



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E GESTÃO
DE POLÍTICAS PÚBLICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

Alex De Lima Honório

Política Monetária Não Convencional no Japão: uma análise da atuação do banco central japonês durante o período da pandemia de Covid-19 entre 2020 e 2021

Brasília
2025

Alex De Lima Honório

Política Monetária Não Convencional no Japão: uma análise da atuação do banco central japonês durante o período da pandemia de Covid-19 entre 2020 e 2021

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Prof^ª. Dra. Miriam Oliveira Silva Português

Brasília
2025

Alex de Lima Honório

Política Monetária Não Convencional no Japão: uma análise da atuação do banco central japonês durante o período da pandemia de Covid-19 entre 2020 e 2021

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas.

Prof.^a Dr.^a Miriam Oliveira Silva Português (orientadora)
Universidade de Brasília (UnB)

Prof.^a Dr.^a Adriana Moreira Amado (membro da banca)
Universidade de Brasília (UnB)

RESUMO

Este trabalho analisa a política monetária no Japão, com ênfase na atuação do Banco Central do Japão (BoJ) durante a crise provocada pela pandemia de COVID-19. Como o Japão se destaca como pioneiro no uso de instrumentos não convencionais de política monetária, busca-se compreender como esses instrumentos foram utilizados pelo BoJ ao longo das últimas décadas, sobretudo entre 2020 e 2021, e entender seus limites e efeitos. A pesquisa é estruturada em três capítulos principais, nos quais são apresentados os fundamentos teóricos da política monetária e seus instrumentos convencionais e não convencionais; a evolução da política monetária japonesa desde o final dos anos 1990 até o período pré-pandemia; e os efeitos da pandemia sobre a economia japonesa e as ações adotadas pelo BoJ e pelo governo no período. Embora o BoJ tenha utilizado com intensidade os instrumentos de política monetária não convencional, os efeitos sobre a inflação e o crescimento econômico foram limitados, refletindo os desafios de conduzir a política monetária em contextos de juros próximos de zero e forte incerteza.

Palavras-chave: Política monetária não convencional, Política monetária no Japão, armadilha da liquidez, *quantitative easing*

ABSTRACT

This study analyzes monetary policy in Japan, with an emphasis on the actions of the Bank of Japan (BoJ) during the crisis triggered by the COVID-19 pandemic. As Japan stands out as a pioneer in the use of unconventional monetary policy instruments, the objective is to understand how these tools were employed by the BoJ over the past decades, especially between 2020 and 2021, and to comprehend their limitations and effects. The research is structured into three main chapters, which present the theoretical foundations of monetary policy and its conventional and unconventional instruments; the evolution of Japanese monetary policy from the late 1990s to the pre-pandemic period; and the effects of the pandemic on the Japanese economy, along with the measures adopted by the BoJ and the government during this period. Although the BoJ made extensive use of unconventional monetary policy instruments, their effects on inflation and economic growth were limited, reflecting the challenges of conducting monetary policy in environments with interest rates near zero and high levels of uncertainty.

Keywords: Unconventional monetary policy, Monetary policy in Japan, liquidity trap, quantitative easing

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	6
2 POLÍTICA MONETÁRIA CONVENCIONAL E NÃO CONVENCIONAL	8
2.1 A Teoria Quantitativa da Moeda	9
2.2 A Teoria Keynesiana da Demanda por Moeda	10
2.3 O Regime de Metas para a Inflação	11
2.4 Instrumentos de Política Monetária Convencional	14
2.5 Mecanismos de transmissão da política monetária	17
2.6 Instrumentos de Política Monetária Não Convencional	19
3 DUAS DÉCADAS DE POLÍTICA MONETÁRIA NO JAPÃO.....	24
3.1 O Banco Central do Japão (BOJ)	24
3.2 Contexto econômico do Japão no final dos anos 1990.....	25
3.3 Política de <i>quantitative easing</i> (2001-2006)	26
3.4 Resposta do Banco do Japão à Crise Financeira Global de 2008	28
3.5 A Política Monetária Japonesa sob Abe e Kuroda: do QQE ao Pré-COVID-19	31
4 A POLÍTICA MONETÁRIA DURANTE A PANDEMIA DE COVID-19	37
4.1 Panorama macroeconômico no período pré-COVID-19	37
4.2 A COVID-19 e seus efeitos no mundo e no Japão	38
4.3 Ações do BOJ no enfrentamento da crise	40
4.4 Síntese dos instrumentos de política monetária não convencional	43
4.5 Considerações finais	45
5 CONCLUSÃO	48
REFERÊNCIAS	50

1 INTRODUÇÃO

O Japão, uma das maiores economias no mundo, enfrenta desafios de estabilização econômica há várias décadas. Desde o início dos anos 1990, quando houve o estouro das bolhas imobiliária e financeira, até os dias de hoje, o Banco Central do Japão (BoJ) teve papel atuante.

Na esteira da crise financeira mencionada, foi concedido ao BoJ uma maior independência do governo, desvinculando-o do Ministério da Economia, ao mesmo tempo em que recebia legalmente o mandato de buscar a estabilidade de preços e atuar na manutenção da estabilidade do sistema financeiro (WESTELIUS, 2020).

A partir dos anos 2000, a deflação se torna uma questão relevante. A fim de reflacionar a economia e estimular o crescimento do produto, o BoJ lança mão, de políticas monetárias não convencionais. Tendo em vista que não era mais possível baixar os juros, já que estavam no limite inferior (*zero-lower bound*), as políticas monetárias convencionais perdem a sua eficácia. Então, o BoJ aciona um novo instrumento intitulado *Quantitative Easing* (QE) (WESTELIUS, 2020).

Desde então, de acordo com Westelius (2020), o Japão vem utilizando medidas de políticas monetárias não convencionais de forma consistente, como o QE e o *Yield Curve Control* (YCC), com o objetivo declarado de atingir a meta de inflação de 2% no curto prazo (1 a 2 anos). Tais medidas foram fundamentais, sobretudo nos períodos das grandes crises financeiras do século (Crise Financeira Global de 2008-09 e Pandemia da COVID-19), e foram adotadas por outros bancos centrais no enfrentamento dos períodos de recessão. (WESTELIUS, 2020).

Outro instrumento de política monetária não convencional, e que foi adotado pelo BOJ, é o controle da curva de juros (*Yield Curve Control* – YCC). O objetivo da YCC é influenciar a curva de juros, visando tanto os juros de curto prazo como os juros de longo prazo (10 anos). Ao comprar títulos públicos com vencimentos ao longo de toda a curva de juros, a autoridade monetária influencia os juros de empréstimos de curto e médio prazo, bem como influencia a sustentabilidade de instituições financeiras que visam os juros de longo prazo (WESTELIUS, 2020).

O *Forward Guidance* também é um instrumento alternativo de política monetária. É uma estratégia de comunicação usada pela autoridade monetária para influenciar as expectativas dos agentes sobre a trajetória futura da taxa de juros ao anunciar a orientação da

política monetária. Depende da credibilidade do banco central e da confiança do público e tem a capacidade de auxiliar a manutenção da estabilidade de preços. Para o alcance de sua eficácia, a comunicação tem que ser explícita e objetiva (CAMPBELL *et al.*, 2012).

A motivação para esta pesquisa surge da necessidade de entender como as políticas monetárias não convencionais funcionam em contextos de graves crises econômicas. Nesse sentido, a pesquisa buscará compreender quais foram as políticas monetárias não convencionais adotadas pelo Japão durante a emergência da pandemia da COVID-19. Dadas as particularidades da economia japonesa, e dado o pioneirismo do BoJ em adotar instrumentos como o QE, este estudo também visará compreender a evolução das políticas monetárias convencionais adotadas pelo país até o período em questão, seus efeitos e seus limites. Compreender a experiência do Japão durante a COVID-19 pode apontar caminhos para a formulação de políticas monetárias em futuras crises econômicas globais.

O trabalho foi organizado em três capítulos. O primeiro capítulo introduz os fundamentos da política monetária, abordando os pressupostos teóricos e os instrumentos de política monetária convencional e não convencional. O segundo capítulo examina a trajetória da política monetária no Japão desde os anos 1990 até o período pré-pandemia, com destaque nas respostas do BoJ frente à crise financeira de 2008 e nas medidas de *quantitative easing* e de controle da curva de juros. O terceiro capítulo analisa o impacto da pandemia de COVID-19 sobre a economia japonesa, destacando as ações adotadas pelo BoJ. Por fim, apresentam-se as considerações finais, sintetizando os principais resultados.

2 POLÍTICA MONETÁRIA CONVENCIONAL E NÃO CONVENCIONAL

A política monetária tem um papel importante na condução das economias modernas, provendo ferramentas para alcançar estabilidade econômica, controle da inflação e estímulo ao crescimento econômico. Os bancos centrais utilizam instrumentos convencionais de política monetária, como a taxa de juros e a oferta monetária, para influenciar o mercado financeiro e a atividade econômica. Contudo, em contextos de graves crises econômicas, como a Grande Recessão de 2008 e a crise da pandemia de COVID-19, tais instrumentos convencionais mostraram-se insuficientes, dando espaço para a adoção de políticas monetárias não convencionais.

Segundo Mishkin (2022), a política monetária convencional é fundamentada em ações como as operações de mercado aberto, que regula a liquidez do sistema financeiro, e o controle sobre a taxa básica de juros. O banco central possui um papel essencial na ancoragem das expectativas inflacionárias e na condução de uma política monetária crível e transparente. Esse modelo, que se mostrou eficaz em períodos de estabilidade econômica, encontra limitações quando a economia é confrontada com choques externos de grande magnitude.

A introdução de medidas não convencionais, como o afrouxamento quantitativo (*quantitative easing*) e as intervenções diretas nos mercados de crédito, representam uma evolução nas práticas dos bancos centrais. Essas políticas ampliam a influência sobre diferentes segmentos do mercado, permitindo maior flexibilidade em tempos de incerteza (CARVALHO, 2007).

Além disso, os bancos centrais assumem um papel de "emprestadores de última instância" em contextos de crise, oferecendo suporte à liquidez para preservar a estabilidade do sistema financeiro. Mishkin (2022) argumenta que, nesses momentos, a comunicação eficaz do banco central é fundamental para mitigar riscos de pânico financeiro.

O presente capítulo visa apresentar as principais teorias do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), destacando os principais pontos e contribuições na atual agenda de política econômica, quais sejam: a Teoria Quantitativa da Moeda, que relaciona a variação da oferta monetária com o nível de preços; a Teoria Keynesiana de Demanda por Moeda e a Preferência por Liquidez, que trata da demanda por moeda pelos agentes, considerando que a moeda é um ativo; e o Regime de Metas para a Inflação, principal instrumento adotado na

teoria do NCM. Em seguida, trata dos limites da abordagem do arcabouço do NCM e a adoção de instrumentos de política monetária não convencional no enfrentamento de recessões.

2.1 A Teoria Quantitativa da Moeda

A Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) foi desenvolvida no século XIX e no início do século XX e tem como um de seus expoentes o economista estadunidense Irving Fisher. É uma teoria da demanda por moeda e implica que tal demanda não sofre efeitos das taxas de juros (MISHKIN, 2022).

Fisher, em seu livro *The Purchasing Power of Money*, de 1911 (apud MISHKIN, 2022), busca explicar a relação da quantidade de moeda M e o consumo de bens e serviços produzidos $P \times Y$, onde P é o nível de preços e Y é a renda agregada. O conceito que relaciona essas variáveis é a velocidade de circulação da moeda, definida como o gasto total $P \times Y$ dividido pela quantidade de moeda M :

$$V = \frac{P \times Y}{M} \quad (1)$$

Ao multiplicar a equação (1) por M em ambos os lados, encontramos a equação da troca:

$$M \times V = P \times Y \quad (2)$$

A equação de troca da TQM (2) é uma identidade, na qual define que a quantidade de moeda multiplicada pela quantidade de vezes que esta é transacionada em um determinado ano (velocidade) deve ser igual à renda nominal total (MISHKIN, 2022).

A velocidade de circulação é um valor dado (\bar{V}), determinado pelas instituições e pelos hábitos dos indivíduos. A equação de trocas mostra que, ao mudar uma das variáveis de um lado da equação (M , P e Y), deverá ser alterado, na mesma proporção, as variáveis de outro lado (Carvalho, 2007).

No equilíbrio de longo prazo, porém, a TQM conceitua que a quantidade total dos bens transacionados é dada pela total capacidade da economia determinada por forças reais, como a força de trabalho, estoque de trabalho e tecnologia. Logo, o produto Y estará em seu equilíbrio de longo prazo. Portanto, de acordo com a equação de troca, mudanças no nível de preços ocorrem devido a mudanças no estoque de moeda (CARVALHO, 2007).

Visto que a velocidade de circulação da moeda e o volume de transações são constantes, a teoria quantitativa postula que um aumento na quantidade de moeda em circulação causa um aumento proporcional no nível de preços. A moeda é considerada apenas como um meio de troca, sem poder afetar permanentemente o nível de produto (CARVALHO, 2007).

A TQM pode ser interpretada como a teoria da inflação, ao pressupor que mudança nos preços é resultado de desvios da oferta de moeda de seu nível de equilíbrio de longo prazo, ou seja, acima ou abaixo do crescimento do produto real. Assim temos que

$$\pi = \% \Delta M - \% \Delta Y \quad (3)$$

A taxa de inflação, dada pela equação (3), é igual à taxa de crescimento da oferta de moeda subtraída da taxa de crescimento do produto real (CARVALHO, 2007):

2.2 A Teoria Keynesiana da Demanda por Moeda

John Maynard Keynes aborda, em seu livro *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, de 1936, uma visão diferente da TQM, construindo uma teoria da demanda por moeda com ênfase na importância da taxa de juros.

Na teoria keynesiana, a moeda desempenha um papel que vai além de ser um meio de troca, como preceituava a teoria quantitativa da moeda. Para Keynes, a moeda é também uma reserva de valor, capaz de transportar riqueza ao longo do tempo. Ou seja, a moeda era considerada um ativo. Quanto maior a incerteza percebida, maior será a retenção de moeda. Assim, a moeda não é apenas uma forma conveniente de estabelecer a ponte entre os fluxos de entrada e saída de recursos, mas também um ativo que os agentes preferem manter em momentos de maior incerteza (CARVALHO, 2007).

A teoria clássica pressupõe que a taxa de juros é o preço que equilibra a demanda por fundos emprestáveis e a propensão de abster-se do consumo imediato. Para Keynes, a taxa de juros é uma recompensa pela renúncia à liquidez. A moeda, sendo o ativo com a maior liquidez, torna-se um elemento na determinação da taxa de juros, que é vista como um fenômeno monetário, influenciado pela preferência pela liquidez dos agentes e pela política monetária (CARVALHO, 2007).

As expectativas sobre a taxa de juros futura influenciam a preferência por ativos líquidos, com revisões ocorrendo conforme novas informações surgem. Cada conjunto de circunstâncias e expectativas define uma taxa de juros específica, destacando a moeda como um ativo seguro em tempos de incerteza. Pelo fato de a moeda ser tratada como uma forma de riqueza, a taxa de juros orienta a escolha entre ativos líquidos e ilíquidos, e não entre consumo presente e futuro como dizia a teoria clássica (CARVALHO, 2007).

Keynes apresenta três motivos para demandar moeda: motivo transação, motivo precaução e motivo especulação. Pelo motivo transação, Keynes concorda com a abordagem da TQM de que os indivíduos carregam moeda para ser utilizada como meio de pagamento para honrar as transações cotidianas. Mais tarde, Keynes percebe que novas tecnologias de pagamento afetam a demanda por moeda, pois facilitam as transações sem a necessidade de carregar moeda. A demanda por moeda tem a tendência a reduzir em relação à renda percebida (MISHKIN, 2022).

O motivo precaução diz respeito à quantidade de moeda que os indivíduos detêm como um colchão para situações inesperadas. Keynes argumenta que a quantidade de moeda retida pelo motivo precaucional é proporcional à renda (MISHKIN, 2022).

Keynes também identifica que os indivíduos retêm moeda como uma reserva de riqueza, o qual ele denomina de motivo especulativo. Como a moeda é o ativo mais líquido da economia e a sua retenção não paga juros, existe um custo de oportunidade ao ser retida em relação aos outros ativos, como títulos públicos. Se a taxa de juros de títulos públicos sobe, aumenta o custo de oportunidade de reter moeda e, assim, a quantidade de moeda demandada reduz. Logo a demanda por moeda é correlacionada diretamente com a taxa de juros (MISHKIN, 2022).

Compreender o comportamento da demanda por moeda e as expectativas sobre taxas de juros é essencial para entender como se estruturam os regimes contemporâneos de política monetária.

2.3 O Regime de Metas para a Inflação

O Novo Consenso Macroeconômico (NMC), entendido como o *mainstream* das teorias macroeconômicas e vigentes nos bancos centrais das principais economias, preconiza que a

política monetária é o principal instrumento de política econômica, sendo que o regime de metas de inflação é o arranjo institucional que visa o controle de preços e a estabilização da economia (CARVALHO, 2007).

O NCM então estabelece que, no longo prazo, uma taxa de inflação baixa é necessária para o crescimento, e que não há correlação, também no longo prazo, entre inflação e desemprego (CARVALHO, 2007). Mishkin (2011), destaca alguns princípios básicos do NCM:

- 1) Inflação é sempre um fenômeno monetário;
- 2) As expectativas têm um papel crucial na estabilização da atividade econômica;
- 3) A aplicação da Regra de Taylor como fator importante nas decisões de política monetária;
- 4) O banco central independente melhora a eficiência da política monetária;
- 5) O compromisso com uma âncora nominal crível promove a estabilidade de preços e do produto;

O estabelecimento de um regime de metas para a inflação sinaliza para os mercados e a sociedade o compromisso do governo de buscar a estabilidade de preços. Mesmo com esse objetivo explícito da política monetária, em versões mais flexíveis do regime de metas, a manutenção de taxas estáveis de inflação pode ser acompanhada do objetivo de manutenção do produto próximo da taxa potencial de crescimento (CARVALHO, 2007).

No regime de metas para a inflação, são anunciados um alvo para a inflação, podendo ser um valor pontual ou uma banda, bem como um espaço temporal para o alcance de tal meta. O instrumento para a consecução de tal objetivo é a taxa básica de juros de curto prazo (CARVALHO).

Com o intuito de aprimorar a credibilidade do funcionamento do regime de metas de inflação, é importante haver, na condução da política monetária, transparência, como a comunicação do banco central com o público geral através da divulgação de relatórios periódicos, e prestação de contas, como a publicação de uma carta da autoridade monetária, explicando os motivos do não cumprimento da meta e o que pode ser feito para que a inflação retome o alvo anunciado (CARVALHO, 2007).

Carvalho (2007) diz também que o regime de metas para a inflação faz com que a autoridade monetária tenha menos flexibilidade no sentido de “produzir surpresas

inflacionárias que visem explorar o *trade-off* entre inflação e desemprego no curto prazo”. Assim, a condução da política monetária se dirige ao principal objetivo que é a estabilidade de preços.

Como instrumento decisório para a condução da política monetária, o Banco Central, normalmente, faz uso da Regra de Taylor. A equação de Taylor é definida como $i_t = \pi_t +$

$$g(y_t - y^*) + h(\pi_t - \pi^*) + r^f$$

na qual i_t é a taxa de juros nominal, π_t é a taxa de inflação, π^* é a meta para taxa de inflação, $(y_t - y^*)$ é o desvio do PIB em relação ao seu potencial (hiato do produto), $(\pi_t - \pi^*)$ é o desvio da taxa de inflação com relação à meta inflacionária e r^f é a estimativa da taxa de juros de equilíbrio na economia. Os parâmetros $g, h > 0$ correspondem à sensibilidade da taxa de juros, respectivamente, ao hiato do produto e ao desvio da inflação em relação à meta. (CARVALHO, 2007).

A depender dos objetivos da política monetária, o Banco Central pode calibrar os valores dos parâmetros. Se tem como objetivo único a estabilidade de preços, o parâmetro h poderá ser maior; se o Banco Central tem como objetivo, além da manutenção da estabilidade de preços, garantir alto nível de emprego e o crescimento econômico, o parâmetro g poderá ser maior. O Banco Central então, de acordo com a equação de Taylor, aumenta (ou diminui) a taxa de juros quando aumenta (diminui) o desvio da inflação com relação à meta inflacionária e/ou quando o produto real da economia supera (ou está menor) o nível do produto potencial (CARVALHO, 2007).

A credibilidade tem um papel fundamental na condução da política monetária. Se o compromisso da autoridade monetária para com o combate à inflação o tem respaldo pela sociedade – ou seja, que as medidas adotadas sejam consideradas críveis – o custo para o alcance de tal objetivo pode ser considerado baixo (MISHKIN, 2022). Assim, a credibilidade mitiga problemas relacionados à inconsistência temporal, “ou seja, busca de resultados imediatos e temporários em termos de nível de produto em detrimento de perdas duradouras (isto é, mais inflação)” (CARVALHO, pg. 140, 2007).

Mishkin (2022) enumera dois benefícios de ter uma âncora nominal crível, tal como a taxa de inflação. Primeiramente, uma âncora nominal crível tem aspectos de uma regra comportamental. No curto prazo, os formuladores de política monetária buscam cumprir a meta estabelecida a fim de evitar escrutínio público, críticas e punições. Portanto, buscarão evitar tomar medidas que não são consistentes com o compromisso assumido. Por fim, o

compromisso com uma âncora nominal crível facilita a ancoragem de expectativas de inflação, pois contribui com a estabilidade de preços, promovendo menores flutuações na inflação, e ajuda a estabilizar o produto agregado. Ou seja, uma âncora nominal crível ajuda a tornar a política monetária mais eficiente.

2.4 Instrumentos de Política Monetária Convencional

A atuação do Banco Central é pautada de acordo com os objetivos de política monetária determinada por cada país, geralmente dando ênfase ao controle do nível de preços e/ou garantir um nível de emprego e crescimento econômico desejado. Para tanto, para o alcance de tais objetivos, os bancos centrais dispõem de instrumentos que afetam diretamente variáveis operacionais (CARVALHO, 2007).

São três os instrumentos clássicos de política monetária, considerados no arcabouço da política monetária convencional: operações de mercado aberto, redesconto de liquidez e recolhimento compulsório (CARVALHO, 2007).

Operações de Mercado Aberto

Considerado o instrumento mais eficaz no gerenciamento de liquidez, as operações de mercado aberto (*open market*) atuam diretamente sobre o nível de reservas bancárias. Funciona através da compra e venda de títulos públicos pelo Banco Central, em geral operacionalizado por leilões. O gerenciamento de liquidez é feito diariamente pelo Banco Central buscando contrabalançar variações autônomas de reservas bancárias, como um ingresso atípico de capitais externos no país ou variação dos empréstimos ao governo. Pressupõe-se que há um nível de equilíbrio de reservas bancárias que garante a estabilidade da taxa de juros (CARVALHO, 2007).

As instituições financeiras realizam transações entre si e com o Banco Central através da conta de reservas, que é uma conta-corrente que estas instituições financeiras possuem no Banco Central. Como o Banco Central é a única entidade capaz de criar ou destruir moeda no curto prazo (no longo prazo, uma mudança de preferências por retenção de moeda pelo público pode afetar a criação e destruição de moeda), cabe à autoridade monetária o controle do nível

das reservas bancárias com o intuito de garantir a estabilidade da taxa de juros e evitar flutuações excessivas nas reservas (CARVALHO, 2007).

Mishkin (2022) classifica as operações de mercado aberto em duas categorias: dinâmicas e defensivas. As operações dinâmicas têm como objetivo alterar o nível de reservas e a base monetária, enquanto as operações defensivas buscam compensar movimentos em outros fatores que afetam as reservas e a base monetária. (MISHKIN, 2022).

No controle da liquidez das reservas bancárias, o Banco Central, normalmente, realiza operações compromissadas, que consistem na negociação de títulos em que há o compromisso do vendedor em recomprar o título do comprador em datas e valores acordados. São realizadas no mercado primário, no qual ocorre transações entre o Banco Central e as instituições financeiras, ocorrendo a criação ou destruição de moeda. Essas operações são realizadas através de leilões de compromissadas, nas quais o Banco Central oferta recursos diretamente às instituições demandantes (CARVALHO, 2007).

Há também os leilões informais, chamados de *go-arounds*. Podem ser ofertados títulos ou dinheiro. Nos leilões de dinheiro, o banco central oferta recursos, pedindo títulos como garantia; a instituição financeira compromete-se a recomprar o título no dia seguinte ao da realização da operação. Em relação aos *go-arounds* de títulos, ao contrário das operações compromissadas, são operações definitivas, com os títulos se incorporando à carteira da instituição compradora (CARVALHO, 2007).

A taxa de juros de curto prazo é resultado da interação entre a oferta de reservas, determinada pela ação do Banco Central nas operações compromissadas e operações definitivas e o saldo do dinheiro movimentado nas contas de reservas, e a demanda por reservas das instituições financeiras para atender seus compromissos, seja devido às obrigações compulsórias ou devido às demandas do setor não monetário da economia (CARVALHO, 2007).

As compras de títulos expandem as reservas e a base monetária, aumentando a oferta monetária e reduzindo assim as taxas de juros de curto prazo. As vendas reduzem as reservas e a base monetária, reduzindo a oferta de dinheiro e aumentando as taxas de juros de curto prazo. Mishkin (2022) cita o exemplo do FED (Federal Reserve), que conduz as operações de mercado aberto majoritariamente em títulos do tesouro, pois estes apresentam maior liquidez em relação a outros tipos de títulos e têm maior volume de transações.

A fim de aprimorar a comunicação, os bancos centrais podem anunciar metas para a taxa de juros. Normalmente, a definição de metas é realizada e anunciada por um comitê instituído pela autoridade monetária. Desse modo, com o anúncio de metas para a taxa de juros, o Banco Central aponta as condições vigentes para o mercado de reservas bem como sinaliza para o público e mercado o rumo da política monetária (CARVALHO, 2007).

Redesconto de Liquidez

As operações de redesconto são os empréstimos que o Banco Central concede aos bancos, geralmente ocorrendo em situações de necessidades pontuais de reservas das instituições bancárias. O crédito pode ser ofertado de duas maneiras: (i) empréstimos com garantias, caracterizado por um crédito rotativo oferecido pelo Banco Central e estabelecido para um período específico; (ii) redesconto, no qual o Banco Central realiza o desconto de títulos elegíveis a uma taxa de juros previamente definida para este tipo de operação (CARVALHO, 2007).

Pode haver diferentes linhas de financiamento de assistência de liquidez, a depender do Banco Central de determinado país. Funcionariam aplicando limites superior e inferior para os juros no mercado de reservas bancárias (CARVALHO, 2007). Como exemplo, são três tipos de redesconto utilizados pelo FED: crédito primário, crédito secundário e crédito sazonal. (MISHKIN, 2022).

Com o crédito primário os bancos podem pegar empréstimos de curto prazo (geralmente *overnight*) a uma taxa que é geralmente 100 pontos base acima da taxa-alvo dos títulos públicos. Com isso, o FED incentiva os bancos a emprestarem entre si, monitorando o risco de crédito. O crédito secundário é destinado a bancos com dificuldades de liquidez, com uma taxa de juros 50 pontos base acima da taxa de redesconto, refletindo a condição financeira menos sólida dos tomadores. Já o crédito sazonal atende a necessidade de pequenos bancos com padrões sazonais de depósitos (MISHKIN, 2022).

Carvalho (2007) elenca dois tipos de taxa de juros para essas operações: (i) fixa, fazendo com que o *spread* da taxa de desconto em relação à taxa de juros do mercado de reservas seja móvel, induzindo assim um maior ou menor volume de empréstimos de liquidez à medida que o diferencial das taxas mude; (ii) variável, ancorada na taxa de juros do mercado de reservas bancárias.

Recolhimentos Compulsórios

Os recolhimentos compulsórios são depósitos que os bancos devem manter no Banco Central, calculados como uma fração dos depósitos e podem ser feitos em espécie ou em títulos indicados pelo Banco Central. Tais operações favorecem a estabilização da demanda por reservas bancárias, facilitando a atuação do Banco Central na definição da taxa de juros. (CARVALHO, 2007).

As alterações das taxas de recolhimento compulsório influenciam o controle da oferta monetária via o multiplicador monetário, dada a relação da oferta de moeda com a base monetária. Um aumento da obrigação de recolhimento reduz a quantidade de depósitos à vista possíveis de serem realizados, levando a uma contração da oferta monetária. Uma redução das obrigações de recolhimento leva a um aumento da oferta monetária (MISHKIN, 2022).

Carvalho (2007) contabiliza em três as principais funções do recolhimento compulsório: (i) fornecer liquidez ao sistema bancário, reduzindo a chance de pânico financeiros; (ii) controlar o crédito, influenciando as condições de concessão de crédito; e (iii) estabilizar a demanda por reservas bancárias, facilitando o gerenciamento de liquidez pelos bancos.

2.5 Mecanismos de transmissão da política monetária

Taxa de juros

O mecanismo básico de transmissão de política monetária pode ser descrito em uma situação de política monetária expansionista: com a redução da taxa de juros, por consequência há a redução do custo do empréstimo, causando aumento nos gastos de investimento, levando a um aumento da demanda agregada (MISHKIN, 2022).

Considera-se que é a taxa de juros real (e não a nominal) que afeta o consumo e as decisões das empresas, e que a taxa de juros de longo prazo (e não a taxa de juros de curto prazo) é a que tem maior impacto nos gastos de investimento. A taxa de juros de longo prazo, de acordo com a hipótese das expectativas da estrutura a termo das taxas de juros, é uma média das taxas esperadas de curto prazo. Também indica que uma taxa menor de juros de curto

prazo, enquanto a expectativa de juros baixos persistir, leva a uma queda na taxa de juros de longo prazo (MISHKIN, 2022).

Valor dos ativos

Ao modificar as taxas de juros de curto prazo, o Banco Central também altera a estrutura de rendimentos, visto que existe uma relação estável entre as taxas de juros. Tal ação faz com que os agentes se adaptem ao novo cenário, alterando as suas carteiras de títulos e, por conseguinte, causando movimentos nos preços dos ativos. Um aumento na taxa de juros de curtíssimo prazo, por exemplo, faria com que os investidores vendessem seus papéis de maior maturidade, visto as taxas de juros desses papéis deixou de ser atraente, para comprar os papéis de curtíssimo prazo, de maior remuneração e menor risco. Esse movimento de venda de papéis de maturidade maior faria com que seus preços reduzissem, o que levaria, portanto ao aumento de suas taxas de juros. Esse movimento ocorre ao longo de toda a curva de rendimentos, deslocando-a para cima (CARVALHO, 2007).

Ao variar o preço dos ativos, ocorre o efeito-riqueza. A elevação da taxa de juros e o consequente deslocamento da curva de rendimentos faz com o que os agentes detentores dos papéis sofram perdas, visto que os ativos valem menos. Esses agentes, mais pobres, tenderão a consumir menos. Essa elevação de taxa de juros também influencia os investimentos em capital real. Como os ativos estão com um rendimento maior, muitos agentes vão preferir reter títulos financeiros a investir na economia real. Portanto, as decisões de política monetária têm papel importante nas decisões de investimento dos agentes (CARVALHO, 2007).

Mecanismos de transmissão da política monetária – O canal do crédito

A compra e venda de títulos no mercado aberto e o redesconto são dois instrumentos de política monetária comumente utilizados. O banco central influencia o nível das reservas bancárias comprando ou vendendo títulos, geralmente de curto prazo, ou emprestando reservas aos bancos. Essas ações visam alterar o nível de reservas livres à disposição dos bancos (CARVALHO, 2007).

Para induzir uma contração nos empréstimos, a autoridade monetária pode vender títulos públicos no mercado aberto, oferecendo taxas de juros mais altas, ou aumentar a taxa de juros das operações de redesconto. Isso leva os bancos a cobrar taxas de juros maiores dos

tomadores de empréstimos, pois os bancos têm alternativas mais rentáveis, como a compra de títulos. E, no caso do redesconto, como houve aumento dos juros para captação de reservas, este aumento é repassado pelo banco nos empréstimos para famílias e empresas (CARVALHO, 2007).

Mecanismos de transmissão da política monetária – O canal da taxa de câmbio

O mecanismo de transmissão da política monetária via taxa de juros ocorre em países que adotam o regime de câmbio flutuante em um contexto de liberalização de movimento de capitais. Investidores passam a aplicar seus recursos onde o retorno é maior, dada a diferença de taxas de juros entre os países (CARVALHO, 2007).

Quando o Banco Central eleva a taxa de juros, os investimentos locais se tornam mais atrativos. Isso faz com que haja aumento de entrada de capital, aumentando a demanda por moeda local, o que, por conseguinte, leva à valorização da moeda doméstica. Dada a valorização da moeda doméstica, os bens importados ficam mais baratos, reduzindo, assim, o nível de preços no país (CARVALHO, 2007).

2.6 Instrumentos de política econômica não convencionais

Em cenários econômicos adversos, como grandes recessões mundiais, muitas vezes os instrumentos de política monetária convencional são incapazes de estabilizar a economia. São dois os motivos: (i) colapso do sistema financeiro, quando este não consegue mais alocar, capital para investimento e produção. Esta situação deriva de cenários de bolhas especulativas ou de aumento geral de incerteza quando grandes instituições financeiras quebram e a economia carece de liquidez; e (ii) em situação de limite inferior zero (*zero lower bound*) (MISHKIN, 2022).

A política monetária não convencional contém uma série de medidas distintas das que são utilizadas no ferramental do Novo Consenso Macroeconômico, porém os objetivos principais de ambas as abordagens se encontram: promover a estabilidade de preços e de produto. Por isso, Carvalho (2007) afirma que as medidas de política econômica não convencionais não representam uma ruptura com o arcabouço do NCM, visto que o uso de instrumentos não convencionais é necessário e efetivo “em períodos de exceção”.

A taxa de juros de curto prazo é a taxa de referência para toda a economia. Assim, ao alterar as taxas de curto prazo, a autoridade monetária “estaria desalinhando a teia de relações financeiras descritas pela curva de rendimentos, induzindo os agentes a se adaptarem à nova situação através da alteração de suas carteiras de papéis, causando movimentos de preços dos ativos que restabeleceriam as relações normais entre as taxas” (CARVALHO, pg. 203, 2007). Porém, esse mecanismo de transmissão encontra uma restrição quando a taxa de juros nominal se encontra no limite inferior igual a zero.

O limite inferior refere-se à situação em que a taxa de juros nominal não pode ser reduzida abaixo de zero. Isso ocorre porque, se as taxas de juros fossem negativas, as pessoas prefeririam manter dinheiro em espécie em vez de títulos, que perderiam valor. Com a taxa de juros igual a zero, as pessoas ficam indiferentes a reter moeda ou títulos, já que pagam a mesma taxa de juros. (BLANCHARD, 2018). Essa situação é conhecida como a armadilha da liquidez.

Segundo Ball (2012), deflação pode ocorrer se a economia cai na armadilha da liquidez, situação na qual o produto está abaixo do potencial e com a taxa de juros nominal no seu limite de zero. De acordo com a equação de Fisher, temos que a taxa de juros real é igual à taxa de juros nominal subtraída da inflação:

$$r = i - \pi$$

A equação implica que, quando a taxa de juros nominal i é zero, a taxa de juros real r é igual a $-\pi$, ou seja, a taxa de juros real encontra um limite e não pode cair abaixo de $-\pi$. Essa restrição torna-se um problema em um cenário de recessão, quando o banco central precisa estimular e economia reduzindo a taxa de juros real, mas encontra um limite. Quando $\pi > 0$, esse limite é negativo, porém torna-se positivo quando há deflação, o que torna mais difícil para o banco central reduzir a taxa de juros real o suficiente para mitigar a recessão.

Ball (2012) expõe o problema de que a economia entre em um ciclo vicioso, visto que a armadilha da liquidez e a deflação se retroalimentam. Nesta situação, uma taxa de juros real positiva mantém a economia em recessão. Isso leva a uma situação de menor inflação, fazendo com que a taxa de juros real continue subindo. Mesmo que a inflação seja positiva no início, ela pode cair para abaixo de zero. E assim, o produto e a inflação entram em uma espiral descendente.

Em virtude de um período de recessão, quando há a redução de liquidez na economia devido à retração de empréstimos no mercado interbancário e na contração oferta de capital para consumo e investimento, a política monetária perde eficiência nos mecanismos de transmissão, conseqüentemente o banco central perde capacidade de estimular a demanda agregada e produto (CARVALHO, 2007).

Por tais motivos elencados, os bancos centrais buscam utilizar instrumentos de política monetária não convencional para estimular a economia. São quatro os instrumentos mais utilizados: (i) provisão de liquidez; (ii) compras de ativos (*quantitative easing*); (iii) *foward guidance*; e (iv) taxas de juros negativas em depósitos bancários no banco central (MISHKIN, 2022).

Provisão de Liquidez

Como ações de política monetária convencional podem não ser suficientes para o enfrentamento de recessões, o banco central pode agir com medidas de facilitação de crédito com o intuito de prover liquidez para o sistema financeiro. Tais medidas podem ser redução da taxa de redesconto e novos programas de empréstimo (MISHKIN, 2022).

Normalmente, a taxa de redesconto é superior á taxa de juros dos títulos públicos. Ou seja, essa forma de obter reservas é geralmente mais cara que o mercado interbancário, dessa forma o Banco Central estimula a troca de reservas entre os bancos. Com a redução da taxa de redesconto para valores abaixo das taxas do mercado interbancário, facilitou-se a concessão de crédito pelo Banco Central. Porém, devido ao estigma que esse instrumento detém, já que pode sugerir que, ao pegar empréstimo através do redesconto, a instituição financeira sugere que pode estar passando por problemas, a redução da taxa de redesconto foi subutilizada durante as crises financeiras. Para mitigar esse problema, o FED criou o programa *Term Auction Facility* (TAF), no qual as taxas de redesconto eram definidas através de leilões competitivos entre as instituições financeiras (MISHKIN, 2022).

Outra medida de provisão de liquidez pode ser a instauração de novas linhas de empréstimo, aumentando a liquidez no sistema financeiro para além dos canais tradicionais (MISHKIN, 2022).

Quantitative Easing

Nas operações de mercado aberto, o banco central normalmente opera comprando títulos públicos de curto prazo. Porém, durante grandes crises financeiras, os bancos centrais passaram a comprar em larga escala ativos financeiros, como títulos diferenciados de longo prazo (MISHKIN, 2022). O objetivo é aumentar a base monetária, reduzir o prêmio destes títulos, reduzindo assim as taxas de juros de longo prazo e estimular o investimento e o consumo. Esse instrumento é denominado de afrouxamento quantitativo ou afrouxamento de crédito (*Quantitative Easing – QE*) (BLANCHARD, 2018).

Como a taxa de juros de curto prazo atinge o limite inferior zero em grandes crises financeiras, os juros de longo prazo ainda apresentam valores positivos. Estes juros de longo prazo são mais relevantes para decisões de investimento que os juros de curto prazo. O banco central assim estimula a economia ao reduzir os juros de longo prazo, afetando os gastos de consumo e investimento e que podem, conseqüentemente, produzir uma inflação a um nível desejado (MISHKIN, 2022).

Foward Guidance

Concomitante às medidas de *quantitative easing* com o intuito de reduzir as taxas de juros de longo prazo e estimular a economia, o banco central lança mão de uma estratégia de comunicação para influenciar as expectativas dos agentes sobre a trajetória futura dos juros. O *foward guidance* é o compromisso da autoridade monetária na manutenção das taxas de juros a níveis baixos a um determinado período. Ao ancorar as expectativas dos agentes, o banco central torna a política monetária mais eficaz (MISHKIN, 2022).

São dois tipos de compromisso de medidas de política monetária: condicional e incondicional. O compromisso condicional depende de um determinado cenário e a duração das medidas anunciadas está condicionada à duração de tal cenário. Já o compromisso incondicional não está atrelado a alguma condição específica e é considerado mais eficaz que o compromisso condicional, já que sinaliza que as medidas econômicas não serão abandonadas, assim tendo um efeito maior nas taxas de juros de longo prazo (MISHKIN, 2012).

Taxas de Juros Negativas sobre Depósitos Bancários

As taxas de juros negativas sobre depósitos de bancos no banco central é um instrumento de política monetária não convencional adotado recentemente pelos principais bancos centrais (MISHKIN, 2022).

Mishkin (2022) enuncia que, ao adotar essa medida, os bancos teriam que pagar ao banco central para manter os depósitos. Ao definir juros negativos, na prática ocorre o estímulo na economia ao incentivar os bancos a retirar os depósitos mantidos no banco central. Nessa situação, estimula-se a concessão de crédito às empresas e famílias.

2.7 Conclusão

O presente capítulo apresentou a fundamentação teórica do Novo Consenso Macroeconômico, que pauta abordagem dos bancos centrais das principais economias na condução da política monetária desde o final do século XX. Tendo como principal instrumento para o controle de preços o regime de metas para a inflação, e através da taxa de juros de curto prazo como via principal de transmissão da política monetária, tal abordagem encontra limites quando eclodiram crises, como a crise financeira de 2008 e a pandemia de Covid-19.

Em virtude desse panorama, novas abordagens para o enfrentamento de recessões foram necessárias para que seja possível continuar estimulando a economia, dada a limitação das condutas prescritas pelo NCM. Os instrumentos de política monetária não convencionais, listados nesse capítulo, surgiram como respostas para estimular a economia, sobretudo quando a taxa de juros nominal se encontra no seu limite inferior de zero.

3 DUAS DÉCADAS DE POLÍTICA MONETÁRIA NO JAPÃO

O Banco Central do Japão (BOJ) se destacou como pioneiro na adoção de instrumentos não convencionais de política monetária, abrindo caminho para novas abordagens em um cenário de taxas de juros próximas de zero e deflação persistente.

Este capítulo analisa a trajetória da política monetária japonesa ao longo de duas décadas, com foco nas motivações que levaram à adoção de novas ferramentas, nas características dessas medidas e nos seus impactos sobre a economia. A análise considera os principais marcos da atuação do BOJ, como o enfrentamento da crise financeira de 2008, e a evolução dos instrumentos utilizados.

3.1 O Banco Central do Japão (BOJ)

O Bank of Japan (BOJ), fundado em 1882, é o banco central do Japão, responsável por garantir a estabilidade monetária e financeira do país. Sua estrutura e atuação são regidas pela Lei do Banco do Japão (*BOJ Act*), revisada em 1998 visando garantir a independência institucional e fortalecer a transparência de suas ações. (Bank of Japan, 2023a).

São dois os objetivos do BOJ: manter a estabilidade dos preços e assegurar a estabilidade do sistema financeiro, condições fundamentais para um crescimento econômico estável no longo prazo. O BOJ estabeleceu em 2013, a meta de 2% de inflação ao ano. Essa meta ainda é vigente, tendo sido ratificada em 2024.

O presidente do BOJ é nomeado pelo Primeiro-Ministro japonês e tem o mandato de cinco anos. O Conselho de Política Monetária é o principal órgão deliberativo e é formado por nove membros: o presidente, dois vice-presidentes e seis diretores. Esse conselho decide as diretrizes de política monetária e outras medidas importantes. Nas reuniões do Conselho de Política Monetária, realizadas oito vezes ao ano, os membros fazem a análise da conjuntura econômica e tomam decisões de condução da política monetária. A ata e os relatórios das reuniões são disponibilizados ao público e o presidente do BOJ realiza coletivas de imprensa para explicar as medidas tomadas.

3.2 Contexto econômico do Japão no final dos anos 1990

Ao final da década de 1990, a economia japonesa enfrentava um cenário de estagnação prolongada, baixos níveis de inflação e fragilidade estrutural do sistema financeiro. O período, que ficou conhecido como a “década perdida”, teve início com o colapso das bolhas imobiliária e financeira formadas no início dos anos 90, cuja consequência se alastrou nos anos seguintes. Segundo Kowalewski & Shirai (2023), o Banco Central do Japão (BOJ) teve influência no agravamento da crise ao não responder tempestivamente à situação que se apresentava, com o arcabouço de medidas de política monetária sendo considerado obsoleto.

Com a queda persistente dos preços, observada desde meados dos anos 1990, o país entrou em um ciclo deflacionário que afetava tanto as expectativas quanto a rentabilidade das empresas. Com esse panorama, o Japão esteve próximo de uma situação de armadilha da liquidez. O BOJ reduziu a taxa de juros de curto prazo para 0,25% em 1998 e, em fevereiro de 1999, anunciou formalmente a política de taxa de juros zero (Zero Interest Rate Policy – ZIRP), na qual o banco central se responsabilizava a prover liquidez para incentivar a maior redução possível da taxa de juros do *overnight*. O efeito da ZIRP seria potencializado com a introdução do *forward guidance*, que consistia na comunicação do compromisso de manutenção da ZIRP até que o risco deflacionário fosse eliminado (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023).

A reforma do marco legal da autoridade monetária, com a revisão da Lei do Banco do Japão em 1998, conferiu maior autonomia operacional à instituição, se desvinculando do Ministro da Economia, e formalizando seu mandato de estabilidade de preços e estabilidade financeira (EGEA & LÓPEZ, 2021). Assim, com essa modernização, o BOJ se tornou um dos bancos centrais mais inovadores dentre as principais economias.

Diversos especialistas questionaram a suficiência da ZIRP com *forward guidance* como única resposta à crise econômica. Porém, a autoridade monetária, recém-independente quanto à condução da política monetária, demonstrava cautela diante da adoção de medidas agressivas. Entretanto, a tendência demográfica desfavorável, marcada pelo declínio, desde 1996, da população em idade ativa, e as preocupações com o impacto negativo das taxas de juros próximas de zero sobre os rendimentos dos aposentados, grupo que, à época, detinha cerca de metade dos ativos financeiros individuais no país, foram alguns fatores determinantes

que fizeram o BOJ encerrar a política da ZIRP naquele momento. (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023).

A interrupção prematura da ZIRP foi amplamente considerada um erro estratégico. A elevação da taxa de juros naquele momento coincidiu com o colapso da bolha da internet nos Estados Unidos e a consequente desaceleração econômica global. Para lidar com a crise que se apresentava, o BOJ elaborou novas ferramentas de política monetária, o que proporcionou a implementação do *quantitative easing* (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023).

3.3 A Política de *Quantitative Easing* (2001-2006)

A introdução da política de *Quantitative Easing* (QEP) pelo BOJ, em 2001, marcou uma mudança significativa na condução da política monetária japonesa. Conforme Ugai (2006), a QEP, operacionada pelo BOJ, foi caracterizada por três pilares:

(i) Alteração da principal meta operacional da política monetária: o BoJ substituiu o controle da taxa de juros *overnight*, passando a adotar como meta os saldos das reservas bancárias (*current account balance - CABs*) das instituições financeiras junto ao BOJ. A partir disso, passou a fornecer liquidez em volume substancialmente superior às reservas obrigatórias.

(ii) Compromisso de manutenção da política de liquidez elevada até o índice de preços ao consumidor (CPI), excluindo itens perecíveis, se estabilize no patamar zero ou apresente variações positivas ano a ano.

(iii) Expansão das compras de títulos públicos de longo prazo, aumentando o volume de aquisições de Japanese Government Bonds (JGBs), respeitando o teto correspondente ao montante de moeda emitida.

Shiratsuka (2010) destaca que o que contrasta a QEP japonesa em relação a experiências posteriores em outros países é o foco no lado passivo do balanço do BOJ, ao buscar aumentar o saldo de reservas bancárias, ao contrário do "*credit easing*" adotado pelo Federal Reserve em 2008, que priorizou a composição dos ativos. Essa abordagem distinta se deve ao fato de que os bancos centrais enfrentam diferentes cenários e restrições, como os tipos e origens dos choques que afetam a economia, a estrutura do sistema financeiro e os arranjos institucionais de cada banco central.

A partir de março de 2001, a meta para os saldos das reservas bancárias foi fixada inicialmente em ¥5 trilhões, valor que superava as reservas obrigatórias, que eram de ¥4 trilhões. Posteriormente, esse valor foi sendo progressivamente ampliado em resposta à desaceleração da atividade econômica, chegando de ¥30 a ¥35 trilhões em janeiro de 2004, nível em que permaneceu até o fim do programa. A taxa *overnight*, refletindo a ampliação das reservas, caiu para 0,001%, nível abaixo do que prevalecia durante o período da ZIRP (1999-2000) (UGAI, 2006).

Para auxiliar o atingimento da meta de saldo de reservas bancárias, o BOJ também ampliou suas compras de títulos públicos de longo prazo (JGBs), elevando gradualmente o volume mensal de aquisições de ¥400 bilhões para ¥1,2 trilhão a partir de 2002. Ao final de 2005, a base monetária emitida chegou a ¥117 trilhões. Do lado do ativo, o total de JGBs atingiu ¥63 trilhões (UGAI, 2006).

Adicionalmente, o BOJ introduziu a compra de ativos mais arriscados, como títulos de dívida titularizados (ABS), entre 2003 e 2006, com o intuito de desenvolver o mercado de títulos garantidos por ativos e de fortalecer o mecanismo de transmissão da política monetária (UGAI, 2006).

O compromisso do BOJ de manter a QEP até que a inflação se estabilizasse no patamar zero ou apresentasse variações positivas ano a ano teve papel crucial na formação de expectativas pelo setor privado, o que levou ao achatamento da curva de juros de curto e médio prazos. A possibilidade da curva de juros refletir as expectativas de manutenção das taxas de juros próximas de zero mesmo após a economia se recuperar se deve a dois fatores: o mercado acreditava que a QEP só seria encerrada quando o crescimento da inflação superasse zero por cento; e havia a percepção de que o nível de preços costuma ter certa defasagem em relação aos indicadores reais de atividade econômica (UGAI, 2006).

Contudo, os efeitos da expansão da base monetária através do aumento das reservas bancárias se mostraram ambíguos. Tendo como premissa que a elasticidade da demanda por moeda é infinita em um contexto de taxa de juros próximas de zero, a base monetária seria absorvida passivamente, independentemente da quantidade ofertada, o que limitaria os efeitos esperados do aumento da base monetária sobre a economia. Ao elevar as metas de saldos das reservas bancárias, o BOJ conseguiu, em determinados momentos, gerar um efeito de sinalização. A existência e a intensidade desse efeito dependem do grau de compreensão prévia, pelo setor privado, do compromisso do banco central em manter a taxa de juros em

zero. Porém, uma vez que o setor privado confia na credibilidade da condução da política monetária, aumentos na meta de nível de reservas bancárias podem não ter efeito de sinalização adicional (UGAI, 2006).

O fim da QEP, anunciado em março de 2006, foi motivado por uma série de fatores relacionados à recuperação econômica e à estabilização da inflação após um prolongado período de deflação. Conforme Ugai (2007), durante a vigência da QEP, houve uma gradual reversão da tendência deflacionária, com o CPI se tornando positivo em novembro de 2005. Em março de 2006, o BOJ anunciou que a evolução ano a ano da inflação esperada ficasse no patamar positivo, julgando que os objetivos de estabilização da economia que o levaram à adoção da QEP foram cumpridos.

Com o fim da QEP, o BOJ retoma o controle mais direto sobre a taxa de juros de curto prazo como principal instrumento de política monetária, com o compromisso assumido, mesmo após o término do programa, de manter a taxa de juros no patamar zero. O BOJ voltou a utilizar a taxa-alvo para o *overnight* como variável operacional, abandonando o enfoque quantitativo sobre os saldos de reservas bancárias (UGAI, 2007).

3.4 Resposta do Banco do Japão à Crise Financeira Global de 2008

A crise financeira global iniciada em 2008 representou um desafio singular para o BOJ, embora as instituições financeiras japonesas estivessem, inicialmente, em melhores condições que as de outros países, como os Estados Unidos e países europeus. Até a falência do Lehman Brothers, os bancos japoneses foram apenas marginalmente afetados, pois não investiam em ativos relacionados a *subprimes* e tampouco em ativos securitizados. O foco dessas instituições era prover serviços bancários mais tradicionais (VOLLMER & BEBENROTH, 2009). A crescente dependência da economia japonesa de mercados externos, contudo, tornou inevitável a transmissão dos choques financeiros, levando à necessidade de uma resposta da autoridade monetária.

Após o colapso do Lehman Brothers, o BOJ ampliou sua atuação nos mercados financeiros, implementando o fornecimento de liquidez em dólares americanos, em um acordo bilateral com o Federal Reserve. O BOJ expandiu as operações de *swap* cambial, mediante as quais o BOJ obtinha dólares do FED para, posteriormente, emprestá-los às instituições financeiras domésticas. O objetivo era satisfazer a demanda mundial de liquidez por dólares

e assegurar liquidez às instituições financeiras. O acesso a dólares era crítico para bancos com passivo em moeda estrangeira. (VOLLMER & BEBENROTH, 2009).

Para facilitar o crédito, sobretudo para pequenas e médias empresas, e prevenir a apreciação do iene, o BOJ reduziu a meta da taxa de *overnight* de 0,5% para 0,3% em outubro de 2008, e posteriormente para 0,1% em dezembro do mesmo ano. Essas ações foram acompanhadas pela redução da taxa de redesconto para 0,1%. Ademais, o BOJ introduziu o "*complementary deposit facility*", que remunerava a uma taxa de 0,1%, as reservas excedentes das instituições financeiras junto ao BOJ, ajudando a ancorar as taxas do *overnight* em torno do nível desejado (VOLLMER & BEBENROTH, 2009).

A partir de outubro de 2008, o BOJ implementou diversas medidas para estabilizar o sistema financeiro. Entre elas, suspendeu a venda de ações adquiridas de instituições financeiras e, em fevereiro de 2009, retomou essas compras com o objetivo de conter a volatilidade do mercado e reduzir riscos associados à posse de ações. Em março, o BOJ se dispôs a conceder empréstimos subordinados a bancos considerados solventes e sujeitos aos padrões internacionais de capital, limitando o montante a ¥1 trilhão no total e a ¥350 bilhões por instituição. O BOJ também expandiu sua linha de empréstimo de títulos, reduzindo a taxa mínima de 1,0% para 0,5% e ampliando os tipos de títulos públicos aceitos. Diante do limite inferior da taxa de juros, que já se encontrava em 0,1%, o BOJ adotou uma política de *credit easing*, intensificando a compra direta de títulos públicos e ampliando os tipos de ativos aceitos como colateral (VOLLMER & BEBENROTH, 2009).

Complementarmente, de acordo com Vollmer & Bebenroth (2009), ainda em outubro, o BOJ anunciou o aumento da frequência e do volume de suas operações compromissadas de *commercial papers* (CPs), que até então ocorriam de forma trimestral. Em dezembro, o BOJ ampliou o escopo de dívidas corporativas aceitas como colateral nessas operações. Além disso, foi criada a linha "*Special Funds-Supplying Operations to Facilitate Corporate Financing*", permitindo que instituições financeiras tomassem empréstimos de prazo de três meses sem limite de valor, desde que garantidos por dívida corporativa.

Em dezembro de 2008, o BOJ anunciou a compra direta de *commercial papers* como medida temporária, aumentando seu envolvimento no risco de crédito e na alocação de recursos. Para reduzir riscos, decidiu adquirir esses papéis apenas por meio de leilões competitivos e de instituições financeiras que já fossem suas contrapartes, evitando compras

diretas dos emissores. O volume total foi limitado a ¥3 trilhões, com limite de ¥100 bilhões por emissor. (VOLLMER & BEBENROTH, 2009).

Diante do compromisso de alcançar a estabilidade de preços no médio a longo prazo, o BOJ redefiniu sua compreensão da estabilidade de preços em 2009, abandonando a tolerância à inflação zero e estabelecendo como ideal uma inflação positiva de 2% ou menor, em torno de 1% (SHIRAI, 2013). Essa mudança sinalizava o compromisso renovado da autoridade monetária com a superação da deflação.

Em relação à política fiscal, o governo japonês respondeu a crise com uma série de medidas que totalizaram cerca de 4,7% do PIB, valor que colocou o Japão entre os países do G7 com os maiores estímulos, atrás apenas dos Estados Unidos. As transferências representaram uma parte relevante desses pacotes, sendo o componente principal o pagamento fixo de ¥12 mil por pessoa entre 19 e 64 anos e ¥20 mil para as demais faixas etárias. Embora a distribuição não tenha sido restrita às famílias de baixa renda, a estrutura de valor fixo beneficiou relativamente mais os domicílios mais pobres, mais propensos a consumir o valor recebido (OECD, 2009).

A economia do país, que havia demonstrado sinais de recuperação após a quebra do Lehman Brothers, voltou a perder força em meados de 2010, impactada pelo fim de estímulos fiscais e pelo enfraquecimento das principais economias, especialmente a norte-americana e a europeia. Em outubro daquele ano, o BOJ introduziu o programa *Comprehensive Monetary Easing* (CME), pelo qual a autoridade monetária buscava intensificar sua atuação por meio de três pilares: uma política de taxa de juros próxima de zero, a introdução do *forward guidance* e a criação de um programa de compras de ativos (SHIRAI, 2013).

O primeiro pilar consistiu na redução da meta para a taxa de juros do *overnight* para o intervalo de 0% a 0,1%, o que poderia ser considerado virtualmente como uma política de taxa de juros de 0%. O segundo pilar foi a introdução do *forward guidance*, com o compromisso de manter a política de juros no patamar zero até que a meta de estabilidade de preços chegasse no nível desejado, definida como uma inflação positiva de até 2%, com mediana de 1%. Em 2012, o BOJ formalizou essa meta, com o objetivo de atingir, para aquele momento, o nível de 1% de inflação. Essa meta seria examinada anualmente. A adoção do CME, reforçado pelo *forward guidance*, duraria até o momento o qual a autoridade monetária julgasse que a meta de 1% de inflação estivesse se realizando (SHIRAI, 2013).

O terceiro pilar, de acordo com Shirai (2013), o programa de compras de ativos, visava reduzir as taxas de juros de médio prazo e os prêmios de risco. A abrangência dos ativos incluía títulos públicos (JGBs e T-Bills), títulos de dívida privados, cotas de fundos de índice (ETFs) e cotas de fundos de investimento imobiliário (J-REITs). Inicialmente estipulado em ¥35 trilhões, o volume foi ampliado sucessivamente até atingir ¥101 trilhões em 2013.

Apesar da magnitude das ações, a efetividade da CME foi limitada por choques externos e internos. A crise da dívida na zona do euro, o rebaixamento da nota de crédito dos títulos do Tesouro dos EUA e, sobretudo, o terremoto no Japão em março de 2011 afetaram a economia global. Esses eventos pressionaram a valorização de moedas como o iene e o franco suíço, demandados como moedas de reserva, dificultando a recuperação econômica e alimentando pressões deflacionárias. Em resposta, ocorreram intervenções cambiais coordenadas pelos países do G7 e ações unilaterais do governo japonês, que chegou a comprar mais de ¥8 trilhões em dólares em um único dia, em outubro de 2011. Apesar disso, o iene continuou a apreciar, voltando a cair somente no início de 2012 (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023).

O cenário que se apresentava não era propício para combater pressões deflacionárias. A economia doméstica voltada a enfrentar problemas relativos à armadilha da liquidez, o que deixava evidente que a solução para os problemas estava além do escopo dos instrumentos de política monetária (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023b).

3.5 A Política Monetária Japonesa sob Abe e Kuroda: do QQE ao Pré-COVID-19

Com o retorno de Shinzo Abe ao cargo de primeiro-ministro em dezembro de 2012 (Abe havia sido eleito anteriormente, tendo ocupado o cargo entre 2006 e 2007), o Japão iniciou um novo ciclo em sua política econômica. Visando superar a deflação e estimular a economia, foi anunciado um pacote de política econômica que se baseava em três pilares principais, referidos como as "três setas": (i) política monetária agressiva, (ii) política fiscal flexível e (iii) estratégia de crescimento e reformas estruturais (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023b).

Em 2012, o BOJ e o FED adotam uma meta explícita de inflação de 2%. Assim, segundo Kowalewski & Shirai (2023b), o BOJ estabelece a meta de estabilidade de preços como diretriz oficial para a política monetária. Nesse momento, o banco definiu que a

estabilidade de preços no médio a longo prazo estaria dentro de uma faixa positiva de 2% ou menos em termos de variação anual, fixando para aquele momento, a meta de 1%. A adoção da meta explícita foi motivada por críticas ao modelo anterior, baseado em interpretações de estabilidade de preços por parte dos membros do comitê de política monetária. O objetivo adotado em 2012 ainda era ambíguo, pois não deixava claro se o BOJ almejava, de fato, 1% ou 2% como meta para a inflação.

Essa indefinição foi superada em janeiro de 2013, quando o BOJ estabeleceu formalmente uma meta de inflação de 2% ao ano. Poucas semanas depois, em fevereiro de 2013, Abe indicou Haruhiko Kuroda como seu candidato à presidência do BOJ. Empossado oficialmente em março de 2013, Kuroda sucedeu Masaaki Shirakawa e deu início a uma nova fase na política monetária japonesa (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023B).

No início de sua gestão, Kuroda anunciou o lançamento de novos instrumentos de política monetária, denominado *Quantitative and Qualitative Monetary Easing* (QQE) e tinham como objetivo atingir 2% de inflação no horizonte de dois anos (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023b). Segundo Shirai (2018) a estratégia combinava dois componentes principais: o aumento gradativo da base monetária (dimensão quantitativa) e a mudança na composição dos ativos comprados pelo BOJ (dimensão qualitativa).

A dimensão quantitativa consistia na expansão da base monetária a um ritmo anual de ¥60 a ¥70 trilhões. Aqui o BOJ já determinava que o instrumento principal de política monetária migrava do controle da taxa de juros para o controle da base monetária. Já a dimensão qualitativa referia-se à composição dos ativos adquiridos pelo banco central. Isso incluía a compra de JGBs ao ritmo de ¥50 trilhões por ano, deslocando a maturidade média desses títulos para sete anos, chegando a adquirir JGBs com vencimentos de até 40 anos. Além disso, o BOJ passou a adquirir cotas ETFs a uma taxa anual de cerca de ¥1 trilhão, bem como cotas J-REITs no valor aproximado de ¥30 bilhões por ano (SHIRAI, 2018).

Como componente de sua estratégia de *forward guidance*, o BOJ se comprometeu em dobrar a base monetária e o volume de JGBs e de ETFs em seu balanço em dois anos, além de mais que duplicar a maturidade média dos títulos públicos adquiridos. Para expandir a base monetária na dimensão que era prevista, os JGBs eram os principais ativos considerados. Ao adquirir JGBs de longo prazo, o BOJ fazia com que a oferta desses ativos se reduzisse, o que levava ao encurtamento da maturidade dos JGBs remanescentes no mercado e à consequente redução no prêmio de risco. Ademais, o BOJ estabeleceu que a política de QQE seria mantida

pelo tempo necessário para garantir que a meta de inflação de 2% fosse alcançada. (SHIRAI, 2018).

Entre junho e dezembro de 2014, o preço do barril de petróleo caiu drasticamente, passando de níveis acima de US\$ 115 para aproximadamente metade desse valor. Essa queda reduziu as expectativas de inflação de longo prazo. Somado a isso, a elevação do imposto sobre consumo de 5% para 8%, implementada em abril de 2014, contribuiu para uma retração no consumo das famílias e um arrefecimento do crescimento econômico. Embora a medida tributária tenha elevado a inflação em cerca de 2%, seus efeitos contracionistas sobre a atividade econômica motivaram uma revisão nos parâmetros da QQE (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023).

Diante desse cenário, o BOJ decidiu acelerar a expansão da base monetária. A meta de foi elevada de ¥60–70 trilhões para aproximadamente ¥80 trilhões por ano. A fim de alcançar esse objetivo, o volume anual de compras de JGBs aumentou de ¥50 trilhões para ¥80 trilhões. Além disso, o BOJ triplicou o volume de compras de ativos de risco, como ETFs (de ¥1 trilhão para ¥3 trilhões por ano) e J-REITs (de ¥30 bilhões para ¥90 bilhões), incluindo também ETFs indexados ao índice JPX–Nikkei 400. Com isso, o BoJ buscava provocar uma queda adicional das taxas de juros ao longo de toda a curva e reforçar os canais de transmissão da política monetária (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023).

Em abril de 2015, dois anos após o início do QQE, a meta de estabilidade de preços de 2% ainda não havia sido atingida de forma sustentada, apesar do aumento temporário da inflação devido aos efeitos do aumento do imposto sobre o consumo. O panorama agravou-se com a volatilidade financeira proveniente da China, especialmente após a eclosão de uma bolha no mercado de capitais em junho de 2015 e mudanças na política cambial daquele país em agosto. Tais eventos provocaram instabilidade nos mercados globais, afetando também o Japão. Em setembro de 2015, o índice de preços ao consumidor (CPI) japonês retornou a 0%, e o CPI excluindo alimentos frescos passou a registrar um nível negativo (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023).

Em janeiro de 2016, o BOJ surpreendeu os mercados ao anunciar a adoção de uma política de juros negativos (*Negative Interest Rate Policy* – NIRP) aplicada às reservas bancárias das instituições financeiras junto ao BOJ, a ser implementada em fevereiro do mesmo ano. O objetivo da medida era impulsionar a demanda agregada e elevar as

expectativas inflacionárias, visando aceleração à meta de estabilidade de preços de 2% (SHIRAI, 2018).

Para reduzir os efeitos adversos sobre a rentabilidade das instituições financeiras e evitar disfunções nos mercados interbancários, o BOJ adotou um sistema de três níveis (*three-tier system*) para remunerar os saldos das reservas bancárias. Esse sistema estabelece três categorias: a *Basic Balance* (nível 1), com remuneração positiva de 0,1%; a *Macro Add-on Balance* (nível 2), com juros nulos (0%); e a *Policy-Rate Balance* (nível 3), sobre a qual incide a taxa negativa de -0,1% (SHIRAI, 2018). O nível 1 corresponde aos saldos acumulados sob a QQE, mantendo a remuneração de antes. O nível 2 abrange as reservas obrigatórias e os montantes vinculados a programas de crédito do BOJ. Já o terceiro nível compreende o excedente dessas duas, sendo a única efetivamente penalizada pela taxa negativa (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023).

Embora a política de juros negativos tenha gerado efeitos positivos de curto prazo, como um aumento temporário nos investimentos imobiliários, na emissão de títulos privados de longo prazo e no investimento em portfólios estrangeiros por parte das instituições financeiras japonesas, também provocou diversos efeitos colaterais negativos. Dentre os principais, destacam-se a redução dos *spreads* das instituições financeiras, maior preferência pela liquidez e a deterioração das condições de funcionamento do mercado de JGBs, (SHIRAI, 2018).

A reação das famílias à NIRP refletiu-se em uma crescente substituição de depósitos por dinheiro em espécie, armazenado em residências ou cofres bancários. O volume de notas em circulação cresceu mais de 5% até setembro de 2018, enquanto a taxa de crescimento dos depósitos individuais caiu de 2,5% em 2014–2015 para 1,2% em 2016 (SHIRAI, 2018). Essa preferência por dinheiro se reflete em uma sociedade ainda relativamente baseada em retenção de numerário. A NIRP também afetou a liquidez e o funcionamento do mercado de JGBs. Com a remuneração negativa sobre parte das reservas, os bancos tornaram-se mais relutantes em vender seus títulos ao BOJ, comprometendo a expansão contínua da base monetária (SHIRAI, 2018).

Diante desse contexto, o BoJ reformulou sua estratégia em setembro de 2016, adotando o controle da curva de juros (*Yield Curve Control* – YCC). Essa nova abordagem marcava uma diferença com a QQE ao romper com dois pilares: o controle da base monetária e a meta de remuneração esperada dos títulos públicos de maturidade de 10 anos restantes no mercado

(SHIRAI, 2018). A política de YCC estabeleceu dois alvos principais: (i) uma taxa de curto prazo de -0,1% na conta de reservas bancárias e (ii) uma taxa de retorno de 0% para os JGBs com vencimento de 10 anos. Esses dois parâmetros provocaram uma inclinação positiva na curva de juros (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023a).

Se continuasse com a QQE, o BOJ poderia incorrer em um risco excessivo de concentração de JGBs, resultando em escassez desses títulos no mercado. Além disso, a remuneração das JGBs de maturidade de 10 anos era negativa no momento da introdução da YYC. Logo, adotar a YCC concomitante com a QQE era insustentável (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023a).

O BOJ então iniciou uma redução gradual no ritmo de aquisições de JGBs, que anteriormente girava em torno de ¥80 trilhões por ano. A partir do final de 2016, o volume de compras foi sendo reduzido, atingindo níveis inferiores a ¥30 trilhões em 2019. O BOJ não anunciou publicamente a intenção na redução das compras de JGBs, o que gerou ruído com o mercado (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023). Apenas em junho de 2017, Haruhiko Kuroda, presidente do BOJ, admitiu que a quantidade de JGBs adquirida fosse determinada endogenamente pelas condições de mercado, visto que a taxa de juros dos títulos de 10 anos era a meta operacional definida (SHIRAI, 2018).

Para mitigar as limitações operacionais e prover melhor adaptação à política de YCC, o BOJ adotou maior flexibilidade quanto às variações aceitáveis nas taxas dos JGBs de 10 anos. Inicialmente, havia uma tolerância implícita de +/-10 pontos-base em relação à meta de 0%. No entanto, em julho de 2018, essa faixa foi ampliada para +/- 20 pontos-base. O objetivo era acomodar a volatilidade do mercado. (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023a).

Apesar das medidas tomadas, os avanços rumo à meta de estabilidade de preços permaneceram limitados. A inflação corrente e inflação esperada moviam-se em trajetórias semelhantes e ambas pareciam ser mais sensíveis a variação nos preços do petróleo. Ao mesmo tempo, a meta de alcançar um PIB de ¥600 trilhões até 2020, anunciada pelo Primeiro-Ministro Shinzo Abe, mostrava-se difícil de ser atingida (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023a).

3.6 Conclusão

O período de 1998 a 2019 marca uma mudança estrutural na condução da política monetária japonesa, impulsionada por uma conjuntura marcada por baixo crescimento, inflação negativa e incertezas persistentes. Diante desses desafios, o BOJ lançou mão de instrumentos como o *quantitative easing*, o *forward guidance* e, posteriormente, o controle da curva de juros.

Essas ações buscaram estimular a demanda agregada, combater a deflação e restaurar a confiança dos agentes econômicos na capacidade da política monetária de cumprir seu papel estabilizador. Apesar da intensidade e da diversidade dos instrumentos utilizados, os resultados foram limitados. O crescimento econômico permaneceu modesto e a inflação não convergiu de forma sustentada para a meta estabelecida. Ainda assim, a experiência japonesa foi importante para lidar com a recessão que se avizinhava, provocada pela pandemia de COVID-19.

4 A POLÍTICA MONETÁRIA DURANTE A PANDEMIA DA COVID-19

A pandemia de COVID-19 impôs desafios econômicos às principais economias do mundo. Diante da necessidade de conter os efeitos adversos da crise sanitária sobre a economia, o BOJ respondeu com uma série de medidas de política monetária que aprofundaram a duradoura estratégia de afrouxamento monetário.

Este capítulo analisa a atuação do BOJ entre 2020 e 2021. A instituição adotou medidas como o reforço do programa de compra de ativos, a manutenção de juros baixos e a adoção de outras ferramentas para garantir estabilidade financeira e apoiar empresas afetadas pela pandemia.

4.1 Panorama macroeconômico no período pré-COVID-19

O Japão apresentava, desde 2012, a mais longa expansão econômica desde o período pós-guerra, com taxa de crescimento médio de 1,3% ao ano (OECD, 2019). Esse desempenho foi impulsionado pelas medidas econômicas do governo de Shinzo Abe, com as diretrizes que visavam uma política monetária agressiva, política fiscal flexível e reformas estruturais. Porém, nos anos imediatamente anteriores à pandemia de COVID-19, a economia japonesa demonstrava sinais de estagnação.

Em 2018, o PIB do Japão foi de US\$ 5,04 trilhões, tendo crescido ligeiramente para US\$ 5,12 trilhões em 2019. Embora esses números posicionassem o Japão como a terceira maior economia do mundo, o desempenho do crescimento real do PIB foi modesto: 0,6% em 2018, desacelerando em relação a 2017, e contraiu 0,4% em 2019 (IMF, 2020). Esse desempenho reflete as incertezas enfrentadas pelo Japão em relação à economia global. Tensões no comércio mundial afetavam as perspectivas de negócios e de investimentos e as cadeias globais de valor. A economia japonesa era particularmente vulnerável aos embates comerciais entre Estados Unidos e China, responsáveis por 38% das exportações japonesas. Ademais, desastres naturais, como tufões e o terremoto de Hokkaido, em 2018, contribuíram para o declínio no consumo privado e investimento (OECD, 2019).

Um dos maiores desafios para o Japão é a sua estrutura demográfica, marcada pelo envelhecimento da população. O país conseguiu compensar parte da queda na população em idade ativa (que caiu 12% desde 2000) com um aumento da taxa de emprego, que passou de

70,6% em 2012 para 76,9% em 2018, liderado pela participação feminina no mercado de trabalho. Ainda assim, a escassez de mão de obra tornou-se crítica, levando algumas empresas a reduzirem suas operações, afetando a qualidade dos serviços. A taxa de desemprego se manteve em patamares baixos, sendo de 2,4% em 2018 e 2019, atingindo os menores níveis desde o início dos anos 1990 (OECD, 2019).

No entanto, esse panorama de escassez não se traduziu em um aumento relevante dos salários reais. Desde o início da fase de expansão econômica em 2012, os ganhos de renda permaneceram baixos, o que limitou o crescimento do consumo privado a uma média anual de apenas 0,6% per capita, abaixo do ritmo de crescimento do produto per capita (1,3%) (OECD, 2019). Isso se reflete em parte no nível de inflação. Desde o anúncio formal da meta de inflação de 2% pelo BOJ, em 2013, a inflação se manteve persistentemente abaixo desse patamar nos anos subsequentes. Com exceção de um breve intervalo de otimismo em resposta às reformas econômicas conduzidas por Shinzo Abe, entre 2014 e 2015, os índices permaneceram abaixo de 1% e, em vários momentos, apresentou valores negativos (CHRISTENSEN & SPIEGEL, 2023). Em 2018, a taxa de inflação anual foi de 1,0%, desacelerando para 0,5% em 2019 (IMF, 2021).

4.2 A COVID-19 e seus efeitos no mundo e no Japão

No final de 2019, um novo coronavírus foi identificado na China, dando origem a uma série de casos de pneumonia de causa desconhecida. Em poucas semanas, à medida que o vírus se espalhava por outras regiões do globo, países passaram a adotar medidas de contenção, como restrições de viagens e quarentenas. Em 11 de março de 2020, a Organização Mundial da Saúde (OMS) declarou oficialmente o surto como uma pandemia, diante da velocidade de transmissão e da gravidade da doença (WHO, 2020). A emergência sanitária desencadeou uma generalizada crise econômica, com repercussões importantes sobre a produção, o comércio e o emprego.

De acordo com o Fundo Monetário Internacional (2021), o PIB global sofreu uma contração de 3,1% em 2020, com destaque para a queda do produto na zona do euro (-6,3%) e América Latina (-7,0%). O comércio internacional foi severamente afetado, com queda de 8,2% nas transações de bens e serviços naquele ano (IMF, 2021). Os setores que dependem de interação social, como o turismo, entretenimento e serviços, foram amplamente

impactados, e as cadeias globais produtivas também foram afetadas, refletindo o colapso da mobilidade internacional e a fragmentação e desaceleração do comércio (IMF, 2020).

Do lado da demanda agregada, medidas de confinamento, fechamento de estabelecimentos comerciais e suspensão de atividades econômicas não essenciais provocaram quedas abruptas no consumo e no investimento. Por sua vez, os governos adotaram pacotes fiscais expansionistas e programas emergenciais de transferência de renda, enquanto os bancos centrais recorreram a medidas não convencionais para mitigar os efeitos da crise (IMF, 2021).

Os primeiros casos de infecção pelo novo coronavírus no território japonês foram registrados em janeiro de 2020. Embora o Japão tenha conseguido conter inicialmente a disseminação do vírus de forma mais eficaz que outras nações desenvolvidas, adotando medidas preventivas e controle de fronteiras, o aumento gradual das transmissões levou a uma escalada nos casos a partir de março. Em abril daquele ano, o governo japonês declarou estado de emergência em várias províncias, incluindo Tóquio, após a intensificação das transmissões (THE GUARDIAN, 2020). Foram impostas recomendações estritas de distanciamento social, fechamento de escolas e suspensão temporária de atividades econômicas não essenciais, o que afetou diretamente o consumo das famílias e a confiança empresarial (OECD, 2021).

Entre julho e agosto de 2020, o Japão enfrentou uma segunda onda de COVID-19 com aumento moderado de casos e baixa mortalidade, graças a medidas eficazes de testagem e rastreamento. Com o sistema de saúde conseguindo absorver a demanda, o governo afrouxou restrições e incentivou o turismo e o setor gastronômico. No entanto, isso contribuiu para nova alta de infecções no fim do ano, levando a uma segunda declaração de estado de emergência em janeiro de 2021. Com variantes mais contagiosas, novos estados de emergência foram decretados, e uma mudança na lei permitiu aos governadores impor restrições mais rígidas a estabelecimentos comerciais. Combinada a essas medidas, a vacinação da população ocorreu em ritmo acelerado (OECD, 2021).

A crise sanitária teve efeitos significativos sobre uma economia que já enfrentava desafios estruturais. A confiança dos consumidores caiu significativamente, enquanto as empresas passaram a adiar decisões de investimento diante da imprevisibilidade do ambiente sanitário e econômico. A contração do PIB japonês chegou a 4,2% em 2020 e a inflação foi de 0% em 2020 -0,2% em 2021, refletindo uma demanda interna enfraquecida (IMF, 2022).

A taxa de desemprego foi de 2,8% em 2020, com os setores hoteleiro e gastronômico apresentado a maior perda de vagas. Os que permaneceram empregados tiveram uma redução média de carga horária de 10%. Os salários também caíram, embora em um nível menor que a redução de horas trabalhadas (OECD, 2021).

Em 2021, com a campanha de vacinação e a flexibilização gradual das restrições, a economia japonesa iniciou uma recuperação moderada. O crescimento real do PIB foi de 2,7%, impulsionado principalmente pelo aumento do consumo das famílias e pela retomada das exportações e dos investimentos das empresas (BOJ, 2022).

4.3 Ações do BOJ no enfrentamento da crise

O BOJ se aproximava do oitavo ano consecutivo de implementação da política de QQE, e, ainda que a instituição tivesse sido precursora no uso de instrumentos não convencionais, a crise sanitária exigia mudanças na condução da política monetária. Antes da pandemia, os obstáculos enfrentados pelo BOJ tinham natureza macroeconômica, relacionados ao baixo crescimento e à inflação persistentemente baixa; com a emergência da COVID-19, passaram a surgir problemas de natureza microeconômica, especialmente no funcionamento do crédito. A continuidade da expansão da base monetária já mostrava sinais de esgotamento, não apenas devido à escassez de ativos elegíveis, mas também pela inconsistência com o regime de controle da curva de juros. Nesse contexto, o BOJ optou por uma estratégia em dois níveis: (i) manteve as compras de ativos para assegurar os juros baixos ao longo da curva de rendimentos, e (ii) deu destaque a medidas direcionadas à provisão de crédito, inspiradas em programas previamente adotados pelo Banco da Inglaterra, voltados a estimular a oferta de crédito por meio de incentivos diretos ao sistema bancário (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023).

Em relação ao primeiro nível, em março de 2020, uma das principais decisões foi a retirada do limite superior para a aquisição de JGBs, sinalizando que o BOJ compraria a quantidade necessária desses ativos para manter a estabilidade no mercado de títulos públicos e manter a curva de juros em níveis baixos. Essa mudança operacional substituiu a meta anterior, que previa uma expansão anual da base de JGBs em cerca de ¥80 trilhões. Além disso, o BOJ intensificou suas operações de compra de títulos do tesouro de curto prazo (*treasury bills*), reforçando a liquidez de curto prazo em ienes. No âmbito internacional, o

BOJ atuou em cooperação com outros cinco grandes bancos centrais, disponibilizando liquidez em dólares norte-americanos, que totalizaram mais de US\$ 200 bilhões no auge da crise, em maio de 2020 (AMAMIYA, 2021).

Amamiya (2021) acrescenta que, paralelamente, o BOJ ampliou a escala de suas compras de ativos de risco com o intuito de reduzir os prêmios de risco nos mercados de ativos e conter a deterioração das expectativas de empresas e famílias. A autoridade monetária decidiu dobrar, temporariamente, o ritmo anual de aquisição de ETFs e J-REITs, estabelecendo tetos de cerca de ¥12 trilhões para ETFs e ¥180 bilhões para J-REITs. Essa medida visava evitar a intensificação da volatilidade nos mercados acionários e imobiliários, cuja instabilidade poderia agravar a contração da atividade econômica.

Para atender o segundo nível, o BOJ lançou o programa “*Special Funds-Supplying Operations to Facilitate Corporate Financing*”. Consistiu em um programa de provisão de fundos a instituições financeiras, com condições favoráveis, para que essas instituições concedessem empréstimos a empresas com dificuldades temporárias de caixa. Essa medida visava garantir o funcionamento adequado do mercado de crédito e assegurar a estabilidade do sistema financeiro. Para atenuar os efeitos negativos da taxa de juros de $-0,1\%$ sobre os saldos das reservas das instituições financeiras no BoJ, a autoridade monetária aumentou os juros para 0% para instituições financeiras que concedessem empréstimos a empresas. Tal abordagem também foi estendida às operações de fornecimento de liquidez já existentes (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023a).

Inicialmente, o programa tinha duração prevista de um ano, com encerramento dos requerimentos de empréstimo em setembro de 2020 e juros de 0% ao ano. No entanto, dada a ampla aceitação por parte das instituições financeiras, o BoJ decidiu prolongar o prazo para novas solicitações de empréstimos em diversas ocasiões. Já em abril de 2020, a autoridade monetária ampliou as opções de ativos aceitos como colateral. Além disso, a lista de instituições elegíveis foi expandida para incorporar pequenas cooperativas financeiras. Para intensificar os estímulos ao crédito, o BOJ elevou de 0% para $0,1\%$ a remuneração sobre as reservas das instituições financeiras que concediam empréstimos ao setor privado, medida que foi novamente ajustada em março de 2021: passou-se a aplicar $0,2\%$ (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023a).

Além de estimular o financiamento privado, o programa apresentou a vantagem adicional de não contrariava o arcabouço da YCC. O impacto das medidas foi perceptível no

balanço do BOJ, visto que os empréstimos em sua carteira de ativos aumentaram substancialmente. Segundo o relatório de operações de mercado do ano fiscal de 2021, os empréstimos oferecidos foram amplamente utilizados por diversos setores. Se no início de 2020 o montante total de empréstimos do BOJ estava em torno de ¥48 trilhões, esse valor superou ¥150 trilhões em 2022, representando um aumento superior a ¥100 trilhões. A participação dos empréstimos no total dos ativos do banco central, que era inferior a 10% antes da pandemia, ultrapassou 20% no final de 2021 (KOWALEWSKI & SHIRAI, 2023a).

Apesar das pressões sofridas pelas empresas durante a pandemia, o ambiente de financiamento externo permaneceu acomodatório. A taxa de crescimento anual dos empréstimos bancários alcançou cerca de 6%, patamar mais elevado em aproximadamente 30 anos. Paralelamente, o aumento do volume agregado de títulos públicos e privados superou a marca de 10%, estando em seu maior nível histórico (AMAMIYA, 2021).

Esse desempenho contrasta com o ocorrido durante a crise financeira global de 2008, quando as restrições no crédito bancário agravaram a recessão. A estabilização dos mercados financeiros globais, que haviam apresentado intensa volatilidade no primeiro semestre de 2020, ocorreu de maneira mais célere em relação à crise de 2008. Isso se deu, em grande parte, pelas respostas amplas e sincronizadas de governos e bancos centrais ao redor do mundo. No Japão, a atuação do BOJ teve papel fundamental na mitigação dos efeitos adversos da pandemia sobre o sistema financeiro doméstico (AMAMIYA, 2020).

Em março de 2021, o BOJ decidiu prorrogar a vigência de seu programa especial de apoio ao crédito por mais seis meses, até setembro do mesmo ano, tendo em vista o ritmo moderado de acomodação da economia. A autoridade monetária também se mostrou disposta a estender o programa novamente, caso as condições econômicas assim o exigissem (AMAMIYA, 2021).

A coordenação entre o governo e o banco central foi fator importante na implementação das medidas durante o período da pandemia. Em maio de 2020, o Ministro das Finanças, Taro Aso, e o presidente do BOJ, Haruhiko Kuroda, divulgaram uma declaração conjunta enfatizando o compromisso em facilitar o financiamento das empresas e assegurar a estabilidade dos mercados financeiros (MINISTRY OF FINANCE; BANK OF JAPAN, 2020).

O arranjo institucional do Japão possibilitou uma interação entre o controle da YCC, conduzido pelo BOJ, e os estímulos fiscais promovidos pelo governo. O BOJ, ao aprofundar

o ritmo de aquisição de JGBs em resposta à crise pandêmica, buscava manter a estabilidade no mercado de títulos e achatar a curva de rendimentos a níveis baixos. Isso criou condições financeiras favoráveis que foram aproveitadas pelo governo para implementar pacotes fiscais, enquanto o BOJ, concentrou-se no provimento de liquidez ao sistema financeiro. (AMAMIYA, 2021).

Entre as medidas fiscais implementadas em 2020, destacam-se o *Employment Adjustment Subsidy*, um benefício atrelado ao seguro-desemprego que foi expandido e teve seus critérios de elegibilidade flexibilizados, permitindo a inclusão de trabalhadores não regulares anteriormente fora da cobertura. Além disso, o governo efetuou um pagamento único de ¥100 mil a todos os residentes como forma de sustentação imediata da renda das famílias. Essas ações foram complementadas por empréstimos a juros baixos e auxílios financeiros diretos para pequenas e médias empresas, especialmente nos setores mais afetados, como turismo, alimentação e entretenimento (OECD, 2021). O valor dos gastos em auxílios em 2020 totalizou ¥403 trilhões, equivalente a aproximadamente a 60% do PIB daquele ano (OECD, 2021).

Um ajuste relevante promovido pelo BOJ foi a redefinição da margem de flutuação dos juros de longo prazo no âmbito do YCC. A autoridade monetária passou a permitir variações em torno de mais ou menos 0,25% do alvo de 0%, com o objetivo de garantir maior flexibilidade operacional e preservar o funcionamento do mercado de JGBs. Essa mudança foi acompanhada da introdução das chamadas “*fixed-rate purchase operations for consecutive days*”, uma ferramenta que permite a compra ilimitada de títulos por vários dias consecutivos, visando evitar altas significantes nas taxas de juros (AMAMIYA, 2021).

Por fim, ainda em março de 2021, no que se refere à compra de ativos, o BOJ revisou suas diretrizes para a aquisição de ETFs e J-REITs. Embora os limites anuais de compra (¥12 trilhões para ETFs e ¥180 bilhões para J-REITs) tenham sido mantidos, a diretriz anterior de crescimento anual de aquisições foi eliminada. Com isso, as compras passaram a ser realizadas de forma mais flexível e de acordo com as condições de mercado. Ademais, o BoJ decidiu focar exclusivamente em ETFs vinculados ao índice TOPIX (índice da Bolsa de Valores de Tóquio), buscando minimizar distorções na compra de ativos individuais (AMAMIYA, 2021).

4.4 Síntese dos instrumentos de política monetária não convencional

A condução da política monetária pelo BOJ, a partir da virada do século XXI, foi modelada como resposta a um cenário de deflação persistente e estagnação econômica, que já marcava a economia japonesa desde a década anterior. Nesse período, o BOJ iniciou sua experiência com a política de QE e uso de taxas de juros próximas de zero ou negativas. As medidas foram gradualmente aprimoradas ao longo dos anos, incorporando o controle da curva de juros a partir de 2016 e o uso do *forward guidance* para sinalizar a manutenção da política monetária aplicada.

Em especial, durante a crise financeira global de 2008, a atuação do BOJ destacou-se pela continuidade de sua postura acomodatória. O Japão já vivenciava taxas de juros próximas de zero desde o início dos anos 2000 e, por isso, teve menos margem de manobra para novos cortes. O BOJ então aprofundou sua política de QE e passou a incluir, de forma mais sistemática, a compra de ativos privados, buscando estimular a atividade econômica por meio de uma ampliação da liquidez nos mercados financeiros.

Durante a pandemia de Covid-19, entre 2020 e 2021, o BOJ intensificou o uso desses instrumentos com foco ampliado em mitigar os efeitos da crise sanitária sobre a atividade econômica. A diferença fundamental nesse novo ciclo de afrouxamento foi o caráter emergencial e mais agressivo das medidas. O QE foi ampliado significativamente com aumento do volume de compra de JGBs, além da intensificação das aquisições de títulos privados e ETFs, demonstrando uma atuação mais direta do banco central no apoio às empresas. O YCC foi mantido, com maior tolerância à flutuação dos juros, o que evidenciou uma tentativa de aumentar a flexibilidade da política monetária.

O *forward guidance* também foi aprimorado. Durante a pandemia, as comunicações do BOJ passaram a enfatizar não apenas a manutenção de estímulos por tempo prolongado, mas também a possibilidade em expandi-los, caso necessário, demonstrando a natureza excepcional da crise e a necessidade de respostas de política mais rápidas e assertivas. Isso contrasta com o período pré-pandemia, em que a comunicação era mais voltada à ancoragem das expectativas de inflação de médio a longo prazo.

Em síntese, foram quatro os principais instrumentos adotados durante o período de 2020 e 2021:

1. Quantitative Easing (QE) - O BOJ ampliou significativamente sua política de QE como resposta à crise provocada pela pandemia. Entre as medidas estavam o aprofundamento do ritmo de compra de JGBs, e a aquisição de ETFs e J-REITs, cujos limites temporários

foram elevados para até ¥12 trilhões e ¥180 bilhões, respectivamente. Essas medidas buscaram assegurar a estabilidade dos mercados financeiros e sustentar a confiança dos investidores. Adicionalmente, o BOJ intensificou a compra de *commercial papers* e outros títulos privados, com um teto de até ¥20 trilhões, a fim de garantir liquidez e reduzir os custos de financiamento das empresas.

2. Política de Controle da Curva de Juros (YCC) - Mantendo a estratégia iniciada em 2016, o BOJ continuou com a política de controle da curva de juros, mesmo durante a pandemia. Ao comprar títulos de diferentes maturidades, o BoJ buscava influenciar a taxa de juros de longo prazo, flutuando em mais ou menos 0,25% em torno do alvo de 0%. Essa política visava manter condições financeiras acomodatórias, incentivando o consumo e o investimento.

3. Programa de Apoio a Empresas - O BOJ implementou o “*Special Funds-Supplying Operations to Facilitate Corporate Financing*” em 2020. Esse programa incluiu facilidades de crédito voltadas ao financiamento de empresas. Para balancear os efeitos da remuneração de -0,1% sobre as reservas que as instituições financeiras mantinham junto ao BOJ, a autoridade monetária aumentou os juros para 0% para instituições financeiras que concedessem empréstimos a empresas. O programa foi expandido e ajustado ao longo de 2020 e 2021, e sua vigência principal se deu até março de 2022.

4. *Forward Guidance* - O BOJ reforçou sua estratégia de *forward guidance*, comunicando de forma explícita seu compromisso em manter as condições monetárias acomodatórias por um período prolongado. A instituição declarou em diversas oportunidades que manteria as taxas de juros em níveis baixos enquanto fosse necessário para atingir a meta de inflação de 2%. Esse tipo de política buscava influenciar as expectativas dos agentes econômicos e reduzir a incerteza.

O BOJ passou de uma postura inicialmente experimental e gradativa nas décadas anteriores para uma resposta decisiva e ampla diante do choque pandêmico. Essa transição reforça a tese de que, em contextos de baixa eficácia das políticas convencionais, os bancos centrais ampliam suas ferramentas no suporte à economia.

4.5 Considerações Finais

A pandemia de COVID-19 representou um novo teste para os instrumentos da política monetária japonesa. Diante da redução da atividade econômica em 2020, o BOJ aprofundou a postura acomodatória. Embora a autoridade monetária tenha mantido as diretrizes centrais da política monetária adotada desde o QQE de 2013 e do controle da curva de juros (YCC) de 2016, o contexto pandêmico exigiu novos arranjos. As medidas buscavam mitigar a contração do produto e garantir liquidez ao sistema financeiro, num cenário caracterizado por forte queda da demanda e elevação generalizada da incerteza.

O BOJ expandiu significativamente suas compras de ativos, não apenas de títulos públicos, como os JGBs, mas também de outros instrumentos financeiros como ETFs, J-REITs e *commercial Papers*, buscando prover liquidez ao mercado financeiro. A instituição reforçou seu compromisso com taxas de juros baixas, mantendo a taxa de curto prazo em – 0,1% e o rendimento dos títulos de 10 anos próximo de 0% por meio do YCC. Além disso, foram ampliados programas de facilitação de crédito para instituições financeiras. Essas ações compuseram o “*Special Funds-Supplying Operations to Facilitate Corporate Financing*”, que se somou a medidas de provisão de liquidez em dólares por meio de coordenação com bancos centrais de outros países.

Apesar da abrangência das medidas adotadas, os resultados foram limitados. A economia japonesa registrou contração de 4,3% do PIB real em 2020, e a inflação permaneceu persistentemente abaixo da meta de 2%, estabelecida em 2013. A dificuldade em reverter o ciclo deflacionário evidencia os limites da política monetária diante de um cenário de armadilha da liquidez, que se caracteriza por uma situação em que a taxa de juros nominal está no limite inferior (*zero lower bound*), tornando os agentes indiferentes entre reter moeda ou títulos, reduzindo, assim, a eficácia da política monetária.

Nesse ambiente, o BOJ enfrentava um desafio semelhante ao observado após a crise financeira de 2008, mas com agravantes. Em 2008, a crise foi originada no sistema financeiro global, enquanto em 2020 o choque foi simultaneamente de oferta e demanda, desencadeado por medidas restritivas de mobilidade. Além disso, na crise anterior, o BOJ teve espaço para inovar com políticas como o *credit easing* e programas de compras de ativos. Já durante a pandemia, muitas dessas medidas já estavam em operação desde o QQE de 2013, o que pode ter reduzido o grau de novidade e impacto das ações.

Nesse contexto, a coordenação entre política monetária e política fiscal tornou-se importante. O governo japonês adotou pacotes fiscais robustos, com foco em transferências

diretas e subsídios empresariais. A atuação fiscal contribuiu para sustentar a renda das famílias e reduzir falências.

A partir da análise do período, é possível compreender melhor os limites da política monetária convencional. A ênfase na taxa de juros como o principal canal de transmissão mostra-se insuficiente quando a economia se encontra em armadilha da liquidez; a redução dos juros não se converte em estímulo à demanda agregada. Ademais, há redução de liquidez na economia agravada pela retração da oferta de crédito pelas instituições financeiras devido à aversão ao risco. A economia poderia entrar em um ciclo vicioso, no qual produto e baixa inflação entrem em uma espiral descendente.

Assim, o caso japonês durante a pandemia reafirma a necessidade de instrumentos não convencionais em situações de exceção. A adoção combinada de QE, YCC, *forward guidance* e juros negativos mostrou-se útil para evitar o colapso dos mercados financeiros, mas insuficiente para induzir uma recuperação robusta. Obstáculos estruturais da economia japonesa, como o envelhecimento populacional, a rigidez dos salários e a baixa confiança da população limitaram os efeitos dos estímulos. O fracasso em alcançar a meta de inflação durante quase uma década de políticas não convencionais sinaliza a complexidade dos desafios enfrentados pelo Japão.

5 CONCLUSÃO

Esta monografia teve como objetivo analisar a política monetária no Japão, com atenção ao período marcado pela pandemia da COVID-19, considerando a evolução histórica dos instrumentos utilizados, os limites da atuação convencional do banco central e as respostas adotadas diante de crises econômicas. Percorreu-se, ao longo dos capítulos, o arcabouço teórico da política monetária, os instrumentos convencionais e não convencionais disponíveis, o contexto macroeconômico japonês antes da crise sanitária e, por fim, as ações implementadas pelo Banco do Japão (BOJ) e pelo governo japonês entre 2020 e 2021.

Foi apresentada, no capítulo dois, uma revisão dos fundamentos da política monetária, discutindo os aspectos teóricos a partir da teoria quantitativa da moeda, do pensamento keynesiano e das abordagens contemporâneas. Destacou-se o papel das metas de inflação, a importância das expectativas e a atuação dos bancos centrais em contextos de estabilidade de preços. O capítulo também introduziu os principais canais de transmissão da política monetária, evidenciando o papel central da taxa de juros no Novo Consenso Macroeconômico, mas também suas limitações em situações de crise.

O capítulo segue com os instrumentos utilizados pelos bancos centrais, distinguindo os mecanismos convencionais, como operações de mercado aberto, compulsórios e redesconto, e os instrumentos não convencionais, como o *quantitative easing* (QE), o controle da curva de rendimentos (YCC), o *forward guidance* e as taxas de juros negativas sobre as reservas bancárias. Foi enfatizada a armadilha da liquidez como um limite estrutural à eficácia das medidas convencionais.

O terceiro capítulo examinou a trajetória da política monetária japonesa nas décadas recentes, com foco nos mandatos de Haruhiko Kuroda e nas inovações implementadas a partir de 2013, como o QQE e o YCC. A análise destacou a persistência do cenário deflacionário no país, mesmo diante de políticas monetárias não convencionais expansionistas. Também foram discutidos os desafios estruturais que limitam a efetividade das políticas adotadas, como o envelhecimento populacional, a baixa produtividade e a rigidez do mercado de trabalho.

No quarto capítulo, a monografia abordou a conjuntura da pandemia de COVID-19, iniciando com um panorama da crise global e, em seguida, analisando os impactos sanitários e econômicos no Japão. Diante da recessão de 2020, o BOJ ampliou seu arsenal de medidas, aprofundando o afrouxamento monetário e expandindo os programas de crédito e compras de

ativos. Ainda assim, a inflação permaneceu abaixo da meta e a recuperação econômica mostrou-se moderada, revelando as limitações dos instrumentos monetários em um ambiente de forte incerteza. Paralelamente, o governo japonês lançou pacotes fiscais expressivos, que mitigaram os efeitos da crise no curto prazo.

A análise realizada ao longo do trabalho revela que, embora o BOJ tenha atuado de maneira proativa e inovadora desde a década de 2000, os efeitos da política monetária não convencional sobre a inflação e o crescimento foram limitados. A persistência da armadilha da liquidez e da persistência da inflação abaixo da meta demonstram que, em determinados contextos macroeconômicos, a política monetária perde capacidade de estímulo sobre a demanda agregada. No caso japonês, a pandemia evidencia que a sustentação da renda e da atividade econômica só foi possível mediante a ampliação significativa dos gastos públicos.

Como sugestão para futuras pesquisas, propõe-se uma análise mais detalhada sobre os efeitos das medidas adotadas durante a pandemia, abordando o ponto de vista fiscal e o monetário, avaliando o impacto sobre o consumo, o investimento, o mercado de trabalho e a formação das expectativas inflacionárias. Propõe-se também um estudo comparativo entre a experiência japonesa e a de outras economias avançadas, como a zona do euro ou os Estados Unidos, buscando uma melhor compreensão da eficácia dos diferentes arranjos de política econômica em contextos de crise.

REFERÊNCIAS

AMAMIYA, M. **Japan's Economy and Monetary Policy**. Speech at a Meeting with Local Leaders in Akita, 2020.

AMAMIYA, M. **The Bank of Japan's monetary policy in the time of Covid-19**. In: ENGLISH, B., FORBES, K., UBIDE, A. **Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era**. CEPR Press, 2021.

BALL, L. M. **Money, Banking and Financial Markets**. 2 ed. Worth Publishers, 2012.

BANK OF JAPAN (BOJ). **Outlook for Economic Activity and Prices**. Abril, 2022.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. 7. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2017.

CAMPBELL, J., EVANS, L., FISHER, M., e JUSTINIANO, A. (2012). **Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance**. Brookings Papers on Economic Activity, 2012.

CARVALHO, F.J.C. et al. **Economia Monetária Financeira: teoria e política**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CHRISTENSEN, J. H. E., SPIEGEL, M. M. **Central bank credibility during COVID-19: Evidence from Japan**. Journal of International Money and Finance, no. 131, 2023.

EGEA, F. B., LÓPEZ, P. d. R., **Monetary policy strategy and inflation in Japan**. Banco de España. Documentos Ocasionales, no. 2.116, 2021.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **World Economic Outlook: Recovery During a Pandemic**. Washington, 2021.

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**. ADBI Working Paper. N. 1.380, 2023.

KOWALEWSKI, P., SHIRAI, S. **A quarter of a century of the BoJ's efforts to overcome liquidity trap**. Bank i Kredyt 54 (4), 2023.

MCCURRY, J. **From near disaster to success story: how Japan has tackled coronavirus**. The Guardian, 2020. Disponível em <https://www.theguardian.com/world/2020/may/22/from-near-disaster-to-success-story-how-japan-has-tackled-coronavirus>. Acesso em 30 mai. 2025.

MINISTRY OF FINANCE, BANK OF JAPAN. **Statement by Minister Aso and Governor Kuroda on Countermeasures Responding to the Novel Coronavirus (Covid-19)**, nota à imprensa, 2020.

MISHKIN, F. S. **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**. 13. ed. Pearson Education, 2022.

MISHKIN, F. S. **Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis**. NBER Working Paper Series. Cambridge, 2011.

ORGANISATION OF ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **OECD Economic Surveys: Japan**. Volume 18, 2009.

ORGANISATION OF ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **OECD Economic Surveys: Japan**. 2021.

SHIRAI, S. **The bank of Japan's super-easy monetary policy from 2013-2018**. ADBI Working Paper Series, no. 896, 2018.

SHIRAI, S. **Japan's Monetary Policy in a Challenging Environment**. Speeches at the Bank of Italy and the Eurasia Business and Economics Society Conference Held in Rome (January 11th-12th), 2013.

SHIRATSUKA, S. **Size and Composition of the Central Bank Balance Sheet: Revisiting Japan's Experience of the Quantitative Easing Policy**. Monetary and Economic Studies, 2010.

UGAI, H. **Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses**. Bank of Japan Working Paper Series, no. 06-E-10, 2006.

VOLNER, U., BEBENROTH, R. **The Financial Crisis in Japan: Causes and Policy Reactions by the Bank of Japan**. The European Journal of Comparative Economics, Vol. 9, n. 1, 2012.

WESTELIUS, N. **Twenty Years of Unconventional Monetary Policies: Lessons and Way Forward for the Bank of Japan**. IMF Working Paper. Asia and Pacific Department, no. 20, n. 226, nov. 2020.

WORLD HEALTH ORGANIZATION (WHO). **WHO Director-General's opening remarks at the media briefing on COVID-19 – 11 March 2020**. Geneva, 2020.