crise observada nos anos 1990 se tratou de uma crise de balanço do setor privado, que passou a apresentar balanços fragilizados. O motivo para isso seria a incompatibilidade entre o alto grau de endividamento e os novos valores para os ativos, antes super inflacionados. Nesse sentido, observou-se que, apesar da oferta monetária cada vez mais barata, as companhias não priorizaram novos empréstimos para realizar investimentos, como o esperado, mas sim a limpeza dos balanços, através do pagamento de dívidas.

Figura 6: Recursos captados pelo setor corporativo não financeiro.



Fonte: Koo (2008).

Nesse sentido, observa-se que a oferta monetária foi mantida por parte do setor público. Isso porque, como o setor privado buscava reduzir sua dívida, o dinheiro retorna para o setor bancário, mas os bancos não encontram demanda ao tentarem emprestar esse dinheiro, pois o setor privado está determinado a diminuir seu endividamento. No entanto, como o governo estava operando com déficit fiscal financiado por meio da emissão de títulos, os bancos acabam utilizando os fundos excedentes para comprar títulos do governo. Os recursos provenientes da venda dos títulos são utilizados em infraestrutura, e as empresas de

construção, seus trabalhadores e fornecedores depositam esse dinheiro em bancos, aumentando assim os depósitos totais no sistema, reiniciando este ciclo (KOO, 2008).

Assim, Koo (2008) apresenta que a política monetária e a oferta monetária do Japão foram inteiramente dependentes da política fiscal do governo. A partir da redução das dívidas do setor privado, o governo passou a ser visto como o único grande tomador de empréstimos. Portanto, um aumento no endividamento governamental gera um correspondente aumento na oferta de dinheiro, ampliando a eficácia da política monetária. Para o autor, do ponto de vista fiscal, o país tomou a decisão correta ao seguir tomando como crédito e gastando as poupanças sem finalidade definida do setor privado. Este seria o motivo para a manutenção do nível de renda do país ao longo do tempo.

A avaliação da eficácia da política monetária japonesa nos anos 1990, a partir das análises apresentadas, revela um cenário complexo. Em primeiro lugar, evidencia-se uma notável falha em estabilizar consistentemente a inflação, conforme apontado por Shibamoto, Takahashi e Kamihigashi (2021). Esta volatilidade inflacionária, aliada a estratégias convencionais e à hesitação na implementação de políticas mais agressivas, como indicado por Leigh (2010) e Ito e Mishkin (2004), resultou em respostas inadequadas ao contexto econômico e incompatíveis com os objetivos iniciais das políticas monetárias.

A implementação e o posterior encerramento prematuro da ZIRP também destacam a falta de agressividade e a morosidade do BoJ em face da crise. Além disso, a análise de Koo (2008) ressalta a limitação da política monetária diante de uma crise de balanço do setor privado, tornando-a menos eficaz sem uma coordenação efetiva com políticas fiscais. Portanto, a partir desses indicadores e críticas, é possível concluir que a política monetária japonesa nos anos 1990 não apenas enfrentou desafios significativos em sua execução, em decorrência do contexto socioeconômico, mas também revelou limitações intrínsecas que comprometeram sua eficácia em promover estabilidade econômica sustentável para o país.

### **3. POLÍTICA MONETÁRIA NO SÉCULO XXI**

No último capítulo desta monografia, avalia-se o panorama da política monetária japonesa do século XXI, uma fase marcada pela implementação de diferentes mecanismos e pelo combate a problemáticas internas e externas. O período após os anos 1990 apresentou um cenário complexo para o BoJ, exigindo abordagens inovadoras e adaptativas, culminando em flexibilizações monetárias cada vez mais abrangentes. Neste contexto, investiga-se as nuances das estratégias que envolvem intervenções na política monetária, considerando tanto aspectos quantitativos quanto qualitativos. Assim, serão apresentadas análises acerca do impacto das políticas, embasadas em literatura selecionada. Ao se aprofundar nesta avaliação, o capítulo busca não apenas apresentar um panorama das políticas monetárias, mas também contribuir para um entendimento das estratégias adotadas pelo Japão, refletindo sobre as lições aprendidas.

#### **3.1. Política de Quantitative Easing (QE)**

Ao final do ano de 2000, a atividade econômica havia desacelerado e os preços das ações estavam em baixa. Diante desse cenário, o Governador Hayami emitiu instruções ao BoJ solicitando examinar a possível melhoria na provisão de liquidez ao mercado, visando garantir a estabilidade do mercado financeiro (ITO, 2006). Em sequência o BoJ agiu, reduzindo a taxa de juros de curto prazo para 0,25% em fevereiro de 2001, construindo um cenário próximo ao observado na primeira implementação da ZIRP (BANK OF JAPAN, 2001a).

No entanto, tal medida não impactou o mercado de maneira significativa, motivando a mudança que ocorreu na reunião do CPM em 19 de março de 2001, quando foi decidido que o instrumento de política seria alterado de gestão de taxa de juros para gestão de balanço (BANK OF JAPAN, 2001b). Essa mudança representou um passo radical do BoJ em direção à flexibilização quantitativa, ou “Quantitative Easing” (QE), tornando-se pioneiro na implementação de políticas monetárias não convencionais e indicando que a instituição estava comprometida no combate à deflação. Dessa forma, o BoJ optou pelo aumento nas

compras de JGB, elevando o montante mensal de compras de JGB de 400 bilhões de ienes em 1998, em várias etapas, para 1,2 trilhão de ienes até outubro de 2002.

O objetivo principal do QE é reduzir as taxas de juros a longo prazo. Ao comprar uma grande quantidade de títulos, o BoJ visa aumentar o seus preços e, inversamente, reduzir seus rendimentos, fazendo com que as taxas de juros a longo prazo diminuam, incentivando o investimento e o empréstimo. Esta estratégia visava impulsionar a demanda agregada e a queda contínua de preços, ao estimular o setor privado a assumir mais riscos e a aderir a investimentos sensíveis às taxas de juros de longo prazo (ITO, 2006).

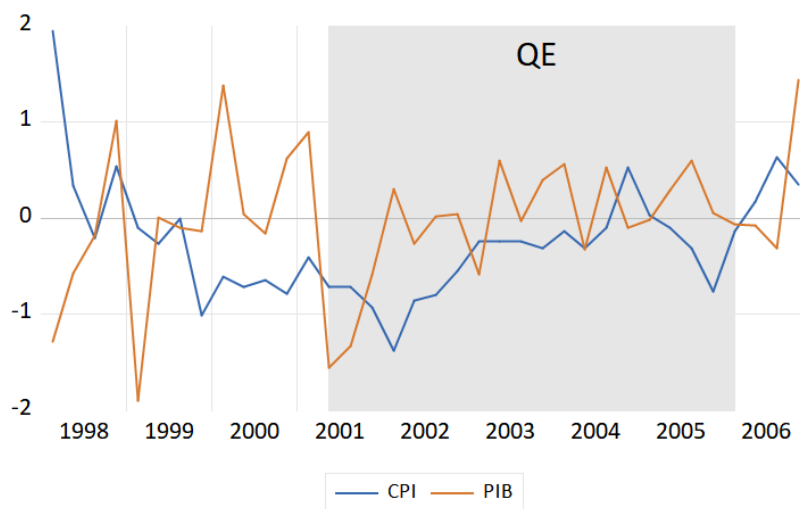
A decisão apresentada em 19 de março de 2001 também trouxe uma condição mais explícita para o encerramento do QE: "O novo procedimento para operações do mercado monetário continuará em vigor até que o Índice de Preços ao Consumidor (CPI), excluindo perecíveis, registre estavelmente 0% ou um aumento de ano para ano". Conforme Ito (2006) argumenta, essa condição representou uma inovação, introduzindo o monitoramento do CPI como um indicador-chave e sinalizando uma mudança em direção ao estabelecimento de metas de inflação, apesar da ambiguidade sobre o entendimento do termo "estavelmente".

Apesar das medidas implementadas, a economia permaneceu fraca em 2001, com o crescimento econômico negativo por três trimestres consecutivos a partir do segundo trimestre de 2001 e uma taxa de inflação em torno de -1% de 2001 a 2003 (Gráfico 16). Além disso, o mercado acionário também não apresentou resposta positiva, visto que o índice Nikkei atingiu patamares inferiores a 7.800 pontos em 2003 (Gráfico 17). Assim, o BoJ, sob a liderança do Governador Toshihiko Fukui<sup>18</sup>, tomou medidas para aprimorar o QE, como o aumento dos acréscimos ao balanço, a partir do aumento nas compras de JGB (ITO, 2006).

---

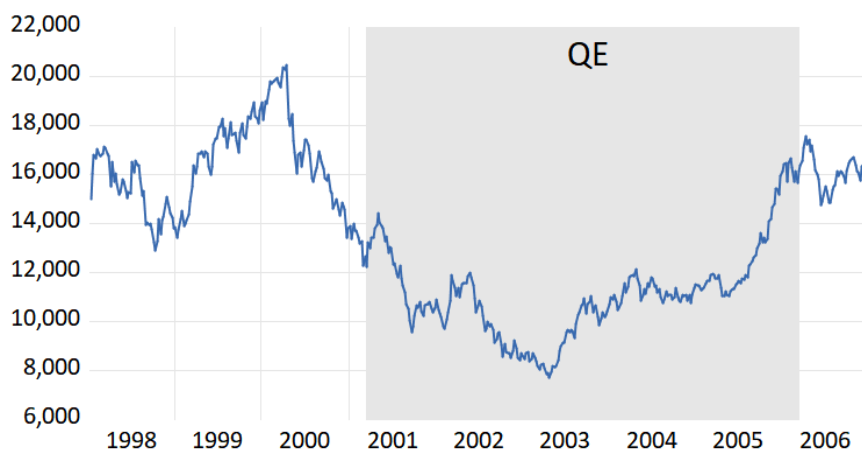
<sup>18</sup> Toshihiko Fukui foi o 29º Governador do BoJ, exercendo a função no período entre 20 de março de 2003 e 19 de março de 2008.

Gráfico 16: Variação trimestral do PIB em relação ao período anterior e variação trimestral média do CPI em relação ao mesmo período do ano anterior (em %).



Fonte: Japan Cabinet Office e OCDE.

Gráfico 17: Índice NIKKEI 225 semanal.



Fonte: NIKKEI.

Vale ressaltar que apesar das recomendações de alguns críticos do modelo implementado, o BoJ não adquiriu títulos indexados em moeda estrangeira, fundos de investimento em ações ou fundos de investimento imobiliário. Embora o BoJ tenha adquirido



ações de bancos comerciais em 2002, essa ação foi declarada como uma medida que visava estabilizar o sistema financeiro e não como parte da política monetária (ITO, 2006).

Em outubro de 2003, o CPM emitiu novo um documento voltado para aprimorar a transparência, no qual as condições para o encerramento do QE foram esclarecidas (BANK OF JAPAN, 2003). A definição de "estavelmente" incluía dois critérios distintos para avaliação. Primeiramente, a taxa de inflação passada deveria, em média, permanecer em zero ou acima desse valor. Além disso, a taxa de inflação projetada, conforme estimada pelos membros do CPM, também deveria ser registrada em zero ou superior. Segundo Ito (2006), este esclarecimento, faz com que a política se assemelhe ao estabelecimento de metas de inflação, no entanto difere ao considerar que o prazo de avaliação não foi definido, e nenhum limite de tolerância foi estabelecido.

A taxa de crescimento do PIB entre trimestres aumentou a partir do primeiro trimestre de 2003, atingindo 1,0% no quarto trimestre de 2004 e a taxa de inflação reduziu-se de cerca de -1,0% para próximo de zero até o final de 2004 (Gráfico 16). Assim, o tema do encerramento do QE ganhou destaque em 2005, e a partir de abril desse ano, alguns membros do CPM propuseram a redução da meta de acréscimos ao balanço do BoJ. O Governador Fukui e vários membros do CPM proferiram discursos e concederam entrevistas à imprensa, sustentando que a economia estava se recuperando e a deflação seria encerrada até meados de 2006. Naquele momento, as taxas de crescimento do PIB e o aumento dos lucros das grandes corporações respaldaram a perspectiva de que a deflação seria superada em breve (ITO, 2006).

Outro ponto que sustentou os discursos do Governador foi o Relatório de Perspectivas de abril de 2005, em que o BoJ alterou a abordagem das expectativas de inflação, incluindo a faixa de projeções da taxa de inflação para o ano fiscal de 2006 (BANK OF JAPAN, 2006a). Tal mudança possivelmente visava demonstrar que a segunda condição de encerramento poderia ser imediatamente satisfeita, promovendo a visão predominante de que a deflação seria superada até o ano fiscal de 2006, o que se refletiu nos resultados das votações nas reuniões do CPM (ITO, 2006).

Segundo Ito (2006), em setembro de 2005, argumentava-se que a restauração da estabilidade dos mercados financeiros eliminava a necessidade de liquidez excessiva. Ademais, a redução do balanço do BoJ demandaria tempo, portanto, se a meta de acréscimos ao balanço fosse reduzida antecipadamente, permitiria o eventual aumento da taxa de juros o quanto antes. Outros avaliavam que a ZIRP distorcia os mecanismos de mercado, tornando-o inconsciente do potencial risco de volatilidade nas taxas de juros. Além disso, entendia-se que manter o alto balanço exigia operações de mercado com maturidades relativamente longas, diminuindo a oportunidade e flexibilidade na condução da política monetária pelo BoJ. Portanto, defendia-se a redução gradual da meta de acréscimos ao balanço, sustentando que a manutenção da ZIRP sem liquidez excessiva seria suficiente para apoiar a recuperação econômica, visto que a demanda por liquidez das instituições financeiras estava diminuindo.

Dessa forma, em 9 de março de 2006, o BoJ encerrou o QE, indicando que as condições estabelecidas teriam sido satisfeitas (BANK OF JAPAN, 2006b). Segundo Ito (2006), essa decisão marcou uma nova transição do instrumento de política monetária, passando do modelo de gestão de balanço para o modelo de gestão da taxa de juros, concretizando o retorno à ZIRP. Entende-se que a manutenção da ZIRP por vários meses na sequência se deve à impossibilidade de reduzir imediatamente as reservas excedentes a zero sem causar perturbações no mercado financeiro. Essa transição indicou uma abordagem cautelosa por parte do BoJ, reconhecendo a necessidade de evitar perturbações no mercado financeiro e de assegurar uma transição suave para uma nova fase da política monetária. A expectativa era de que, uma vez que as reservas excedentes se aproximassem do valor das reservas compulsórias, a ZIRP pudesse ser encerrada.

Na ocasião, para considerar satisfeitas as condições de encerramento do QE, fundamentou-se em dois critérios. Primeiramente, a condição de taxas de inflação anteriores permanecerem acima de zero por alguns meses foi considerada contemplada, uma vez que a taxa havia sido positiva desde outubro. Em segundo lugar, a condição de inflação projetada, conforme prevista pelos membros do CPM, era positiva para 2006-07 desde abril de 2005 (BANK OF JAPAN, 2005). Conforme aponta Westelius (2020), no entanto, semelhante ao episódio de 2000, as previsões econômicas do BoJ publicadas próximas ao momento da decisão não pareciam indicar um forte argumento para o encerramento. Especificamente, o BoJ projetou a inflação para os próximos dois anos ligeiramente abaixo de um por cento, e,

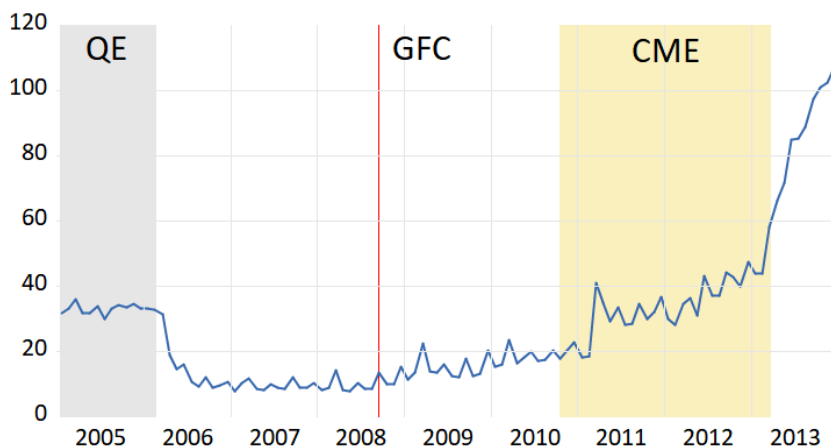
de acordo com as atas da reunião de 9 de março de 2006, membros do CPM julgaram que o hiato do produto estava se estreitando gradualmente e que os custos unitários do trabalho estavam sofrendo pressões de queda (BANK OF JAPAN, 2006c).

Junto ao encerramento do QE, o BoJ introduziu um novo quadro de política monetária, com o objetivo de melhorar a previsibilidade das políticas, preservando ainda sua flexibilidade (BANK OF JAPAN, 2006d). Segundo Westelius (2020), o quadro consistia em duas estruturas. Em primeiro lugar, os membros do CPM divulgaram a sua "compreensão" da estabilidade de preços, variando entre 0% e 2%. Em segundo lugar, entendeu-se que as decisões seriam orientadas por uma abordagem de "duas perspectivas". A primeira perspectiva envolvia uma avaliação da projeção de curto prazo, entre 1 e 2 anos, avaliando se esta seguia um caminho de crescimento sustentável sob estabilidade de preços. Enquanto que a segunda perspectiva consistia em examinar riscos para a perspectiva de longo prazo, incluindo riscos para a estabilidade financeira. A abordagem de "duas perspectivas" permaneceu amplamente inalterada desde 2006 e continua a fundamentar a formulação de políticas do BoJ até o momento.

### **3.2. Política de Comprehensive Monetary Easing (CME)**

Entre julho de 2006 e março de 2007, a taxa *overnight* foi elevada de 0% para 0,5% (BANK OF JAPAN, 2006e; BANK OF JAPAN, 2007). Enquanto que o balanço continuou a diminuir e, até janeiro de 2007, caiu para aproximadamente 7,8 trilhões de ienes antes de se recuperar um pouco, mantendo-se próximo de 10 trilhões de ienes até o início da Crise Financeira Global (GFC). Segundo Kowalewski e Shirai (2023), a resposta inicial do BoJ à GFC foi de reverter os aumentos anteriores dos juros, assim, em outubro de 2008, a taxa foi reduzida para 0,3% (BANK OF JAPAN, 2008a), e dois meses depois, para 0,1% (BANK OF JAPAN, 2008b).

Gráfico 18: Valor do balanço do BoJ (em trilhões de ienes).



Fonte: BoJ.

Neste cenário, em outubro de 2010, sob a gestão do Governador Masaaki Shirakawa<sup>19</sup>, foi lançado um novo programa de flexibilização monetária abrangente, chamado “Comprehensive Monetary Easing” (CME), alterando mais uma vez a política monetária do BoJ (BANK OF JAPAN, 2010). Um elemento diferencial do CME foi seu programa de compra de ativos, que contava com uma abrangência mais ampla do que o programa de QE anterior, incluindo agora notas promissórias, títulos corporativos, fundos de índices (ETF) e fundos de investimento imobiliário. Além disso, dentre as medidas do CME, destaca-se a redução da taxa *overnight* para uma faixa entre 0% e 0,1%. De acordo com Lam (2011), o objetivo da alteração era incentivar uma queda nas taxas de juros de longo prazo e reduzir seu prêmio de risco.

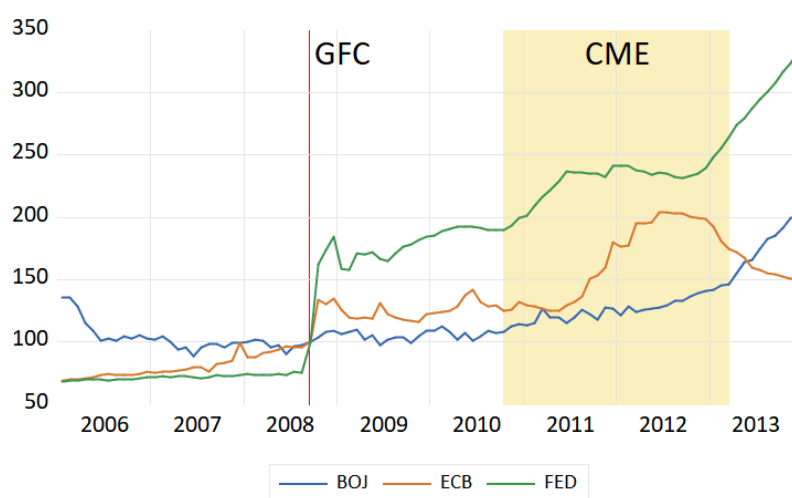
Em seu lançamento, o montante máximo total planejado de ativos a serem adquiridos era de 35 trilhões de ienes, nível mais alto que o QE em sua fase final. No entanto, este valor foi aumentado em diversas ocasiões até atingir, como resultado de ajustes, 101 trilhões de ienes em dezembro de 2012 (BANK OF JAPAN, 2012a). No entanto, como indicam Kowalewski e Shirai (2023), desde os primeiros dias da criação do CME, a quantidade de ativos adquiridos

<sup>19</sup> Masaaki Shirakawa foi o 30º Governador do BoJ, exercendo a função no período entre 9 de abril de 2008 e 19 de março de 2013.

permaneceu abaixo de seu máximo histórico. Como exemplo, em meados de 2011, a quantidade de ativos adquiridos estava bastante próxima do limite, mas entre 2012 e 2013, a quantidade estava abaixo de dois terços do máximo. Dessa forma, o CME foi percebido pelo mercado e por especialistas como um programa implementado sem vigor suficiente.

No entanto, ao comparar o aumento nos balanços do BoJ e do FED, a análise não aponta necessariamente para uma falta de vigor durante a implementação do CME, visto que o balanço do BoJ aumentou 35,7%, enquanto o balanço do FED aumentou 39,5% no período (KOWALEWSKI; SHIRAI, 2023). Isso demonstraria que não houve uma diferença significativa em termos de taxa de expansão dos balanços entre os dois bancos centrais. Entretanto, como Westelius (2020) avalia, ao comparar a resposta japonesa a partir da GFC, com a resposta de outros bancos centrais como o FED e o Banco Central Europeu (ECB), nota-se que a resposta do BoJ foi mais prolongada e em menor magnitude (Gráfico 19).

Gráfico 19: Tamanho do Balanço: BoJ, FED e ECB (setembro de 2008 = 100).



Fonte: BoJ, ECB e FED.

Para Kowalewski e Shirai (2023), vale ressaltar que a eficácia do CME parecia ser limitada principalmente por choques externos. Isso porque, durante sua implementação, tensões financeiras surgiram advindas da crise soberana na Zona do Euro, do rebaixamento de classificação dos títulos do Tesouro dos EUA e, mais diretamente, do Grande Terremoto

do Leste do Japão de 11 de março de 2011. Este desastre natural resultou na primeira intervenção coordenada de câmbio no Japão entre as economias do G7 em quase 13 anos, buscando reverter uma apreciação excessiva do iene (NEELY, 2011).

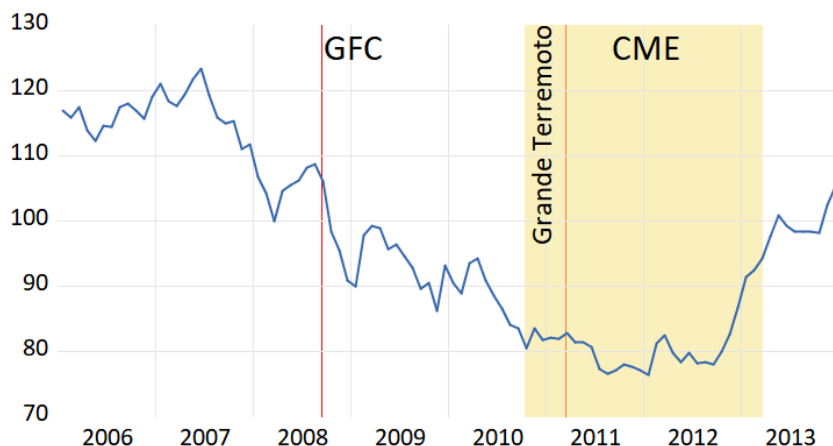
As intervenções subsequentes a março evitaram uma maior apreciação do iene, mas apenas temporariamente. Isso porque a partir da segunda metade de 2011, com a escalada das situações externas supracitadas, a demanda por moedas consideradas fortes aumentou, incluindo o iene, o que promoveu uma nova apreciação cambial (KOWALEWSKI; SHIRAI, 2023). Além disso, uma grande intervenção através da compra de dólares americanos foi iniciada pelo MoF no fim de 2010, visto que entre o terceiro trimestre de 2010 e o quarto trimestre de 2011 o MoF comprou cerca de 16,4 trilhões de ienes em dólares americanos.<sup>20</sup>

Kowalewski e Shirai (2023) avaliam que este não era um cenário favorável para combater as pressões deflacionárias na economia doméstica, pois apesar das intensas intervenções, o iene continuou a se apreciar até setembro de 2012 (Gráfico 20). No entanto, a partir das eleições gerais de dezembro de 2012, nas quais Shinzo Abe se tornou primeiro-ministro, ocorreu uma reviravolta na política econômica japonesa. Pouco depois da sua posse, o primeiro-ministro anunciou sua agenda econômica, também conhecida como “Abenomics”, em que apresentou “as três setas”, onde cada seta representava um item de sua política econômica. A primeira seta representava a política de flexibilização monetária, a segunda representava uma política fiscal flexível, e a terceira tinha como objetivo ajustar a estratégia de crescimento e reformas estruturais (ABE, 2012).

---

<sup>20</sup> Ministério das Finanças do Japão, “Foreign Exchange Intervention Operations”, dados históricos. Disponível em: <[https://www.mof.go.jp/english/policy/international\\_policy/reference/feio/index.html](https://www.mof.go.jp/english/policy/international_policy/reference/feio/index.html)>

Gráfico 20: Taxa de Câmbio entre o Iene Japonês e o Dólar Americano entre 2006 e 2013.



Fonte: FED.

O ano de 2012 também foi relevante do ponto de vista da definição dos objetivos da política monetária, visto que em fevereiro de 2012, o BoJ introduziu sua própria versão de um arcabouço de metas de inflação ao adotar o objetivo de estabilidade de preços. Nas atas das reuniões de 13 a 14 de fevereiro de 2012, o BoJ considerou "o objetivo de estabilidade de preços a médio e longo prazo" em uma faixa positiva de 2% ou menos em termos da variação ano a ano do CPI e, mais especificamente, estabeleceu uma meta de 1% para aquele momento (BANK OF JAPAN, 2012b).

Antes desta decisão, o BoJ havia sido amplamente criticado porque o arcabouço anterior de "compreensão da estabilidade de preços a médio e longo prazo" não era uma meta comum de estabilidade de preços adotada para todos os membros do CPM. Isso porque o arcabouço apenas descrevia uma faixa de taxas de inflação que cada membro entendia como "estabilidade de preços do ponto de vista a médio e longo prazo" (BANK OF JAPAN, 2009). Porém, apesar da melhoria, o objetivo de estabilidade de preços permaneceu ambíguo, pois não estava claro se o BoJ buscava uma meta de inflação de 1% ou 2% (KOWALEWSKI; SHIRAI, 2023). Dessa forma, em janeiro de 2013, nas atas da Reunião de Política Monetária realizada em 21 e 22 de janeiro de 2013, foi observado que "Com base nesse reconhecimento, o BoJ estabelece a meta de estabilidade de preços em 2% em termos da variação ano a ano do

CPI" (BANK OF JAPAN, 2013a). Esta medida buscava gerar uma desambiguação quanto ao conceito de estabilidade de preços do BoJ.

### **3.3. Política de Quantitative and Qualitative Easing (QQE)**

Na Reunião de Política Monetária de 4 de abril de 2013, primeira em que Haruhiko Kuroda<sup>21</sup> atuou como Governador, o programa de flexibilização monetária quantitativa e qualitativa, ou “Quantitative and Qualitative Monetary Easing” (QQE), foi anunciado, substituindo o CME (BANK OF JAPAN, 2013b). Como Buitter (2008) define, a flexibilização quantitativa e a flexibilização qualitativa são ambas estratégias que envolvem ajustes no balanço do banco central, mas que diferem em seu foco. Enquanto a flexibilização quantitativa busca principalmente a expansão do tamanho do balanço, a flexibilização qualitativa foca em uma mudança na composição dos ativos do banco para ativos de menor liquidez e maior risco. Dessa forma, o BoJ optou por implementar as duas estratégias combinadas, aumentando simultaneamente tamanho, risco e iliquidez de seu balanço.

No caso, o principal objetivo do BoJ era atingir uma inflação de 2% no horizonte de 2 anos. Assim, o banco deixou claro que não hesitaria em dar prosseguimento e até fortalecer o programa, se necessário. Dessa forma, o aumento anual estimado para a base monetária foi de 60 a 70 trilhões de ienes. As principais compras incluíram JGB com vencimento de até 40 anos, 1 trilhão de ienes em ETF e fundos de investimento imobiliário no valor de 30 bilhões de ienes (KOWALEWSKI; SHIRAI, 2023).

Conforme apresentado por Shirai (2018), o QQE assumiu as expectativas de inflação de longo prazo como um dos principais canais para atingir a meta de inflação de 2%. Nesse sentido, tal ênfase diferia claramente das rodadas anteriores de flexibilização monetária do BoJ, incluindo o CME. Assim, esperava-se que expectativas de inflação mais altas a longo prazo ajudassem a aumentar os níveis atuais de preços e salários, acelerando o consumo.

Dessa forma, o QQE inicialmente contribuiu para um aumento nas expectativas de inflação a longo prazo, impulsionado pela forte desvalorização do iene a partir de novembro

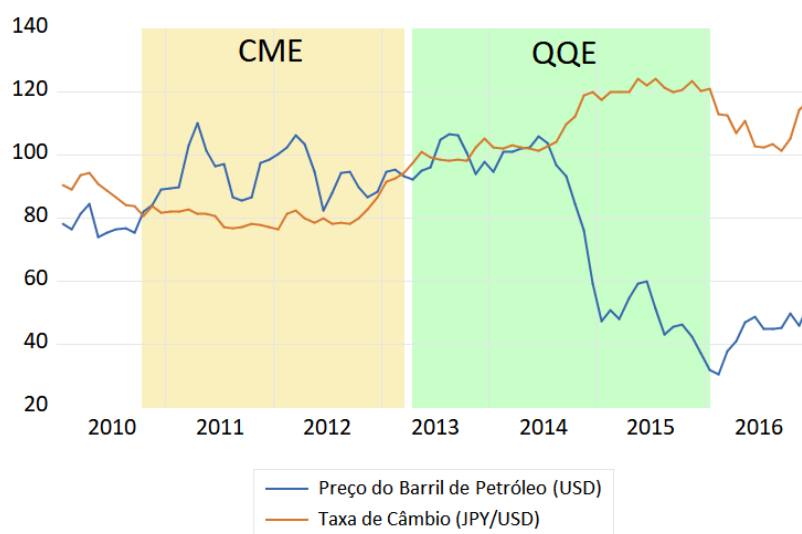
---

<sup>21</sup> Haruhiko Kuroda foi o 31º Governador do BoJ, exercendo a função no período entre 20 de março de 2013 e 8 de abril de 2023.



de 2012. No entanto, esse movimento foi apenas momentâneo, especialmente após a queda nos preços do petróleo em 2014.<sup>22</sup> Além disso, o aumento do imposto sobre o consumo em abril de 2014, de 5% para 8%, reduziu o consumo doméstico e enfraqueceu o crescimento econômico (UNAYAMA; CASHIN, 2016).<sup>23</sup>

Gráfico 21: Taxa de Câmbio entre o Iene Japonês e o Dólar Americano x Preço do Barril de Petróleo WTI (em USD).



Fonte: FED.

Diante desses desafios, em outubro de 2014, houve uma revisão dos parâmetros do QQE e o BoJ decidiu acelerar o aumento anual da base monetária para cerca de 80 trilhões de ienes, com compras de JGB aumentando de cerca de 50 para 80 trilhões anuais. Além disso, para estimular uma queda adicional nas taxas em toda a curva de rendimentos, o BoJ estendeu o prazo médio de vencimento-alvo das compras de JGB de cerca de 7 anos para vencimentos entre 7 e 10 anos, permitindo uma extensão de até 3 anos (BANK OF JAPAN, 2014). Além de JGB, o BoJ decidiu aumentar as compras de ativos de maior risco associado,

<sup>22</sup> O colapso nos preços do petróleo entre 2014 e 2016 foi impulsionado por um aumento excessivo na oferta, mas que não conseguiu proporcionar o impulso ao crescimento global esperado. Na prática, os benefícios dos baixos preços foram atenuados pela baixa responsividade da atividade econômica em importantes mercados importadores de petróleo e pelos efeitos de uma forte redução nos investimentos em energia nos EUA (WORLD BANK GROUP, 2017).

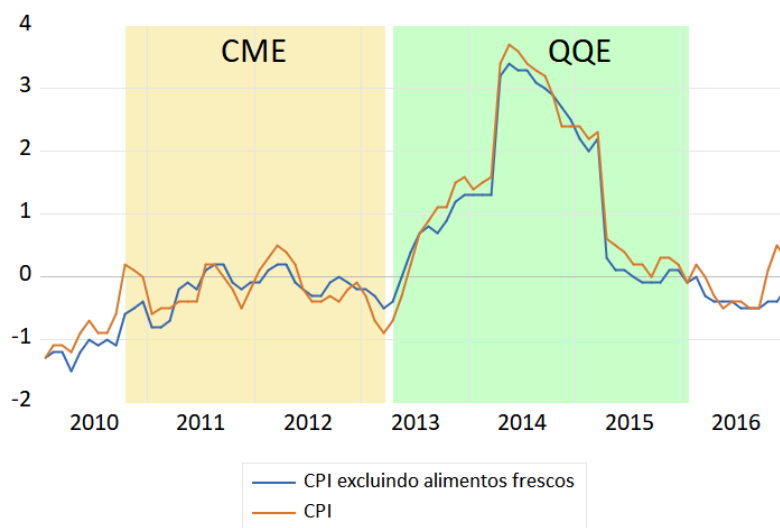
<sup>23</sup> Em 2012, o Partido Democrático, o Partido Liberal Democrata e o Komeito comprometeram-se a implementar uma taxa de imposto de 10%, com o objetivo de financiar gastos do governo e contribuir para a reconstrução fiscal do país. No entanto, este aumento foi feito por etapas, com o ajuste para 8% em 2014, e o ajuste para 10% somente em 2019 (RESERVE BANK OF AUSTRALIA, 2014; HANAI, 2019).

como ETF e fundos de investimento imobiliário, triplicando seus montantes e aumentando o ritmo anual de compra (KOWALEWSKI; SHIRAI, 2023).

Embora tenham contribuído para uma maior desvalorização do iene, essas alterações nos parâmetros do QQE não foram suficientes para sustentar as expectativas de inflação de longo prazo. De acordo com, Kowalewski e Shirai (2023), diversos fatores, incluindo a volatilidade nos mercados acionários chineses e a mudança na política cambial da China em 2015, impactaram a estabilidade global, incluindo o Japão.

Do ponto de vista do controle de preços, em setembro de 2015, o CPI atingiu 0%, e o CPI excluindo alimentos frescos alcançou um nível negativo. Junto a isso, como aponta Westelius (2020), surgiram preocupações de que o BoJ em breve ficaria sem JGB para comprar e que as opções para estimular ainda mais a economia seriam limitadas. Por fim, ainda em 2015, o balanço do BoJ já representava cerca de 75% do PIB do Japão, indicando a necessidade de implementar mudanças ao QQE (KOWALEWSKI; SHIRAI, 2023).

Gráfico 22: CPI x CPI excluindo alimentos frescos.



Fonte: Statistics Bureau of Japan.

### 3.4. Política de Taxa de Juros Negativa (NIRP)

Considerando o cenário apresentado anteriormente, em 29 de janeiro de 2016, o BoJ anunciou a implementação da política de taxa de juros negativa, ou “Negative Interest Rate

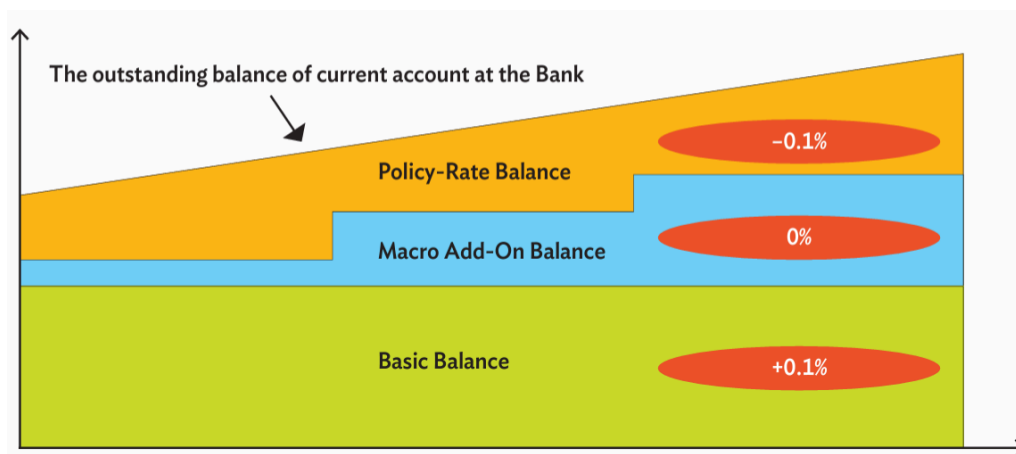
Policy” (NIRP), conjuntamente ao QQE (BANK OF JAPAN, 2016a). Como indica Shirai (2018), o QQE com NIRP continuaria pelo tempo que for necessário para alcançar a meta de 2% de maneira estável. Nesse sentido, o BoJ não hesitaria em adicionar flexibilização monetária em três dimensões: quantitativa, qualitativa e de taxa de juros.

Como Shirai (2018) aponta, a visão do BoJ era que uma taxa de juros negativa expandiria a demanda agregada e as expectativas de inflação ao desestimular o acúmulo de reservas dos bancos, estimulando o fluxo de crédito na economia. Este cenário seria propício para convergir em direção à meta de inflação de 2%. Esse objetivo de inflação poderia ser alcançado ao reduzir o spread da faixa de curto prazo da curva de rendimentos, aplicando uma taxa de juros negativa. Assim, também exerceria pressão adicional para baixar as taxas de juros em toda a curva de rendimentos, em combinação às compras já existentes de JGB em larga escala.

Segundo Kowalewski e Shirai (2023), este anúncio surpreendeu o mercado, pois taxas de juros negativas dificilmente se alinham às políticas monetárias adotadas por qualquer autoridade monetária que recorra a grandes compras de ativos. Visando contornar esta situação, a implementação NIRP introduziu um sistema de depósito em três níveis. No sistema, os fundos mantidos pelos bancos foram divididos em três subcategorias.

Constituindo o maior valor entre os três, o "Basic Balance" ou “Tier 1” incluiria a diferença entre o saldo médio pendente e o montante de reservas compulsórias que cada instituição financeira acumulou sob o QQE e apresentava uma taxa de juros positiva de 0,1%. O "Macro Add-on Balance" ou “Tier 2” seria aplicado a uma taxa de juros zero aos montantes das reservas compulsórias e também aos programas de empréstimo promovidos pelo BoJ para instituições financeiras. O seu crescimento está diretamente associado à compra de ativos por parte do BoJ. Por fim, com o menor valor entre as subcategorias, o "Policy Rate Balance" ou “Tier 3” seria aplicado a uma taxa de juros negativa de -0,1% a um montante transferido a partir do “Tier 2”. Este montante é definido considerando uma taxa de proporção em relação ao tamanho do balanço do BoJ, portanto, também está relacionado à compra de ativos (SHIRAI, 2018).

Figura 7: Sistema de Três Subcategorias e NIRP.

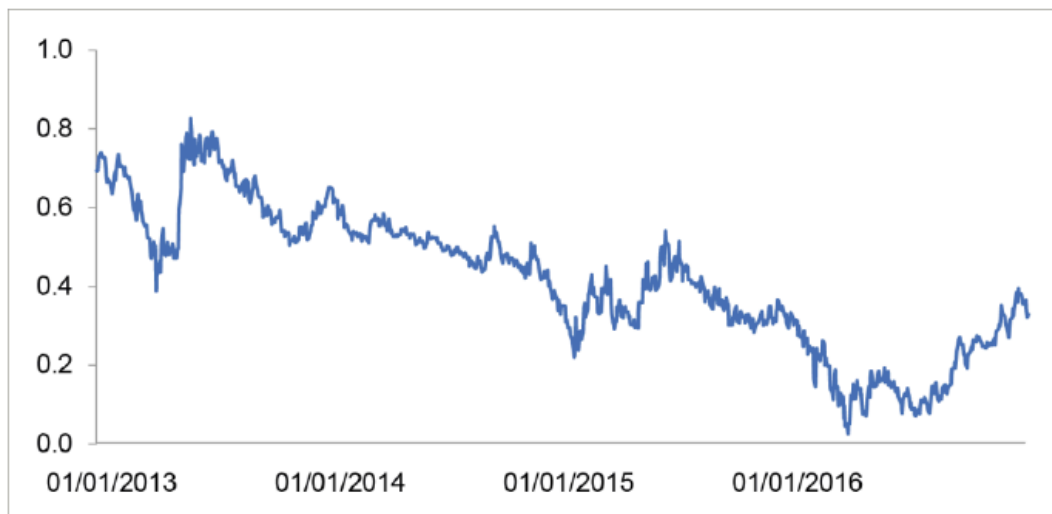


Fonte: Shirai (2018).

Entende-se que o BoJ buscou mitigar os efeitos dos juros negativos na economia, fazendo com que a parcela de fundos com tais rendimentos fosse a menor. No entanto, posteriormente ainda foi necessário conceder isenções para alguns fundos de pensão e instituições financeiras que não conseguiriam manter a sustentabilidade financeira em um ambiente de juros negativos. Esta isenção serve como exemplo para avaliar que a construção do sistema de três subcategorias pode ter sido feita sem as preparações adequadas. Ao comparar as ações do BoJ com as do ECB e Banco Nacional Suíço, nota-se, nos casos europeus, que houve sinalizações ao mercado com maior antecedência, através de pesquisas e diálogos com instituições relevantes com o objetivo de suavizar a implementação das políticas (SHIRAI, 2018).

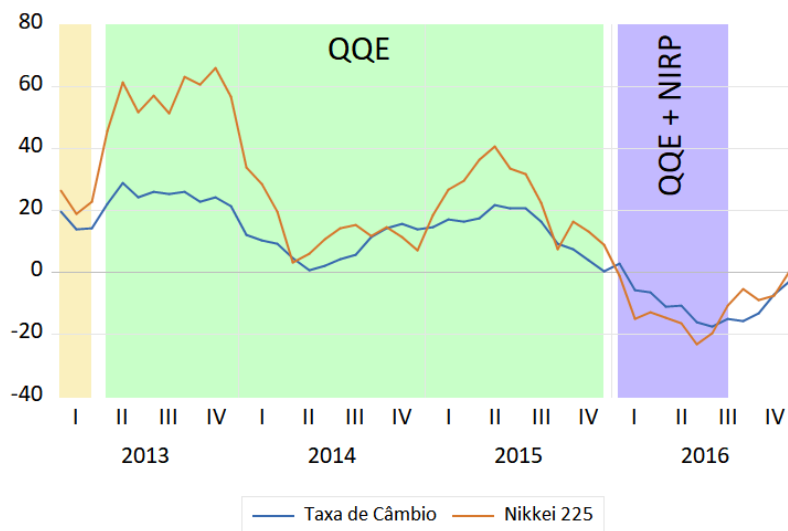
O impacto sobre os rendimentos foi maior do que o esperado, resultando no próprio achatamento da curva de rendimentos. A redução dos spreads de longo prazo gerou preocupações sobre efeitos colaterais no setor financeiro, no sentido do aumento do risco e declínio adicional na lucratividade das instituições financeiras. Ademais, as avaliações negativas quanto ao crescimento global e à estabilidade financeira durante o primeiro semestre de 2016 trouxeram impactos sobre os preços das ações, a taxa de câmbio e a demanda por crédito, além de dúvidas persistentes sobre a capacidade do BoJ de reavivar a economia (WESTELIUS, 2020).

Figura 8: Curva de Rendimentos Japonesa (em %).



Fonte: Kowalewski e Shirai (2023).

Gráfico 23: Variação da taxa de câmbio e do índice NIKKEI 225 em relação ao mesmo período do ano anterior (em %).



Fonte: FED e NIKKEI.

Westelius (2020) argumenta que a taxa de juros sobre reservas em excesso se tornou negativa para exercer pressão adicional nas taxas de juros de curto prazo e aumentar as expectativas de inflação, no entanto, o Governador Kuroda negou. Segundo ele, ao introduzir a NIRP, teria ocorrido uma transição do arcabouço de política monetária da compra de ativos

para a taxa de juros. Para Kuroda, a implementação da NIRP visava apenas aprimorar o programa QQE, referindo-se à política como "QQE com NIRP" (KURODA, 2016).

No entanto, em meados de 2016, com a inflação efetiva e esperada ainda abaixo da meta após três anos da introdução do QQE, o BoJ iniciou uma revisão abrangente de seu quadro de política monetária. Publicada em setembro de 2016, a revisão concluiu que, embora a redução das taxas de juros ao longo da curva de rendimentos tenha sido a ferramenta mais eficaz para estimular a atividade econômica, as expectativas de inflação se mostraram mais atreladas ao passado do que o esperado (BANK OF JAPAN, 2016b).

Em vez de buscar uma redeflação<sup>24</sup> imediata, o BoJ adotou uma abordagem de redeflação mais prolongada, considerada mais compatível com a natureza adaptativa das expectativas de inflação. A proposta seria gerar um hiato de produto positivo persistente por meio de uma política expansionista sustentada, o que levaria a uma elevação gradual da inflação efetiva e, finalmente, iria ancorar as expectativas de inflação à meta. Entretanto, para tornar essa abordagem sustentável, essa estratégia prolongada de "alta pressão" precisaria ser complementada por medidas para mitigar os efeitos colaterais no setor financeiro (WESTELIUS, 2020).

### **3.5. Política de Yield Curve Control (YCC)**

Com a intenção de sustentar a nova política de redeflação, após 8 meses da introdução da NIRP, o BoJ optou por lançar a estratégia conhecida como controle da curva de rendimentos, ou "Yield Curve Control" (YCC) (BANK OF JAPAN, 2016c). O objetivo do YCC é moldar a curva de rendimentos ao controlar tanto a taxa de juros de curto e de longo prazo de acordo com metas estabelecidas. Para isso, bancos centrais compram ou vendem títulos do governo no mercado. Além disso, entende-se que a comunicação transparente é fundamental no YCC, considerando a necessidade de orientar as expectativas de mercado. Ao manter as taxas de juros em níveis específicos, busca-se criar condições econômicas favoráveis e proporcionar estabilidade.

---

<sup>24</sup> Redeflação é um termo utilizado para descrever um retorno dos preços a uma taxa anterior de inflação, buscando retomar uma tendência de longo prazo.

Ao comprar JGB ao longo de toda a curva de rendimentos, o BoJ seria capaz de evitar que a faixa de longo prazo da curva caísse, mantendo o segmento de curto prazo inalterado. Esta implementação tornaria a política monetária mais sustentável, visto que as taxas de empréstimo são indexadas às taxas de juros de curto e médio prazo, enquanto que a lucratividade de instituições financeiras é influenciada pelos spreads de longo prazo (WESTELIUS, 2020).

Além disso, a concentração substancial de JGB no balanço do BoJ foi também fator motivador para a implantação da política. Isso porque até meados de 2016, o BoJ detinha quase 40% de todos os JGB, tornando desafiador atingir a meta da base monetária, que exigia uma compra anual de JGB de 80 trilhões de ienes. Por fim, como visto anteriormente, a ameaça de um achatamento excessivo da curva de rendimentos tornou-se outro elemento motivador para o novo arcabouço, especialmente com relação aos rendimentos negativos dos títulos de 10 anos (KOWALEWSKI; SHIRAI, 2023).

Assim, em resposta, o BoJ estabeleceu a meta de rendimentos de 10 anos em torno de 0%, visando elevar os rendimentos dessa faixa temporal. Além disso, o banco determinou três principais alterações no arcabouço do QQE. A primeira, a substituição da gestão da base monetária pelo controle da curva de rendimentos de 10 anos do JGB e gestão da taxa de juros negativa como metas operacionais. A segunda seria a continuação do QQE com YCC conforme necessário. Por fim, foi estabelecido o compromisso de superação da inflação, associado a uma expansão da base monetária até que a inflação ultrapasse 2% e permanecesse acima desse nível de forma estável (KOWALEWSKI; SHIRAI, 2023).

Entende-se que antes da implementação do YCC, a mistura de políticas do BoJ estava se tornando complexa e, em certo sentido, inconsistente. No entanto, como apontam Kowalewski e Shirai (2023), a implementação do YCC gerou ainda mais inconsistência, uma vez que o QQE enfatiza a grande quantidade de compras de JGB, enquanto o último se concentra na meta da curva de rendimentos de 10 anos. Assim, a promessa do BoJ de manter o nível de compra anual de JGB em 80 trilhões de ienes tornou-se difícil de sustentar.

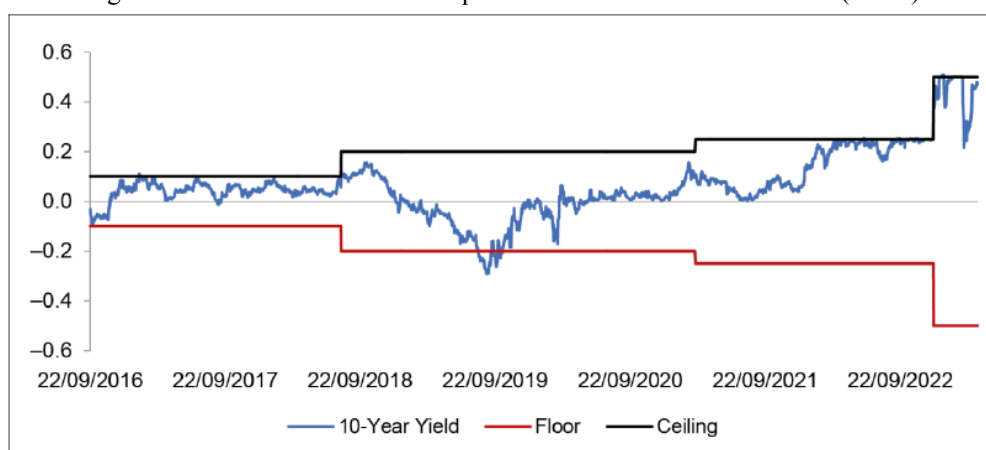
Neste cenário, o banco adotou uma abordagem para tornar essa promessa mais flexível, fazendo com que JGB fossem comprados de “maneira flexível” (BANK OF JAPAN, 2018). No entanto, ao longo do tempo, foi observada uma estratégia de redução constante na

compra anual de JGB, que foi feita de forma pouco transparente, recebendo o nome de “redução silenciosa” (KOWALEWSKI; SHIRAI, 2023). Este processo é visto como indício de uma crescente discrepância entre as sinalizações ao mercado e o montante efetivo de compras de JGB pelo BoJ (WESTELIUS, 2020).

É visto que esta flexibilidade, no entanto, não foi aplicada explicitamente ao QQE, mas sim ao YCC. Mesmo que o BoJ não tenha confirmado na declaração inicial do YCC, havia uma tolerância implícita de 10 pontos base para a variação dos rendimentos dos títulos. Já em julho de 2018, esta faixa de tolerância foi explicitamente ampliada para 20 pontos base, com o objetivo de acomodar a volatilidade do mercado. Além disso, a compra de JGB mesmo em menor ritmo contribuiu para o efeito de saturação, em que o BoJ começou a se aproximar constantemente do limite em que a maioria dos JGB estavam em sua posse, levando a uma queda substancial no volume negociado deste instrumento (KOWALEWSKI; SHIRAI, 2023).

Os resultados macroeconômicos melhoraram um pouco sob o YCC entre 2016 e 2020. O crescimento econômico ficou acima da média observada em períodos anteriores, enquanto que a inflação excluindo alimentos frescos parecia ter se estabilizado ligeiramente abaixo de um por cento. Além disso, a curva de rendimentos se acentuou em comparação com os níveis observados imediatamente antes da implementação do YCC (WESTELIUS, 2020).

Figura 9: Curva de Rendimentos Japonesa e suas Faixas de Tolerância (em %).



Fonte: Kowalewski e Shirai (2023).

No entanto, apesar do arcabouço complexo e de resultados medianos, a meta de estabilidade de preços de 2% não havia sido atingida. Isso porque a inflação efetiva ainda

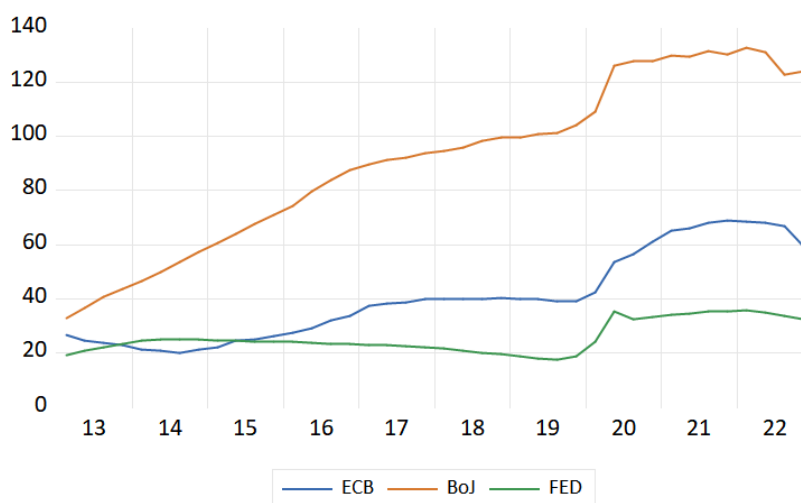


estava em paralelo com as expectativas de inflação, sensíveis principalmente às oscilações nos preços do petróleo. Portanto, neste cenário, a meta de 600 trilhões de ienes para o PIB nominal a ser alcançada até 2020, anunciada em setembro de 2015 pelo primeiro-ministro Abe, tornava-se cada vez mais difícil de ser alcançada. E, apesar da expectativa acerca dos Jogos Olímpicos de Tóquio em 2020 como fator de contribuição para atingir a meta, isso não foi observado em decorrência da pandemia de COVID-19 (KOWALEWSKI; SHIRAI, 2023).

Em março de 2020, o balanço do BoJ ultrapassou os 600 trilhões de ienes. Dessa forma, entendeu-se que o objetivo de PIB era impossível de ser alcançado no ano seguinte, e como registrado, o PIB nominal para 2020 e 2021 foi de 538 trilhões e 550 trilhões de ienes, respectivamente. A pandemia de COVID-19, surpreendeu quase todas as previsões econômicas e forçou os formuladores de políticas em todo o mundo a tomar medidas sem precedentes para mitigar os efeitos adversos para a economia (KOWALEWSKI; SHIRAI, 2023).

Em comparação com outros bancos centrais, a reação do BoJ foi relativamente moderada, visto que tanto o FED quanto o BCE optaram por comprar mais ativos, especialmente títulos do governo (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2023a). Para o BoJ, não era viável aumentar ainda mais a dinâmica das compras de títulos, mesmo assim, os balanços tanto do FED quanto do BCE antes da COVID-19 estavam longe dos níveis do BoJ, que havia ultrapassado 100% do PIB nominal e que está atualmente em torno de 130% (KOWALEWSKI; SHIRAI, 2023).

Gráfico 24: Balanço dos bancos centrais em proporção do PIB (em %).



Fonte: ECB, U.S. Bureau of Economic Analysis, BoJ e Eurostat.

No cenário de pandemia, o BoJ buscou duas medidas. A primeira foi continuar com a aplicação do YYC, e a segunda foi iniciar o lançamento de novos programas para promover a extensão de crédito dos bancos ao setor privado doméstico (BANK OF JAPAN, 2020). Em convergência com a segunda medida, enfatiza-se a importância de medidas de financiamento de empréstimos para lidar com a crescente demanda monetária durante a pandemia de COVID-19 (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, 2021). Além disso, vale ressaltar que os programas de financiamento de empréstimos como este também são considerados ferramentas de política monetária não convencional (KOWALEWSKI; SHIRAI, 2023). Isso porque esses programas buscam apoiar objetivos de política monetária, objetivos de estabilidade financeira e programas de empréstimos estatais (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2023b).

### 3.6. Panorama da Política Fiscal

A partir de 2001, observou-se um impulso para a consolidação fiscal de médio prazo, que foi reiniciado ao estabelecer uma meta de alcançar um superávit primário até o início da década de 2010, apesar de ter sido revogada a partir das consequências da GFC. O foco estava em cortes de gastos, especialmente na redução de investimentos públicos, resultando

em uma relação estável entre despesas e PIB, apesar do aumento nos gastos relacionados ao envelhecimento populacional. Do lado da receita, não se aumentou imediatamente a taxa do IVA, apesar do aumento constante das contribuições para a seguridade social na década de 2000. Entende-se que este aumento nas contribuições para a seguridade social reflete duas reformas que ocorreram no início dos anos 2000. A primeira, a introdução do Sistema de Seguros de Cuidados de Longo Prazo em 2000. Já a segunda, a reforma da previdência em 2004, que legislou um aumento gradual nas taxas de contribuição para a previdência até o ano fiscal de 2017 (FOURNIER; HISANAGA; NGUYEN, 2022).

Como apresentam Fournier, Hisanaga e Nguyen (2022), em 2010, o governo elaborou a Estratégia Fiscal de Médio Prazo, que estabeleceu uma meta de reduzir pela metade o déficit primário até 2015 relativamente a 2010 e alcançar um superávit primário até o ano fiscal de 2020. Para cumprir esse compromisso, como visto anteriormente, o governo legislou em 2012 um aumento escalonado na taxa do IVA. No final de 2012, o Primeiro-Ministro Abe, promoveu uma "Política Fiscal Flexível" como parte da política econômica "Abenomics", e implementou um pacote substancial de estímulos em 2013.

Enquanto o primeiro aumento na taxa IVA foi implementado em abril de 2014 conforme programado, o segundo aumento foi adiado duas vezes, primeiro para 2017 e depois para 2019. Dessa forma, em 2017, o Primeiro-Ministro Abe decidiu alocar parte das receitas adicionais na educação pré-escolar. Como resultado, o compromisso anterior de alcançar um superávit primário até 2020 tornou-se inviável, e o prazo para o equilíbrio primário foi adiado para o ano fiscal de 2025 (FOURNIER; HISANAGA; NGUYEN, 2022).

Já quanto à pandemia de COVID-19, Fournier, Hisanaga e Nguyen (2022) avaliam que o país respondeu em grande escala, visto que foram implementados quatro orçamentos suplementares substanciais em 2020 e 2021, totalizando cerca de 18,5% do PIB. Como resultado, os déficits primários aumentaram acentuadamente de 2,5% do PIB em 2019 para 8% e 7% em 2020 e 2021, respectivamente.

De maneira geral, vale analisar que o governo japonês oferece cobertura universal de saúde e aposentadoria pública, fazendo com que o envelhecimento tenha um impacto direto nas finanças públicas. Dessa forma, a introdução do Sistema de Seguros de Cuidados de Longo Prazo em 2000 adicionou ainda maior pressão aos gastos com a seguridade social.

Além disso, a reforma previdenciária de 2004 introduziu um mecanismo de ajuste automático que ajusta os benefícios em resposta às mudanças demográficas. Apesar deste mecanismo ter sido implementado apenas em 2015, em decorrência da impossibilidade de sua adoção em cenários deflacionários, os benefícios agregados da previdência aumentaram de 4,5% do PIB em 1990 para 10% em 2020. De maneira similar, os gastos públicos com saúde aumentaram continuamente de 3,5% do PIB em 1990 para 9% em 2020 (FOURNIER; HISANAGA; NGUYEN, 2022).

Nas últimas três décadas, o governo japonês manteve déficits primários impulsionados por múltiplos pacotes de estímulo após o estouro da bolha, um aumento nos gastos relacionados à idade e grandes choques que interromperam o caminho para a consolidação fiscal. Consequentemente, a dívida pública acumulou-se a um nível sem precedentes, para o qual as despesas com pensões e saúde contribuíram significativamente. Assim, nota-se que as autoridades fiscais precisarão encontrar um equilíbrio delicado entre alcançar uma recuperação econômica duradoura e manter a sustentabilidade da dívida.

Quanto à coordenação entre as políticas fiscais e monetárias, Westelius (2020) avalia que há uma grande falha entre os órgãos controladores. Isso porque o BoJ argumenta que políticas fiscais de apoio e reformas estruturais são fundamentais para reanimar a economia. Enquanto que o governo argumenta que a alta dívida pública limita o suporte fiscal e que é necessário um estímulo monetário ainda mais agressivo para sair da deflação e criar um ambiente mais propício para aprovar reformas impopulares.

Apesar da tentativa de coordenação através da Declaração Conjunta de 2013 entre BoJ e governo, entende-se que não houve sucesso. Embora a política monetária tenha cumprido sua parte no acordo, o suporte da política fiscal foi esporádico e as reformas estruturais progrediram lentamente. Nesse sentido, pode-se avaliar que o governo optou por usar o espaço fiscal criado pelo programa de flexibilização da política monetária do BoJ para reduzir o déficit em vez de apoiar esforços de reativação e acelerar reformas estruturais (WESTELIUS, 2020).

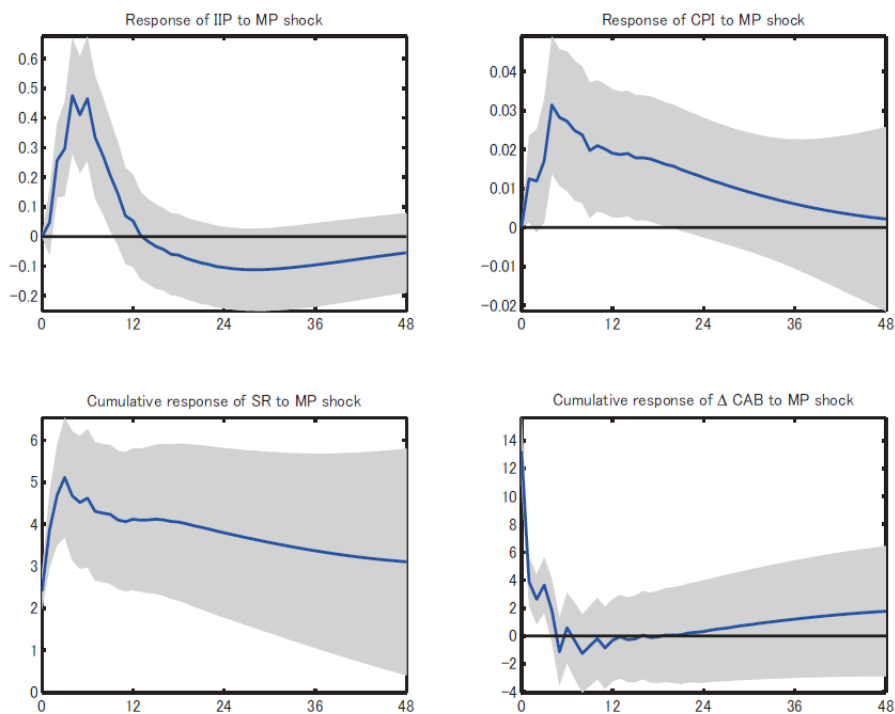
Além disso, ao observar neste século um cenário econômico mais favorável comparativamente aos anos 1990, Koo (2008) sugere que a recuperação pode ser atribuída a uma dissipação dos choques causados pelo estouro da bolha especulativa, especificamente a

mudança de comportamento das empresas. O autor avalia que a partir de 2005, as empresas que antes buscavam uma limpeza de seus balanços patrimoniais através do pagamento de dívidas, voltaram a tomar crédito. Esta transição teria gerado maiores impactos para o desempenho econômico do que determinadas reformas estruturais, como privatizações.

### **3.7. Avaliação de impactos**

A partir do apresentado, busca-se compreender quais são as avaliações possíveis para o panorama da política monetária japonesa no século XXI. Inicialmente, busca-se compreender os impactos da adoção do QE entre 2001 e 2006. Em geral, estudos que buscam captar os efeitos da expansão da base monetária através da compra de títulos apresentam respostas positivas do nível de atividade e do mercado acionário. Shibamoto e Tachibana (2013) apresentam um modelo de VAR estrutural, em que se observam efeitos significativos do QE na economia real. Os autores entendem que os efeitos sobre o produto são transmitidos através do mercado acionário. Além disso, observa-se resultados que sugerem um papel limitado em magnitude do QE japonês em seus efeitos sobre o nível de preços.

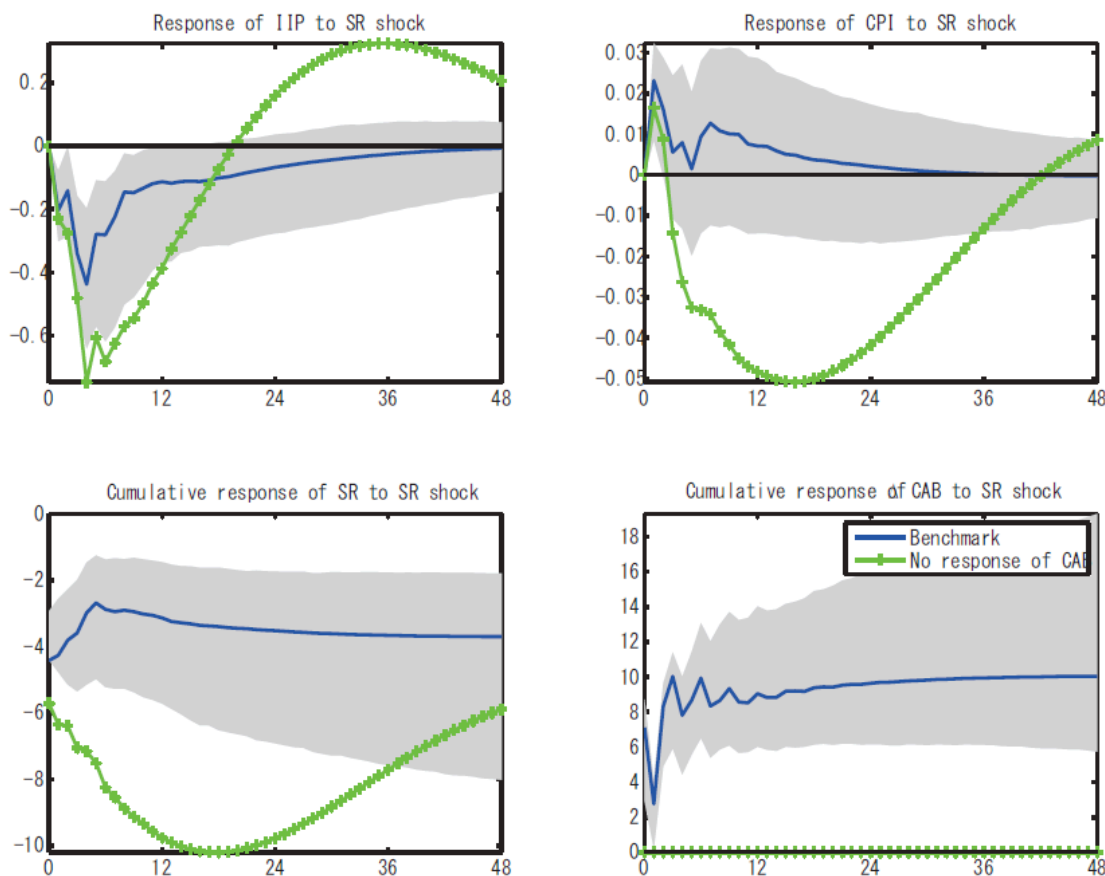
Figura 10: Resultado de impulso resposta a choques de QE.



Fonte: Shibamoto e Tachibana (2013).

Observações: IIP: Índice de Produção Industrial, MP: Política Monetária, SR: Retorno das Ações, CAB: Balanço do BoJ, CPI: Índice de Preços ao Consumidor.

Figura 11: Resultado de impulso resposta a choques no retorno acionário.



Fonte: Shibamoto e Tachibana (2013).

Observações: IIP: Índice de Produção Industrial, MP: Política Monetária, SR: Retorno das Ações, CAB: Balanço do BoJ, CPI: Índice de Preços ao Consumidor.

Estudos como Honda, Kuroki e Tachibana (2007) e Otsubo (2019) também realizam avaliações de impulso resposta do QE para diferentes variáveis em modelos VAR e TVP-VAR, respectivamente. Variáveis como exportações, créditos não produtivos, taxa de câmbio e empréstimos bancários são inseridas nos modelos. Como resultado, observa-se efeitos similares ao estudo anterior, com respostas positivas para nível de produção e produto, para taxa de câmbio e preço das ações. Enquanto que para o nível de preços, os resultados não são compreendidos em efeitos positivos consistentes.

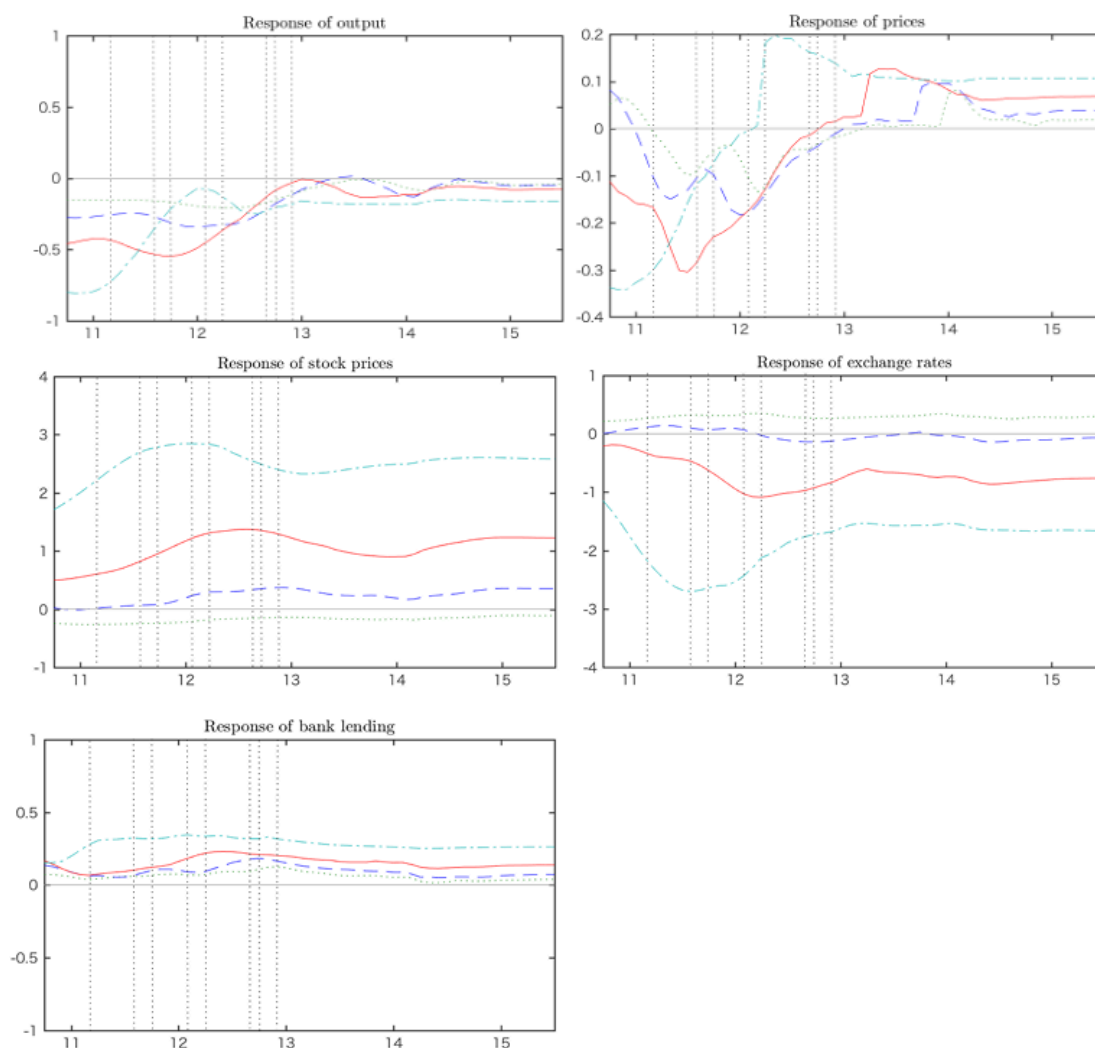
Shirai (2018) avalia que a análise do BoJ de que a inflação era positiva no final de 2005 a janeiro de 2006 se mostrou errada. Assim, uma das condições de encerramento do QE não teria sido satisfeita. Ademais, a inflação comparada aos mesmos períodos do ano anterior para este momento permaneceram negativas. Por esse motivo, especialistas consideram o abandono do QE prematuro, indicando que o BoJ estaria avançando rápido demais em direção à normalização de sua flexibilização monetária.

A autora ainda avalia que enquanto o QE estava em vigor, os indicadores de expectativa de inflação de longo prazo apresentaram resultados mistos: alguns permaneceram abaixo de 1%, enquanto outros permaneceram um pouco acima de 1%. Além disso, não estaria claro para ela o motivo para que as expectativas de inflação de longo prazo permanecessem positivas e próximas de 1%, enquanto que a inflação efetiva permanecia negativa. Este cenário pode sugerir algum viés do QE nas expectativas de inflação, refletindo as projeções constantemente otimistas do BoJ. Assim, pode-se dizer que o intervalo que a inflação e sua expectativa deveria ter sido examinado com mais cuidado antes de decidir sobre o encerramento da política.

Quanto à implementação do CME, repetem-se estudos que buscam captar seus efeitos para a economia. Otsubo (2019), utilizando um modelo TVP-VAR, mostra que para o CME, a resposta do produto se mostra inicialmente negativa, com breve crescimento ao longo do tempo. O autor ainda nota que as respostas da inflação apenas se tornam estáveis a partir de janeiro de 2013, com o anúncio das metas de inflação, realizado muito próximo ao fim do CME. Entende-se ainda que a resposta sobre os preços das ações foi se expandindo com o tempo, ganhando destaque durante o período do CME. Entretanto, neste caso, o autor avalia que este resultado se deve ao grande volume de capital estrangeiro injetado em decorrência dos acontecimentos da GFC.



Figura 12: Resultado de impulso resposta a choque de CME.



Fonte: Otsubo (2019).

Convergindo em resultados, Lam (2011) avalia que o CME teve um impacto significativo sobre os rendimentos dos títulos e sobre os preços das ações, mas não um efeito notável sobre a taxa de câmbio e as expectativas de inflação. Além disso, o autor nota que o impacto da política decorre principalmente do efeito de seu próprio anúncio, em vez de sua execução em si. Avalia-se ainda que o CME contribuiu para uma queda nas taxas de juros de longo prazo, fomentando o apetite dos investidores pelo risco. No entanto, seus impactos positivos precisam ser ponderados em relação aos potenciais riscos de comprometer a independência do BoJ e de produzir um crowding out das transações privadas no mercado.

Do ponto de vista qualitativo, Shirai (2018) avalia que a política do BoJ carecia de credibilidade pela sua condução. Desde sua introdução em outubro de 2010, o CME foi aumentado em tamanho nove vezes, no entanto, apesar de ser considerada uma flexibilização substancial, o montante aumentado a cada vez estava na faixa de 5 a 10 trilhões de ienes. Além disso, nota-se que a estratégia de comunicação do BoJ não foi tão eficaz, e a percepção se espalhou tanto internamente quanto globalmente de que o BoJ estava sendo passivo ao lidar com a deflação. Este comportamento transparece uma grande fragmentação da política monetária, indicando uma potencial falta de firmeza do BoJ para atingir seus objetivos de combate à deflação.

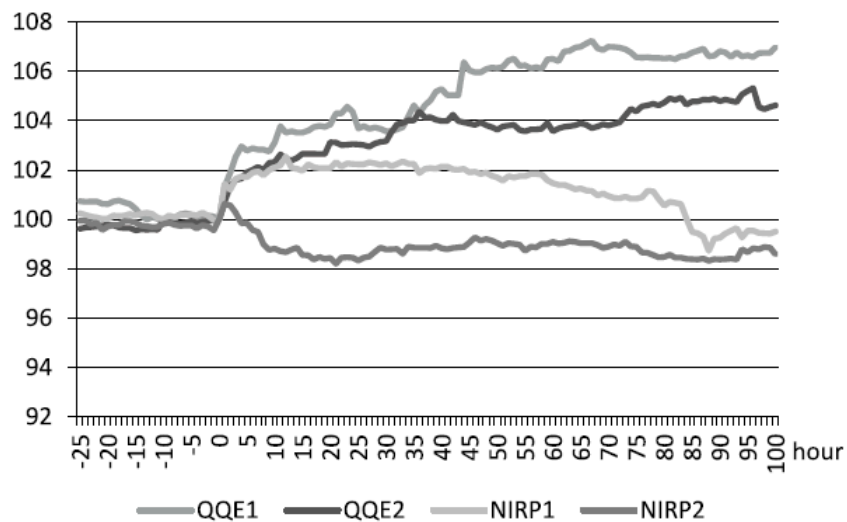
Por fim, a autora ressalta que outro fator que contribuiu para uma percebida falta de credibilidade do BoJ estava associado à diminuição da eficácia do CME. As expansões nas compras de JGB com um vencimento máximo de 3 anos já havia achatado a curva de rendimentos para este período de maturação, deixando espaço limitado para uma maior queda. Neste cenário, o BoJ estendeu o vencimento máximo de 2 anos para 3 anos em abril de 2012, mas as expectativas de mercado antecederam esta extensão. Com expectativas ajustadas, estender a maturidade não apenas reduziu a eficácia da política monetária, mas também gerou a sensação de passividade do BoJ.

Quanto à implementação do QQE, deve-se entender que a política se estende de 2013 até os dias atuais, o que pode limitar avaliações de seus impactos. Neste período, a política passa por reformulações como sua expansão em 2014, e a implementação da NIRP e do YCC em 2016. Dessa forma, busca-se avaliar os efeitos destas diferentes configurações de política monetária separadamente. Fukuda (2019) demonstra que a disposição inicial do QQE e sua versão expandida, antes da NIRP, causaram não apenas a desvalorização persistente do câmbio, mas também uma recuperação substancial dos preços das ações, sinais positivos para a economia.

Em contraste, o autor apresenta que o QQE com NIRP teve impactos limitados na taxa de câmbio e nos preços das ações no Japão. Em vez disso, teve impactos substanciais nas taxas de juro de longo prazo, visto no achatamento excessivo da curva de rendimentos, o que gerou sérias preocupações sobre a rentabilidade das instituições financeiras. Da mesma

forma, o QQE com YCC não causou uma desvalorização persistente da taxa de câmbio, tampouco no preço das ações.

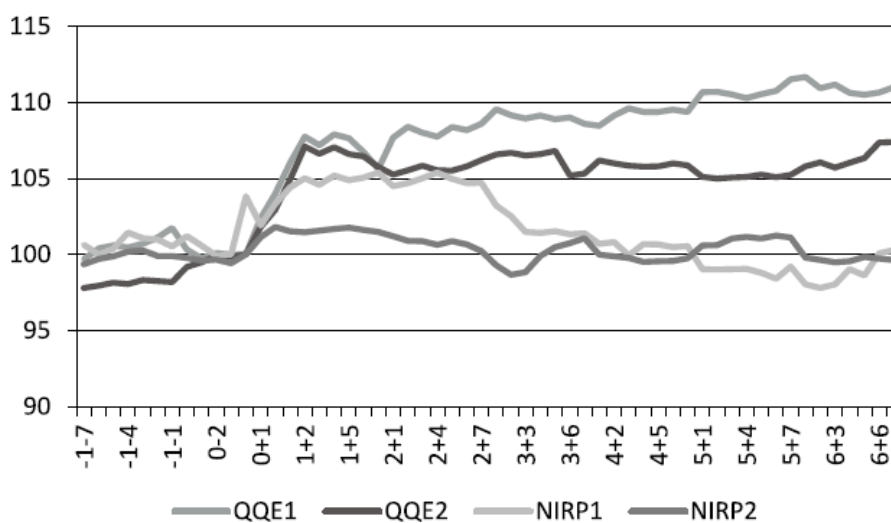
Figura 13: Variação da Taxa de Câmbio antes e depois da implementação das políticas monetárias.



Fonte: Fukuda (2019).

Observações: QQE1: QQE em disposição inicial, QQE2: QQE após sua expansão, NIRP1: QQE + NIRP, QQE2: QQE + NIRP + YCC.

Figura 14: Variação do Índice NIKKEI 225 antes e depois da implementação das políticas monetárias.

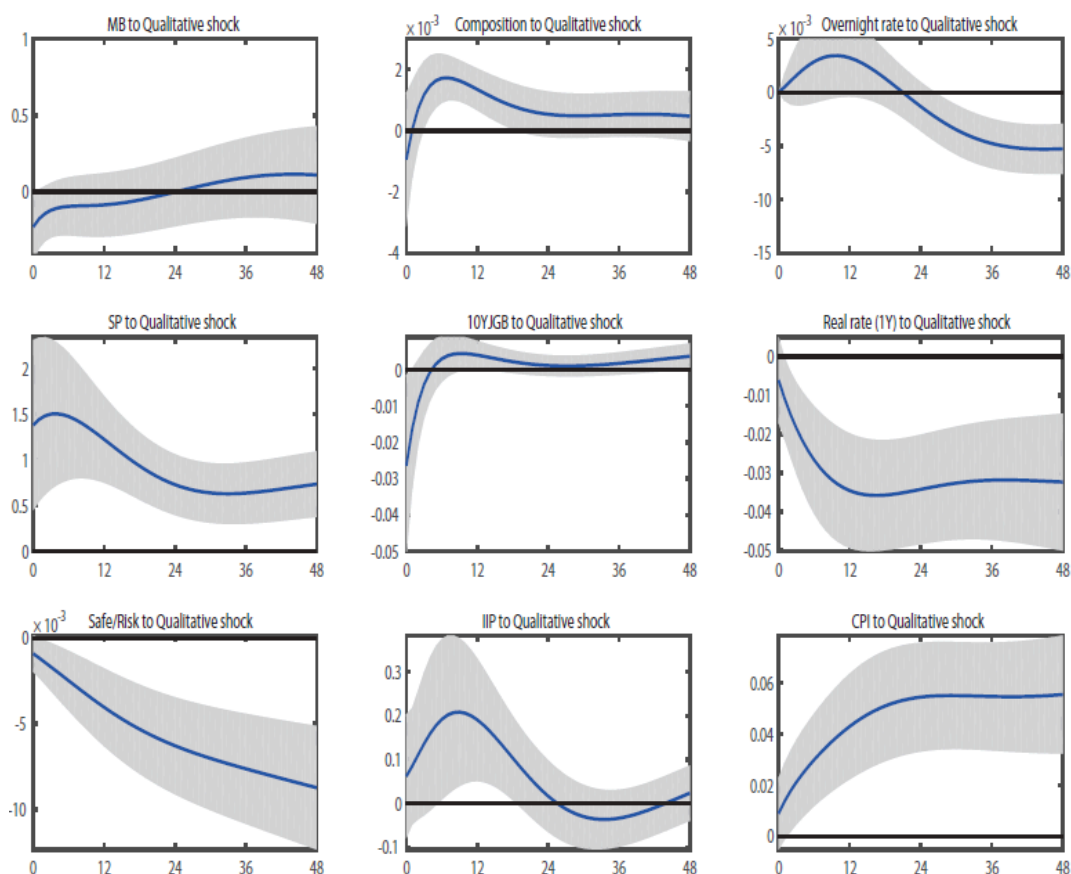


Fonte: Fukuda (2019).

Observações: QQE1: QQE em disposição inicial, QQE2: QQE após sua expansão, NIRP1: QQE + NIRP, QQE2: QQE + NIRP + YCC.

Quanto ao qualitative easing, implementado dentro do QQE, Nakashima, Shibamoto e Takahashi (2017) apresentam resultados de impulso resposta de um modelo VAR que busca captar apenas os efeitos da alteração no nível de risco do portfólio do BoJ. Avalia-se que esta ferramenta apresenta efeitos persistentes positivos sobre a inflação, além de um resultado positivo temporário sobre o nível de produção. Entretanto, apesar do efeito positivo inicial na taxa de juros *overnight*, observa-se que sua resposta de longo prazo é consistentemente negativa.

Figura 15: Resultados de impulso resposta para choques de flexibilização qualitativa.



Fonte: Nakashima, Shibamoto e Takahashi (2017).

Observações: MB: Base Monetária, SP: Índice de Preço de Ações, IIP: Índice de Produção Industrial, CPI: Índice de Preços ao Consumidor.

Em retrospecto, Shirai (2018), ao avaliar o QQE, sua expansão e a NIRP, nota alguns resultados positivos. No entanto, entende-se que o BoJ poderia ter esperado até que a pressão de queda sobre a inflação devido aos preços do petróleo em 2014 começasse a aliviar antes de fazer avaliar novas flexibilizações. Isso porque a política monetária já era bastante expansionista, uma vez que as taxas de juros já estavam baixas, avaliando que uma flexibilização adicional não seria justificável. Para a autora, após a decisão de adotar a medida suplementar, a adoção de uma taxa de juro negativa pareceu inadequada. Especialmente, a NIRP reduziu a sustentabilidade da compra de JGB, visto que algumas instituições financeiras se mostraram relutantes em vender os JGB.

Outros autores também discorrem sobre os efeitos da NIRP, Honda e Inoue (2019) avaliam que a introdução do NIRP aumentou substancialmente o investimento residencial e, assim, apoiou o crescimento da economia. Além disso, a introdução da NIRP reduziu a taxa de juros de longo prazo em cerca de 50 pontos base, o que provavelmente teria apoiado o investimento não residencial privado, apesar de uma apreciação de cerca de 20% do iene durante o período.

Shirai (2018) também avalia que desde a adoção do YCC, a curva de rendimentos se acentuou, especialmente para o prazo para além de 10 anos, mitigando o impacto adverso sobre as instituições financeiras, especialmente os investidores institucionais. Além disso, a autora elenca três aspectos positivos principais: ganho de sustentabilidade nas compras de JGB, maior impacto na depreciação cambial através da diferença de juros e possibilita uma transição mais suave de política monetária para o futuro. Por outro lado, também alerta quanto à desafios e potenciais efeitos colaterais: complicações na comunicação devido à falta de clareza sobre a intenção política do BoJ, prêmio de risco negativo e reestruturação corporativa adiada, distorção no mercado de JGB e desafios operacionais quanto à manutenção de uma curva de rendimentos adequada, e risco de comprometer a disciplina fiscal.

## CONCLUSÃO

A análise da evolução da política monetária japonesa desde a década de 1990 revela um cenário de complexidade, tanto pelo contexto interno, com a bolha especulativa e o envelhecimento populacional, quanto por choques externos, como crises globais e desastres naturais. Assim, ressalta-se a importância de uma abordagem adaptativa para enfrentar os desafios econômicos, enfatizando a necessidade de coordenação e comunicação eficaz.

Durante os anos 1990, a instabilidade na inflação e a relutância em adotar medidas mais assertivas refletiram-se na trajetória econômica do Japão. As sucessivas quedas de juros em pequena magnitude e a implementação da ZIRP em 1998, embora com o objetivo de buscar estabilidade financeira, enfrentaram críticas pela falta de agressividade, indicando que o posicionamento do BoJ no período poderia ter contribuído para um declínio gradual na atividade econômica.

No início do século XXI, novas estratégias, como o QE e o CME, foram introduzidas. Avalia-se que o QE trouxe impactos positivos, especialmente para o mercado financeiro e para a atividade econômica, mas a decisão de encerramento considerada prematura levantou preocupações sobre suas consequências para a estabilidade econômica. A implementação do CME, por sua vez, mostrou-se mista em avaliações, com pontos positivos para seus efeitos sobre rendimentos de títulos e preços das ações, mas fazendo necessário ponderar seus riscos para a independência do BoJ.

Ainda no século XXI, o QQE apresentou análises inicialmente positivas quanto à sua implementação, como a desvalorização do câmbio e aumento do preço das ações. No entanto, com a implementação subsequente da NIRP e do YCC, as avaliações passam a ser mistas, considerando o pequeno efeito sobre indicadores anteriormente citados. Além disso, proporcionaram um achatamento excessivo da curva de rendimentos, fator que gerou preocupação quanto à rentabilidade das instituições financeiras e estabilidade sistêmica.

Do ponto de vista da relação entre a política monetária e fiscal, entende-se que ambas demonstraram comprometimento quanto aos seus objetivos individuais. No entanto, considerando que a efetividade da política monetária é em boa parte determinada pela política fiscal, nota-se que a coordenação entre as partes não foi satisfatória durante o período avaliado.

**REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

ABE, S. **Press Conference by Prime Minister**, 2012.

ANGRICK, S.; YOSHINO, N. From Window Guidance to Interbank Rates: Tracing the Transition of Monetary Policy in Japan and China. **BOFIT Discussion Papers**, v. 4, 2018.

ARCHER, D. F. Foreign exchange market intervention: methods and tactics. **BIS Papers**, v. 24, n. 24, p. 40–55, 2005.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Central Bank Asset Purchases in Response to the Covid-19 Crisis**. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/cgfs68.htm>>, 2023.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Funding for lending programmes**. Disponível em: <[https://www.bis.org/publ/mc\\_funding\\_for\\_lending\\_programmes.htm](https://www.bis.org/publ/mc_funding_for_lending_programmes.htm)>, 2023.

BANK OF JAPAN. **Bank of Japan Act (Act No. 89 of June 18, 1997)**, 1997.

BANK OF JAPAN. **Change in the Guideline of Money Market Operations and Reduction in the Official Discount Rate**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2001/k010228a.htm](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2001/k010228a.htm)>, 2001.

BANK OF JAPAN. **New Procedures for Money Market Operations and Monetary Easing**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2001/k010319a.htm](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2001/k010319a.htm)>, 2001.

BANK OF JAPAN. **Enhancement of Monetary Policy Transparency**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2003/k031010b.htm](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2003/k031010b.htm)>, 2003.

BANK OF JAPAN. **Outlook for Economic Activity and Prices**. Disponível em: <<https://www.boj.or.jp/en/mopo/outlook/gor0504.htm>>, 2005.

BANK OF JAPAN. **Outlook for Economic Activity and Prices**. Disponível em: <<https://www.boj.or.jp/en/mopo/outlook/gor0604.htm>>, 2006.

BANK OF JAPAN. **Change in the Guideline for Money Market Operations**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2006/k060309.htm](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2006/k060309.htm)>, 2006.

BANK OF JAPAN. **Minutes of the Monetary Policy Meeting on March 8 and 9, 2006**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche\\_minu/minu\\_2006/g060309.htm](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/minu_2006/g060309.htm)>, 2006.

BANK OF JAPAN. **The Introduction of a New Framework for the Conduct of Monetary Policy**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2006/k060309b.htm](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2006/k060309b.htm)>, 2006.

BANK OF JAPAN. **Change in the Guideline for Money Market Operations**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2006/k060714.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2006/k060714.pdf)>, 2006.

BANK OF JAPAN. **Change in the Guideline for Money Market Operations**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2007/k070221.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2007/k070221.pdf)>, 2007.

BANK OF JAPAN. **On Monetary Policy Decisions**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2008/k081031.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2008/k081031.pdf)>, 2008.

BANK OF JAPAN. **On Monetary Policy Decisions**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2008/k081219.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2008/k081219.pdf)>, 2008.

BANK OF JAPAN. **Clarification of the “Understanding of Medium- to Long-Term Price Stability”**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2009/un0912c.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2009/un0912c.pdf)>, 2009.

BANK OF JAPAN. **Comprehensive Monetary Easing**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2010/k101005.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2010/k101005.pdf)>, 2010.

BANK OF JAPAN. **Enhancement of Monetary Easing**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2012/k121220a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2012/k121220a.pdf)>, 2012.



BANK OF JAPAN. **The Price Stability Goal in the Medium to Long Term**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2012/k120214b.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2012/k120214b.pdf)>, 2012.

BANK OF JAPAN. **The “Price Stability Target” under the Framework for the Conduct of Monetary Policy**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2013/k130122b.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2013/k130122b.pdf)>, 2013.

BANK OF JAPAN. **Establishment and Abolishment of Principal Terms and Conditions in accordance with the Introduction of the “Quantitative and Qualitative Monetary Easing”**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2013/rel130404a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2013/rel130404a.pdf)>, 2013.

BANK OF JAPAN. **Expansion of the Quantitative and Qualitative Monetary Easing**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2014/k141031a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2014/k141031a.pdf)>, 2014.

BANK OF JAPAN. **Introduction of “Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate”**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2016/k160129a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2016/k160129a.pdf)>, 2016.

BANK OF JAPAN. **Comprehensive Assessment: Developments in Economic Activity and Prices as well as Policy Effects since the Introduction of Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE)**. Disponível em: <<https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/transparency/rel160930d.pdf>>, 2016.

BANK OF JAPAN. **New Framework for Strengthening Monetary Easing: “Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control”**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2016/k160921a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2016/k160921a.pdf)>, 2016.

BANK OF JAPAN. **Strengthening the Framework for Continuous Powerful Monetary Easing**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state\\_2018/k180731a.htm](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2018/k180731a.htm)>, 2018.

BANK OF JAPAN. **Enhancement of Monetary Easing in Light of the Impact of the Outbreak of the Novel Coronavirus (COVID-19)**. Disponível em: <[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state\\_2020/k200316b.htm](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2020/k200316b.htm)>, 2020.

BUITER, W. H. **Quantitative Easing and Qualitative easing: a Terminological and Taxonomic Proposal**. **Maverecon**, 2008. Disponível em: <<https://web.archive.org/web/20081215182930/http://blogs.ft.com/maverecon/2008/12/quantitative-easing-and-qualitative-easing-a-terminological-and-taxonomic-proposal/>>.

CARGILL, T. F.; HUTCHISON, M. M.; ITO, T. **Financial Policy and Central Banking in Japan**. MIT Press, 2001.

DENISON, E. F.; CHUNG, W. K. Economic Growth and Its Sources. Em: PATRICK, H. T.; ROSOVSKY, H. (Eds.). **Asia's New Giant: How the Japanese Economy Works**. Washington: Brookings Institution, 1976.

DWYER, J. H. Explaining the Politicization of Monetary Policy in Japan. **Social Science Japan Journal**, v. 15, n. 2, p. 179–200, 2012.

EDWARDS, C. **Report of the Mission on Japanese Combines: a Report to the Department of State and the War Department**, 1946.

FOURNIER, J.; HISANAGA, T.; NGUYEN, A. D. M. **The Fiscal Stance in Japan: A Model-based Analysis**. International Monetary Fund, 2022.

FUKUDA, S. The Effects of Japan's Unconventional Monetary Policy on Asian Stock Markets. **Public Policy Review**, v. 15, n. 1, p. 1–20, 2019.

FUMITOSHI, T. Manipulations behind the Consumption Tax Increase: The Ministry of Finance Prolongs Japan's Recession. **Journal of Japanese Studies**, v. 25, n. 1, p. 91–91, 1999.

GEIGER, M. Instruments of Monetary Policy in China and Their Effectiveness: 1994-2006. **SSRN Electronic Journal**, 2008.

HANAI, K. **Japan finally raises its consumption tax**. **East Asia Forum**, 2019. Disponível em: <<https://www.eastasiaforum.org/2019/11/21/japan-finally-raises-its-consumption-tax/>>.

HARRIGAN, J.; KUTTNER, K. **Lost Decade in Translation: Did the US Learn from Japan's Post-Bubble Mistakes?**, 2004. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10938>>.

HAYASHI, F.; PRESCOTT, E. C. The 1990s in Japan: A Lost Decade. **Review of Economic Dynamics**, v. 5, n. 1, p. 206–235, 2002.

HONDA, Y.; INOUE, H. The effectiveness of the negative interest rate policy in Japan: An early assessment. **Journal of the Japanese and International Economies**, v. 52, p. 142–153, 2019.

HONDA, Y.; KUROKI, Y.; TACHIBANA, M. An Injection of Base Money at Zero Interest Rates: Empirical Evidence from the Japanese Experience 2001-2006. **Discussion Papers in Economics and Business**, 2007.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **World Economic Outlook**. Washington: International Monetary Fund, 2011.

ITO, T. **Japanese monetary policy: 1998-2005 and beyond**, 2006. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/RePEc:bis:bisbpc:31-09>>.

ITO, T.; MISHKIN, F. S. **Monetary Policy in Japan: Problems and Solutions**. 2004.

ITOH, M.; KOIKE, R.; SHIZUME, M. **Bank of Japan's Monetary Policy in the 1980s: a View Perceived from Archived and Other Materials**, 2015.

ITOH, M.; MORITA, Y.; OHNUKI, M. **Monetary Policy in the 1990s: Bank of Japan's Views Summarized Based on the Archives and Other Materials**, 2020.

KAWAMOTO, T. et al. **Methodology for Estimating Output Gap and Potential Growth Rate: an Update**. Bank of Japan, 2017.

KEEN, M. et al. **Raising the Consumption Tax in Japan: Why, When, How?** International Monetary Fund, 2011.

KOO, R. C. **The Holy Grail of Macroeconomics**. John Wiley & Sons, 2008.

KOWALEWSKI, P.; SHIRAI, S. History of Bank of Japan's More Than Two Decades of Unconventional Monetary Easing with Special Emphasis on the Frameworks Pursued in the Last 10 Years. **ADB Working Paper**, v. 1380, 2023.

KURODA, H. **The Battle Against Deflation: The Evolution of Monetary Policy and Japan's Experience**. Columbia University, New York, 2016.

LAM, R. **Bank of Japan's Monetary Easing Measures: Are They Powerful and Comprehensive?** Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1974832>>, 2011.

LEIGH, D. Monetary Policy and the Lost Decade: Lessons from Japan. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 42, n. 5, p. 833–857, 2010.

NAKAMURA, T. **Postwar Japanese Economy, The; Its Development and Structure, 1937-1994**. 2. ed. University of Tokyo, 1995.

NAKAO, T. Japan's Experience with Fiscal Policy in the 1990s in the Aftermath of the Bubble Economy. **SSRN Electronic Journal**, 2002.

NAKASHIMA, K.; SHIBAMOTO, M.; TAKAHASHI, K. Identifying Unconventional Monetary Policy Shocks. **SSRN Electronic Journal**, 2017.

NEELY, C. J. The Practice of Central Bank Intervention: Looking under the Hood. **SSRN Electronic Journal**, 2000.

NEELY, C. J. The Great Foreign Exchange Intervention of 2011. **Economic Synopses**, v. 2011, n. 23, 2011.

OHNO, K. **The History of Japanese Economic Development**. 1. ed. New York: Routledge, 2017.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **OECD Economic Surveys: Japan 2021**. OECD, 2021.

OTSUBO, K. P. The Effects of Unconventional Monetary Policy in Japan: New Evidence from Time-Varying Parameter VAR Analysis. **The Singapore Economic Review**, v. 68, 2019.

OTSUBO, S. T. Post-War Development of the Japanese Economy. Course for EDP&M Program, GSID, Nagoya University, 2007.

PATRICK, H. **How the Japanese Financial System and Its Main Bank System Have Dealt with Generic Issues of Financial Development**, 1997.

PATTERSON, D.; BEASON, D. Politics, Pressure, and Economic Policy: Explaining Japan's Use of Economic Stimulus Policies. **World Politics**, v. 53, n. 4, p. 499–523, 2001.

POSEN, A. S. **Restoring Japan's Economic Growth**. Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1998.

RESERVE BANK OF AUSTRALIA. **Statement on Monetary Policy**. Disponível em: <<https://www.rba.gov.au/publications/smp/2014/feb/>>, 2014.

SHIBAMOTO, M.; TACHIBANA, M. The Effect of Unconventional Monetary Policy on the Macro Economy: Evidence from Japan's Quantitative Easing Policy Period. **Discussion Paper Series**, 2013.

SHIBAMOTO, M.; TAKAHASHI, W.; KAMIHIGASHI, T. **Japan's Monetary Policy: a Literature Review and Empirical Assessment**. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/RePEc:kob:dpaper:dp2020-15>>, 2021.

SHIRAI, S. **Mission Incomplete : Reflating Japan's Economy**. 2. ed. Tokyo, Japan: Asian Development Bank Institute, 2018.

STATE-WAR-NAVY COORDINATING COMMITTEE. **Politico-Military Problems in The Far East: United States Initial Post-Defeat Policy Relating to Japan**, 1945.

THE JAPAN INSTITUTE FOR LABOUR POLICY AND TRAINING. **Labor Situation in Japan and Its Analysis: Detailed Exposition 2009/2010**. . Disponível em: <<https://www.jil.go.jp/english/lpj/detailed/2009-2010.html>>, 2009.

TROY, L. Trade Union Membership, 1897-1962. **The Review of Economics and Statistics**, v. 47, n. 1, p. 93, 1965.

UNAYAMA, T.; CASHIN, D. **Estimating the harm Japan's next VAT rate increase will inflict on the economy.** **VoxEU**, 2016. Disponível em: <<https://cepr.org/voxeu/columns/estimating-harm-japans-next-vat-rate-increase-will-inflict-economy>>.

WESTELIUS, N. J. Twenty Years of Unconventional Monetary Policies: Lessons and Way Forward for the Bank of Japan. **IMF Working Papers**, 2020.

WORLD BANK GROUP. **Global Economic Prospects, January 2018: Broad-Based Upturn, but for How Long?** Washington, DC: World Bank, 2017.

YUKIO, N., Land Prices and House Prices in Japan. Em: Housing Markets in the United States and Japan. National Bureau of Economic Research, Inc., 1994.