

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**  
**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**MONOGRAFIA DE FINAL DO CURSO**

**O RENASCER DO SOL -**  
**POLÍTICA MONETÁRIA ECONOMIA DO JAPÃO**

Luisa Shu Kurizky  
No. de matrícula: 0212383-2

Orientador: Mônica de Bolle

Julho, 2006

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**  
**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**MONOGRAFIA DE FINAL DO CURSO**

**O RENASCER DO SOL -**  
**POLÍTICA MONETÁRIA ECONOMIA DO JAPÃO**

Luisa Shu Kurizky  
No. de matrícula: 0212383-2

Orientador: Mônica de Bolle

Julho, 2006

**“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.**

**“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”**

## **Resumo**

No início dos anos 90 depois que a bolha dos ativos estourou, o Japão enfrentou um longo período de deflação, que levou a estagnação da economia. Um ciclo de declínio econômico, financeiro e político em 1990 que persistiu por duas décadas, denominadas de “décadas perdidas”. À medida que a deflação se aprofundava, as expectativas futuras de deflação se intensificavam. A política monetária atingiu a barreira do zero, e o Japão mergulhou em uma armadilha de liquidez. O Banco do Japão (BoJ) foi obrigado a buscar novos instrumentos para sair da crise e retomar o crescimento da economia. Implementou assim uma nova política sustentada por pilares pouco ortodoxos, o Quantitative Easing (QE), em março de 2001.

Embora a implementação dessa inovadora política monetária tenha sofrido duras críticas ao longo do período, a economia que enfrentou quase 15 anos de recessão, recentemente vem dando sinais de recuperação, entrando no seu quinto ano de ciclo de crescimento. Baseado na premissa inicial de que essa política seria mantida até a inflação se apresentasse, o BoJ abandonou a política do QE, depois de três meses de taxa de inflação não negativa. Alterando sua meta de intervenções no mercado, das reservas em excesso da conta corrente dos bancos no BoJ, para uma taxa de juros de curto prazo, a “uncollateralized overnight call rate”. Entretanto, não abandonou a política de juros zero (ZIRP), anunciando que de fato encorajaria essa taxa a se manter zero, seguido por um período de ajuste que dependeria dos desenvolvimentos de atividade econômica e dos preços.

## **SUMÁRIO:**

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>6</b>
<b>CAPÍTULO 1: HISTÓRICO DA POLÍTICA MONETÁRIA NO JAPÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>CAPÍTULO 2: SITUAÇÃO ECONÔMICA ATUAL .....</b>	<b>16</b>
<b>CAPÍTULO 3: MUDANÇAS NA POLÍTICA MONETÁRIA .....</b>	<b>20</b>
<b>CAPÍTULO 4: RETOMADA DO CRESCIMENTO ECONÔMICO E POLÍTICA MONETÁRIA .....</b>	<b>22</b>
<b>CAPÍTULO 5: MUDANÇAS NA POLÍTICA MONETÁRIA DO JAPÃO E O CENÁRIO GLOBAL.....</b>	<b>25</b>
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>30</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>35</b>

**LISTA DE FIGURAS:**

<b>FIGURA 1 – UNCOLLATERALIZED OVERNIGHT CALL RATE .....</b>	<b>31</b>
<b>FIGURA 2 – PIB REAL.....</b>	<b>31</b>
<b>FIGURA 3 – CONSUMO PRIVADO (55% DO PIB).....</b>	<b>32</b>
<b>FIGURA 4 – TAXA DE DESEMPREGO .....</b>	<b>32</b>
<b>FIGURA 5 – TRABALHADORES PART-TIME E FULL-TIME .....</b>	<b>33</b>
<b>FIGURA 6 – TAXA DE INFLAÇÃO .....</b>	<b>33</b>
<b>FIGURA 7 – CONTA CORRENTE DOS BANCOS NO BOJ.....</b>	<b>34</b>
<b>FIGURA 8 – AGREGADOS MONETÁRIOS.....</b>	<b>34</b>

## **Introdução**

No período de pós-guerra o Japão apresentou um alto crescimento, que foi denominado de “Milagre econômico”. Entretanto, no início dos anos 90 depois que a bolha dos ativos estourou, enfrentou um longo período de deflação, que levou a estagnação da economia. Entre 1992 e 1994, a taxa de crescimento do PIB foi menor que 1%, e em 1998, chegou a um nível negativo. Ao mesmo tempo, a taxa de desemprego cresceu rapidamente durante esse período, aumentando de 2% em 1990 para 5.4% em 2003. O Japão entrou em um ciclo de declínio econômico, financeiro e político em 1990 que persistiu por duas décadas, denominadas de “décadas perdidas”.

À medida que a deflação se aprofundava, as expectativas futuras de deflação se intensificavam. A taxa de juros real, definida como taxa de juros nominal menos a expectativa de taxa de inflação, aumentava. Esse aumento desencorajava o consumo privado e o investimento das empresas. A redução da demanda agregada piorava a situação deflacionária. De forma que a economia caiu em uma espiral deflacionária auto-sustentável.

A política monetária atingiu a barreira do zero, e o Japão mergulhou em uma armadilha de liquidez. Situação onde as convencionais políticas monetárias se tornam impotentes, dado que a taxa de juros nominal atinge a barreira do zero. Nesse caso, injetar base monetária na economia não produz nenhum efeito, porque os títulos e a moeda são vistos como substitutos perfeitos pelos agentes privados. De acordo com o argumento de neutralidade da moeda, um aumento na oferta de moeda deve proporcionar no momento e nos períodos futuros um aumento proporcional dos preços. Entretanto, um aumento que de acordo com as expectativas não seja sustentável, não produzirá nenhum efeito sobre os preços. A armadilha de liquidez envolve um problema de credibilidade.

O Banco do Japão (BoJ) foi obrigado a buscar novos instrumentos para sair da crise e retomar o crescimento da economia. Implementou assim uma nova política sustentada por pilares pouco ortodoxos, o Quantitative Easing (QE), em março de 2001. A meta da política monetária passou a ser o nível da conta corrente no BoJ. A meta foi aumentada diversas vezes desde que foi implementada, atingindo o nível de 30-35 trilhões de yen. Como a meta era muito maior do que o nível requerido de reservas dos bancos (6 trilhões de yen), a adoção dessa política significava que o Banco iria prover fundos adicionais para as instituições financeiras que não encontravam incentivos para

possuir grandes montantes de reservas. Essa nova política se baseava em três pilares: 1) manter uma oferta de liquidez utilizando o balanço da conta corrente (CAB) como meta; 2) comprometimento com essa política e logo, com a grande oferta de liquidez, até que o aumento da taxa de inflação anual se tornasse positiva e sustentável; 3) aumento das compras de títulos de longo-prazo do governo japoneses, caso fosse necessário aumentar ainda mais a liquidez.

Embora a implementação dessa inovadora política monetária tenha sofrido duras críticas ao longo do período, a economia que enfrentou quase 15 anos de recessão, recentemente vem dando sinais de recuperação, entrando no seu quinto ano de ciclo de crescimento, e atingido um crescimento real de 5.5% anualizado no último trimestre de 2005. O mercado de trabalho também se reaqueceu, com a queda da taxa de desemprego. De forma que a recuperação está finalmente repercutindo nos salários, e as firmas estão abandonando a tradição de contratar trabalhadores temporários. O maior consumo das famílias acompanhado de investimento em capital por parte das empresas, alterou a fonte de uma recuperação baseada no setor exportador pelo setor doméstico. Entretanto o sinal de recuperação com maior influência no futuro da política monetária, é a taxa de inflação se apresenta em níveis positivos.

A política monetária do “Quantitative Easing” que era mantida por cinco anos, foi abandonada pelo Banco do Japão na reunião de Política Monetária que ocorreu nos dias 8 e 9 de março de 2006. Segundo o comitê a premissa inicial de que a política seria mantida até a inflação se apresentasse, havia sido atingida. Assim, o BoJ alterou sua meta de intervenções no mercado, das reservas em excesso da conta corrente dos bancos no BoJ, para uma taxa de juros de curto prazo, a “uncollateralized overnight call rate”.

Esta monografia tem como objetivo analisar se a incipiente retomada do crescimento no Japão deve-se em maior medida a estas inovações de política monetária do que ao cenário extremamente benigno de crescimento mundial dos últimos anos. A monografia está organizada da seguinte forma: no capítulo 1, uma revisão da história da política monetária do Japão, com foco na política do “quantitative easing” e do “zero interest rate policy (ZIRP)”. O capítulo 2 discute sobre a situação econômica atual e o capítulo 3 examina as mudanças que estão ocorrendo na política monetária no Japão. O capítulo 4 trata da retomada do crescimento e sua relação com a política monetária e o capítulo 5 relaciona as mudanças na política monetária do Japão e o cenário global. O capítulo 6 conclui a monografia.

## **Capítulo 1: Histórico da Política Monetária no Japão**

O período do pós-guerra foi marcado por um alto crescimento econômico, denominado de era do milagre econômico. Esse período era marcado por um ambiente de alto controle financeiro. O sistema financeiro era utilizado como instrumento de política industrial para garantir que recursos financeiros fossem direcionados para investimento doméstico e para indústrias exportadoras. Bancos e outras firmas financeiras operavam em mercados domésticos segmentados e próximos das firmas, com um sistema de financiamento desenhado de forma a avaliar e monitorar o crédito para o setor produtor, assegurando crédito para as grandes corporações e minimizando as falências. O sistema financeiro tinha como objetivo incentivar a poupança das famílias, ao mesmo tempo em que limitava o acesso dessas ao financiamento. O governo provia fundos aos setores que tinham acesso limitado ao crédito. A política vigente de não falências de instituições financeiras, com o Banco do Japão como prestador de última instância, era organizado de forma que provia um ambiente de baixo risco e poucas falências, incentivando o investimento. As taxas de juros eram administradas. O crescimento da base monetária era altamente correlacionado com o crescimento de empréstimos. As taxas de juros de curto prazo não eram nunca permitidas a ficar abaixo da taxa de desconto do Banco do Japão (BOJ). Essa última era utilizada para ajustar os lucros dos bancos. A missão do BOJ era perseguir uma política monetária que maximizasse primeiramente o crescimento econômico. Pela lei de 1942, o BOJ respondia ao governo e seus interesses.

A partir de 1970, os pilares desse sistema financeiro controlado, foram lentamente derrubados. O fim do sistema de Bretton Woods incentivou o processo de liberalização financeira, já que a taxa de câmbio passou a ser submetida a mudanças no mercado e de políticas estrangeiras. Foi o início do processo de liberalização do Japão como reação a pressão organizada tanto de instituições internas como externas que demandavam por uma maior abertura. O Ministério de Finanças reagiu a essas pressões de forma que diminuiu as barreiras que controlavam a entrada e saída de capital, incentivou a diversificação de portfólio dos bancos e instituições financeiras, e removeu o limite para as taxas de juros e depósitos, estabelecendo um mercado de capital. Entretanto, elementos do regime anterior permaneceram destoando da nova liberalização. A falta de transparência, a intermediação financeira do governo, e principalmente a relutâncias em permitir a falência de instituições atuavam na alocação do crédito mesmo no novo

cenário financeiro japonês. Dado o alto crescimento econômico, e a estabilidade do sistema financeiro anterior, as autoridades japonesas apenas responderam aos interesses que estavam crescendo, mas deixaram os pilares essenciais do antigo regime.

Entretanto, a permanência de antigos elementos nesse novo ambiente acabou por gerar conseqüências que contribuíram para piorar a situação econômica e financeira futura do Japão. Primeiro, o processo incompleto de liberalização com a presença de empréstimos de última instância levava a problemas de “moral hazard”. A falta de monitoramento do sistema acompanhado da liberalização que incentivava o aumento de diversificação do portfolio acabou por criar um ambiente que encorajou a tomada imprudente de riscos e diminui a qualidade dos balanços dos bancos. Segundo, esperava-se que as autoridades monetárias fossem capazes de controlar possíveis choques ou problemas vindos da liberalização. Terceiro, a permanência desses pilares sinalizava que num momento de crise, o governo interviria com uma política de perdoasse os possíveis problemas e os solucionasse.

O grande crescimento econômico ofuscou os problemas que emergiam no setor bancário. Com a liberalização das taxas de juros e o enfraquecimento do canal de empréstimos, a taxa de juros básica do BOJ se tornou um importante instrumento de política monetária. A bolha da economia japonesa foi o resultado de uma interação entre políticas domésticas, pressões externas e comportamento dos bancos frente a nova situação de liberdade financeira.

Durante o período de 1983 e 1989, o mercado de ações e os preços no mercado mobiliário quadruplicaram, entretanto no fim do mesmo período a taxa de crescimento era de aproximadamente 5%, superior a média do período de 1975 a 1989. A taxa de inflação que rodava a 30% em 1973-1974, com o primeiro choque de petróleo, veio caindo gradualmente. E apesar de voltar a subir para 8% com o segundo choque, foi rapidamente trazida a níveis inferiores a 3%, em 1982. E assim permaneceu na faixa de 0-3% durante toda a década de 80. A taxa de inflação não foi afetada pelo período da bolha, mesmo com o aumento dos preços dos ativos, o que explica de certa forma a demora do BOJ em reagir. O crescimento econômico do Japão era forte, mesmo durante o período da bolha, fazendo com que fosse visto como o líder do crescimento que estava ocorrendo nos países do Pacífico. Esse período de bolha foi visto inicialmente como conseqüência natural do rápido crescimento por que estava passando, entretanto em certo momento, surgiram demandas por uma ação por parte do governo para corrigir esses preços.

No início de 1985, o yen começou rápida uma trajetória de apreciação. Essa causou uma recessão por causa da queda das exportações e da desinflação dos produtos importados. Em 1986 e 1987, as taxas de juros foram reduzidas para ajudar a estimular a economia e impedir que a moeda se apreciasse ainda mais. Entretanto, o Banco do Japão acreditou que pudesse limitar a apreciação do yen sem nenhum efeito de reação adversa na economia doméstica. A maior preocupação com a inflação, assim como com o aumento de preços das ações e de propriedades mobiliárias, fez com que o BoJ mudasse de atitude para uma política contracionista, elevando a taxa de juros em 1989. Esse foi um rápido aumento de 350 pontos percentuais em 15 meses (Figura 1).

Os preços no mercado de ações atingiram um novo pico em 1989. Assim, junto com o aumento das taxas de juros, um processo regulatório foi implementado, como por exemplo, limitação do aumento de empréstimos para o mercado mobiliário e também aumento de impostos sobre os ganhos realizados sobre investimentos em terras. Em 1990-1991, a bolha estourou, os preços desses ativos começaram a cair.

A questão que surge e de vários trabalhos desenvolvidos é se o banco do Japão deveria ter respondido mais rapidamente a bolha. Entretanto, o dilema do BoJ porém residia no fato da taxa de inflação indicar uma baixa inflação, principalmente como consequência da apreciação do yen. A taxa de inflação era inferior a 1%, o que possibilitava a adoção de uma política monetária expansionista, entretanto, ao mesmo tempo, a inflação dos ativos rodava em 30%, o que apontava a necessidade de uma política restritiva para controlá-la. Por isso a demora do BOJ em decidir como agir.

Apesar do estouro da bolha, o consumo e o investimento continuaram fortes, impulsionando um alto crescimento econômico. Em 1992, entretanto, a economia apresentou uma taxa de crescimento de trimestre sobre trimestre negativa. E apesar do controle dos empréstimos bancários ao setor mobiliário e construção, houve um crescimento dos empréstimos de instituições não bancárias. Assim, no meio da década de 1990, os “nonperforming loans” (NPL), os empréstimos que não eram pagos por causa da queda dos preços dos ativos mobiliários, aumentou consideravelmente. A taxa de juros começou a ser lentamente reduzida.

A economia estava estagnada numa taxa de 1,2% entre 1992 e 1994. Os preços das propriedades continuavam a cair. E a inflação se encontrava em zero, na metade de 1995. Em setembro desse ano, a taxa de juros que vinha caindo como resposta de um processo de relaxamento da política monetária de forma a incentivar a economia, atingiu 0,5%. Surge uma outra questão de se o BOJ demorou muito para diminuir a taxa

de inflação, uma vez que sua economia estava estagnada e apresentando sinais de possivelmente entrar em um processo deflacionário.

O problema dos NPL se tornou muito pior no período de 1992-1995. Muitas companhias de construção e mobiliárias estavam quebradas, dado que o valor mercado desses ativos se encontrava muito menor do que o valor de compra, assim a entrada de capital estava diminuindo. Logo, essas estavam tendo dificuldades para cumprir com o pagamento dos juros dos seus empréstimos bancários. Os bancos acreditavam que essa situação se reverteria por isso continuavam emprestando. O que fez com que o balanço tanto dos bancos como das companhias se deteriorasse rapidamente.

Entretanto, essa situação era cada vez pior por causa da continua deflação. Isso, pois, essa causava a perda de capital dos devedores, conseqüentemente havia um declínio do montante de colateral que a instituição financeira teria direito uma vez que o empréstimo não fosse pago. O declínio de entrada de capital aumentavam os problemas de “moral hazard” pois mais riscos eram tomados nos projetos já tinham menos a perder se os investimentos não fossem bem sucedidos. Ao mesmo tempo, aumentava-se a seleção adversa, porque em caso de default, as perdas eram mais severas. Assim, o sistema financeiro não mais era capaz de alocar o capital de forma produtiva, assim os investimentos se reduziam, e o crescimento da economia ficava prejudicado.

A situação piorou com a crise asiática de 1997, onde vários bancos japoneses declararam falência, e o crescimento econômico foi de quase zero no ano. Desde esse momento, a economia entrou num momento de estagnação. O governo finalmente injetou capital nos bancos, que por causa da perda de capital por causa dos empréstimos não pagos e da queda dos preços dos ativos, reduziram severamente o crédito. Ou seja, o problema com os NPL fez com que o sistema financeiro não fosse mais capaz de alocar produtivamente o capital em oportunidades de investimento, o que se tornou uma das principais razões da estagnação da economia japonesa.

Assim, reestruturar tanto o balanço das instituições financeiras como não-financeiras era crucial para que a economia do Japão pudesse se recuperar. Para isso era necessário que a economia saísse da deflação, pois preços mais elevados diminuiriam a dívida real das firmas aumentando sua entrada de capital, tornando mais atrativa para essas buscarem novas oportunidades de investimento. Ao mesmo tempo, a melhora dos balanços das firmas ajudaria a reduzir o problema dos NPL o que teria um efeito positivo no balanço dos bancos, de forma que esses também teriam mais incentivos a oferecer empréstimos.

Assim, além de oferecer uma política monetária expansionista, o BOJ deveria também reestruturar a economia japonesa, fechando firmas e instituições financeiras não eficientes. Porém, esse processo deveria ocorrer lentamente, junto com o fortalecimento da economia, para que houvesse a realocação dos empregos produzidos por essas. De acordo com o BOJ, o problema deveria ser solucionado através da reavaliação do valor dos NPL, para valores reduzidos mais condizentes com a nova realidade de mercado, e liquidação rápida destes baseada neste novo valor, de forma que tanto as firmas como os bancos pudessem novamente obter lucros. Sendo essencial para que os bancos pudessem se livrar desses NPL dos seus balanços, o desenvolvimento de um mercado secundário para esses empréstimos não realizados. No sistema financeiro, novos regulamentos bancários e o sistema de taxação deveriam ser constantemente revisto de forma a garantir que as administrações das instituições financeiras buscassem maximizar seus lucros e reestruturar saúde de seus balanços. Ao mesmo tempo, para evitar uma crise no sistema financeiro com o governo fornecendo fundos e o BOJ agindo como prestador de última instância.

Em 1998, a nova lei do Banco do Japão garantiu a independência da decisão da política monetária e de seus membros. O Mr. Hayami foi nomeado como governador do BOJ. A política monetária, dado o processo de recessão e de instabilidade financeira se tornou expansionista, a taxa de juros foi reduzida a 0.25%.

Em fevereiro de 1999, o BOJ adotou a política de juros zero (ZIRP). Houve uma divisão dentro dos membros sobre que outras medidas expansionistas, e por uma maioria, se decidiu que nenhuma outra ação deveria ser adotada. Entretanto como a economia não apresentava sinais de recuperação somente em resposta aos juros mais baixos, os setores começaram a pressionar por medidas mais agressivas de injeção de liquidez na economia. Entretanto o BOJ não apresentava sinais de estar inclinado a ceder a essa demanda. Fazendo declarações públicas que o mercado não deveria ter expectativas de políticas expansionistas. Mostrava-se uma contradição entre o desejo do governo de mais liquidez, contra a visão do governador do BOJ, que mencionava a possibilidade de sair do ZIRP.

A economia iniciou a mostrar sinais de recuperação em 2000. Os preços das ações subiram, e os lucros das corporações assim como os investimentos corporativos aumentaram. Esperava-se que os lucros repercutissem sobre a renda das famílias de forma a incentivar também o consumo das famílias. O ZIRP foi então levantado na reunião de 11 de agosto de 2000. Entretanto, esses sinais eram somente duvidosos. A

economia americana estava começando a mostrar sinais de enfraquecimento, de forma que as exportações japonesas eram esperadas a enfraquecer. A inflação continuava negativa, não havendo nenhum sinal de que a economia estava pronta para sair da deflação. Logo, por essas e outras razões, discute-se que a decisão de abandonar o ZIRP foi errada.

Logo que a taxa foi aumentada, a economia entrou em uma recessão. Em 2001, vários indicadores mostravam sinais de enfraquecimento e o BOJ decidiu aumentar a liquidez. A questão era sobre como inserir essa liquidez na economia. Em fevereiro o banco introduziu um processo chamado de “Lombard lending facility” e reduziu a taxa de 0.5 para 0.35%. O processo consistia emprestar automaticamente para os bancos colateral na taxa oficial, fazendo com que a taxa fosse mantida o nível de 0.35%.

Na reunião de 19 de março de 2001, o BOJ adotou o “Quantitative Easing” assim como também diminuiu ainda mais as taxas de juros. A taxa oficial foi para 0.25%. Entretanto, nova política adotada foi anunciada não somente como a volta ao ZIRP, como a adoção de um novo instrumento de política monetária. O instrumento foi direcionado das taxas de juros de curto prazo para o balanço da conta corrente do BOJ. A meta era de 5 trilhões de yen. Entretanto, com uma meta maior do que o montante pedido (4 trilhões de yen), fazia com que a taxa interbancária efetiva fosse zero. Além disso, também aumentou a compra de títulos de longo prazo.

A economia japonesa tinha entrado numa armadilha de liquidez<sup>1</sup>, operando abaixo da capacidade e com o investimento sendo desencorajado por causa do processo deflacionário. Com a economia extremamente fraca, a taxa de juros de equilíbrio deveria ser zero ou mesmo negativa para incentivá-la. Já que com a deflação, a taxa de juros real<sup>2</sup> seria na verdade positiva. Entretanto, os agentes econômicos não aceitariam uma taxa de juros negativa, uma vez que deter papel moeda traria um retorno maior.

---

<sup>1</sup> Krugman (1998) - Armadilha de Liquidez: situação onde a política monetária se torna ineficiente, por que a taxa de juros nominal atinge a barreira do zero. De forma que a injeção de moeda se torna irrelevante, dado que moeda e títulos se tornam substitutos perfeitos para os agentes privados.

A ineficiência da política monetária numa armadilha de liquidez é o resultado de um problema de credibilidade. De acordo com o argumento de neutralidade da moeda, um aumento na oferta de moeda deve proporcionar no momento e nos períodos futuros um aumento proporcional dos preços. Entretanto, um aumento que de acordo com as expectativas não seja sustentável, não produzirá nenhum efeito sobre os preços. Ou seja, o público espera que independente da atitude que a autoridade monetária tome, no momento oportuno, esta mudará de discurso e buscará manter os preços estáveis no determinado nível, de forma que a política monetária expansionista não produz os efeitos desejáveis para vencer o processo deflacionário. Se a autoridade conseguir convencer o público de seu comprometimento com a atitude irresponsável, ou seja, de que deixará os preços aumentarem o suficiente, a economia conseguirá escapar da armadilha de liquidez.

<sup>2</sup> Taxa de juros real = taxa de juros nominal – expectativa de inflação

Logo, o BOJ não poderia utilizar a taxa de juros real para incentivar a economia. Assim, o fato da taxa de juros ter um limite inferior, fez com que o BOJ buscasse uma nova forma de conduzir a política monetária, o “QE”.

O “Quantitative Easing” foi uma política monetária não-convencional que resultava na expansão da base monetária, mesmo sem ser possível fazê-lo através da redução da taxa de juros. Logo, essa era conseguida por operações de mercado aberto da dívida de curto prazo do governo, por compra de títulos de longo prazo, ou por compras não esterilizadas de moeda estrangeira. A política monetária funcionou para aumentar a base monetária, não tendo efeito sobre a oferta de papel moeda. Isso, pois a base monetária contabilizava o excesso de reserva na conta corrente do BOJ, ou seja, o montante em excesso de liquidez na economia. A base monetária aumentou quase 60% desde a adoção da política do QE, e deste 70% através do excesso na conta corrente dos bancos no BoJ (Figura 8). Esse aumento teve resultados positivos para a economia mesmo não afetando a oferta de papel moeda diretamente, pois, evitava uma potencial crise financeira. Ao mesmo tempo, a maior liquidez também incentivava as instituições financeiras a tomarem mais riscos no seu portfolio, o que estimulava a economia indiretamente.

Um problema inicial para que a política tivesse resultados positivos foi a falta de credibilidade de que o banco manteria a expansão monetária. Assim, o banco estabeleceu também claramente o momento e as condições que levariam a saída do QE, o que foi uma mudança desde o primeiro momento em que o ZIRP foi adotado. Essa nova política seria adotada até que a inflação excluindo alimentos frescos mostrasse uma taxa “estavelmente positiva”.

A compra de grandes montantes de títulos de longo prazo do governo pelo BOJ, fortaleceria a credibilidade de que a política do ZIRP não seria abandonada logo que a deflação terminasse. O BOJ teria incentivos para manter a política, pois o abandono prematuro poderia levar a perda do valor dos títulos que haviam sido adquiridos.

A taxa de câmbio é uma outra forma de incentivar a economia a sair da armadilha de liquidez e da espiral deflacionária. Pois com a moeda depreciada, as importações se tornam mais caras e as exportações mais baratas. O resultado é um redirecionamento da demanda por bens domésticos ao invés de bens importados, o que incentiva a produção doméstica. De fato, o BOJ utilizou intervenções no mercado de câmbio para impedir a apreciação do yen, porém não forçou uma depreciação maior da moeda. A estratégia de intervenção cambial e manutenção de um peg também trazem incentivos para a

manutenção desse peg até que o nível de preços associado a esse seja atingido, pois um abandono precipitado faria com que a apreciação da moeda doméstica resultasse em perda por causa da desvalorização das reservas internacionais acumuladas. Entretanto, o BOJ não adotou mais ativamente essa estratégia por causa de resistência de seus parceiros comerciais caso ela fosse anunciada como principal política monetária. Além do que, poderia ter respostas negativas de política monetária caso o país enfrentasse choque nos seus termos de troca.

Em março de 2003, um novo governador tomou posse, Toshihiko Fukui. Essa nova equipe ao contrario da anterior, parecia mais disposta a fornecer mais liquidez a economia. Aumentou a meta para o balanço da conta corrente do BOJ de 15-20 trilhões para 30-35 trilhões de yen, em janeiro de 2004. Entretanto a maior mudança foi na postura do banco quanto as medidas adotadas. De forma que deixou explicito que manteria o ZIRP até que a inflação estivesse claramente acima de zero. Essa nova postura tentava solucionar um dos problemas do BOJ que havia sido a perda de credibilidade, principalmente durante o período do Hayami.

Há uma discussão sobre a eficiência da política do Quantitative Easing. A injeção de liquidez acima dos níveis requeridos, mantendo a taxa de juros zero, funcionou para impedir que a economia japonesa continuasse numa espiral deflacionária e que as flutuações da taxa de juros de curto prazo causassem uma crise no sistema bancário que se encontrava debilitado pelos empréstimos não performados. Entretanto, pode-se argumentar que a política fracassou em administrar as expectativas de deflação ou parar estimular um rápido retorno a uma taxa de crescimento positiva. Porém mesmo apesar de demorada, a recuperação está começando a dar sinais.

## Capítulo 2: Situação Econômica atual

O Japão teve um rápido crescimento até 1991, quando entrou em um momento de estagnação e recessão. No período de 1981-92, o Japão cresceu uma média de 3,7% no ano. Agora, o Japão está crescendo novamente, pode-se dizer que está revivendo das cinzas da última década perdida. A economia está no seu mais longo período de expansão desde o período de pós-guerra, que já dura 4 anos. Em 2005, o Japão cresceu 3% (Figura 2).

Durante a recessão, o consumo privado e a atividade econômica foram prejudicados por problemas tanto no setor financeiro como também no setor corporativo. Depois que a bolha estourou levando a queda dos preços dos ativos no começo da década de 90, iniciou-se o problema com os empréstimos não pagos e uma redução do valor dos ativos bancários, que fez com que a oferta de créditos diminuísse e que a confiança tanto dos consumidores como também do setor corporativo caísse. O setor corporativo tinha que carregar o peso dos três excessos: dívida, capacidade e trabalho. Esses desequilíbrios combinados levaram a queda do investimento e também da renda das famílias, e por consequência o consumo privado.

De acordo com Horioka (2005), o desaquecimento da economia japonesa nos anos 1990 teria sido tanto por causa de fatores que afetaram o lado da demanda como também de produção, na verdade esses estariam entrelaçados. Entretanto segundo o autor, o lado da demanda seria mais importante, principalmente a estagnação do investimento privado. Essa seria consequência, primeiro de um momento de alto investimento durante o período da bolha da economia nos anos 1980 causado em parte por uma política monetária expansionista. Segundo pela redução da oferta de crédito e o aumento do risco sistêmico, os dois causados pela crise financeira e proliferação de empréstimos não honrados, causados pelo colapso da bolha no final dos anos 80 e queda dos preços dos ativos, terras e ações.

De forma que o consumo privado só não seria a causa da estagnação, como teria ajudado a não tornar o processo pelo qual a economia japonesa passou por ainda mais problemático. Entretanto, mesmo não sendo o maior culpado da situação japonesa na década de 90, o consumo sofreu também um longo período de estagnação. A maior razão para essa seria a estagnação da renda disponível das famílias. Um outro problema teria sido a queda dos preços dos ativos, que teria diminuído a riqueza destas. Entretanto, houveram fatores opostos, como a deflação dos preços que aumentava o

poder de compra da renda estimulando o consumo; a taxa de juros zero; e o fato da população japonesa estar envelhecendo, que levavam a um maior consumo.

A economia nesses 10 anos trabalhou para solucionar esses problemas estruturais. A razão de empréstimos não performados nos maiores bancos se reduziu para menos de 2,25%. De forma que com os bancos tendo que se preocupar menos com os empréstimos não pagos, o lucro desses se recuperaram, e eles se tornaram menos vulneráveis aos choques e melhores para incentivarem o crescimento econômico. Importante notar o papel fundamental da supervisão do governo na redução das dívidas penduradas e reestruturação do sistema bancário.

As empresas conseguiram acabar com os três excessos de 1990, reduziram os custos, a capacidade não utilizada, e utilizavam seus lucros para reduzir seu grau de endividamento. Focalizaram em melhorar seus lucros e reduzir suas dívidas, ou seja, melhorar os seus balanços. Ao alcançarem essa melhor posição, ficaram livres para melhorar seu capital humano e físico, e também oferecer maiores retornos aos seus acionistas e bônus aos seus empregados. A utilização de capacidade voltou aos níveis de 1980-89.

Essa recuperação iniciou-se tradicionalmente impulsionada pelo setor externo, que foi responsável por 30% do aumento da demanda, enquanto que os investimentos contribuíram com 18%, o consumo do governo com mais 14%, e o consumo privado, em comparação com apenas 39%. Porém ao contrário dos outros ciclos de recuperação que caracterizaram esse período pós-bolha, essa recuperação está se estendendo para os outros setores da economia.

O investimento e o consumo do governo está diminuindo, e tende a ter cada vez uma menor participação no crescimento do PIB, dado o aperto fiscal. As exportações vêm aumentando, acompanhando a maior demanda das economias de um mundo em expansão. O Japão é um exportador líquido para os Estados Unidos, União Européia e Ásia com exceção da China, com a qual tem um déficit na balança. O resultado do superávit na balança real tem sido melhor do que na nominal, refletindo a perda com os maiores preços de matéria-prima. Os investimentos privados estão maiores dado o pano de fundo de altos lucros, e a expectativa de que o momento expansionista continue. A renda das famílias está aumentando refletindo a melhora nos empregos e salários. Os sinais de recuperação estão finalmente aparecendo na renda privada, incentivando e garantindo uma tendência de crescimento do consumo privado (Figura 3). O setor mobiliário também mostra sinais de recuperação, com os preços das casas na cidade de

Tóquio mostrando um aumento. A produção industrial está sendo incentivada pela demanda doméstica e externa, de forma que o anedótico é que ela continue a melhorar. Com estável demanda externa e interna, a atividade econômica mostra sinais de recuperação. De forma que as condições antes persistentes de super oferta foram dispersadas e o output gap parece estar se fechando.

A corrente recuperação que a economia japonesa experimenta, está amadurecendo, de forma que a taxa de crescimento provavelmente irá diminuir gradualmente até atingir a taxa de crescimento potencial. Esta segundo O BoJ seria de 2,5% para o ano de 2006 e 2% para 2007.

Essa previsão para a economia japonesa se baseia em certos pressupostos. Primeiro, que as exportações continuariam aumentando, baseando-se em uma economia mundial em expansão. O investimento das firmas seria forte, já que estas estariam já demonstrando sinais de alta utilização de capacidade. A participação do consumo das famílias na recuperação japonesa se mostraria mais evidente. Isso pois, a boa performance das empresas continuaria a beneficiar as famílias através de melhores salários e empregos assim como também por aumento dos dividendos e dos preços das ações. Espera-se que se torne um círculo virtuoso, com o consumo das famílias alimentando o setor corporativo e esses melhorando a renda das famílias. Por último, as condições financeiras acomodativas continuariam incentivando a demanda privada.

Inicialmente na reestruturação das empresas, essas adotaram estratégias convencionais, reduziram as suas folhas de pagamentos, reduziram as novas contratações e substituíram empregados de tempo integral por trabalhadores temporários. Entretanto, essa tática teve um efeito perverso para as empresas, de forma que as vendas declinaram em termos nominais num cenário deflacionário, enquanto que o custo por trabalhador por unidade aumentou.

No mercado de trabalho, o ponto mais importante é a renda das famílias que continua a aumentar. Entretanto, isso é possível por causa das melhores condições nesse mercado, pelos melhores empregos, salários mais altos e um maior volume de bônus (forma importante de remuneração no Japão). O número de horas trabalhadas continua moderadamente numa inclinação positiva, porém muito pequena. Percebe-se uma nova tendência com a redução dos trabalhadores part-time e um aumento da participação de trabalhadores full-time (Figura 5). Enquanto isso o número de novos empregos sendo ofertados continuam crescendo numa variação anual. De forma que a razão entre emprego para vaga ofertada está um pouco superior a 1,0. A taxa de desemprego foi

umentando durante as décadas perdidas, até atingir seu pico entre 2002 e 2003, de 5,5%. Como os frutos da recuperação da economia começaram a alimentar o mercado de trabalho, o desemprego começou uma trajetória de queda. E já se encontra no menor patamar desde junho de 1998, em 4,1% (Figura 4). Esse aquecimento da mercado de trabalho está levando a um aumento do custo do trabalhador, apesar de ainda estar muito baixo.

O Japão enfrentou um longo período de deflação, por razões já comentadas no capítulo anterior. A situação piorou depois de 1998, quando a taxa de inflação se tornou negativa. Apesar da deflação persistente, a inflação se tornou levemente positiva no final de 2005. Nessa época começaram a surgir expectativas do mercado do abandono da política do Quantitative Easing. E em março de 2006, o comitê de política monetária depois de três meses seguidos de inflação positiva ou nula, mas sem deflação, entenderam que a premissa de um nível de inflação estavelmente positiva havia sido atingida, e assim, abandonaram a política expansionista do QE. Ao contrário do que ocorreu em 2001, quando o BoJ puxou precipitadamente a taxa de juros, o fim da antiga política monetária não teve maiores repercussões na inflação, que se manteve estável no mesmo nível (Figura 6). O nível positivo de inflação, está levando ao aumento da taxa de juros real. De forma que o BoJ poderia abandonar também a política do juros zero, para manter os juros reais em zero, e continuar fornecendo uma política mais expansionista.

### Capítulo 3: Mudanças na Política Monetária

Na reunião do dia 8 e 9 de março de 2006, o Banco do Japão decidiu terminar a política do Quantitative Easing, vigente por 5 anos desde março de 2001. O Comitê mudou a meta de suas intervenções no mercado<sup>3</sup>, das reservas em excesso da conta corrente dos bancos (CAB) no BoJ, para uma taxa de juros de curto prazo, a “uncollateralized overnight call rate”. Entretanto, não abandonou a política do ZIRP, anunciando que de fato encorajaria essa taxa a se manter zero, seguido por um período de ajuste que dependeria dos desenvolvimentos de atividade econômica e dos preços. Se nesse processo, a pressão inflacionária se mantivesse contida e a economia num caminho de desenvolvimento sustentável, uma economia acomodativa com taxas de juros baixas poderia ser mantida por algum tempo.

Uma vez que a taxa de juros de curto prazo seria mantida em zero por cento através das novas diretrizes de ação do BoJ, não haveria uma mudança abrupta nas condições estimulativas da política do QE no desenvolvimento da economia e de preços. O BoJ se comprometeu a oferecer condições monetárias acomodativas para o crescimento e restabelecimento econômico, de forma que a mudança não significou uma política monetária mais restritiva.

Segundo o discurso do presidente do BoJ, Toshihiko Fukui, a política do Quantitative Easing teve uma importante participação na recuperação da economia japonesa e na melhora do processo inflacionário. Entretanto, o momento econômico e financeiro mudou as expectativas dos agentes de forma que o excesso de liquidez e o efeito de duration não fossem mais suficientes para que o BoJ conseguisse controlar as taxas de juros. À medida que o mercado financeiro se estabilizou, diminuiu a demanda das instituições financeiras restabelecidas por liquidez, não havendo mais necessidade de um excesso tão grande de reservas. Ao mesmo, os sinais de que a economia estava saindo da deflação, ou melhor, a opinião do mercado de que o critério de inflação estável teria se preenchido, uma vez que a inflação havia registrado uma taxa ano contra

---

<sup>3</sup> Operações diárias do BoJ: No sistema de reservas compulsórias para determinado período, os participantes do mercado observam o progresso da razão de reserva definido como a soma acumulada das reservas diárias relativas ao total de reservas requeridas para o período total. O BoJ influencia essa razão através de operações de mercado aberto, vendendo títulos e emprestando a uma taxa que sinaliza sua política monetária para o mercado. Num processo de política monetária contracionista, a taxa de reserva diminui e o mercado espera que o BoJ aumente sua meta para taxas de juros interbancárias. Os bancos privados aumentam assim a quantidade de empréstimos no mercado de call, o que aumenta a taxa de juros neste. Através dessas operações, o BoJ tenta controlar a taxa de juros no nível por ele determinado.

ano de zero por cento anulou o efeito de duration, pois fez com que os agentes deixassem de acreditar no comprometimento da BoJ de manter a antiga política. Assim, os efeitos da política do Quantitative Easing teriam se tornado equivalente aos efeitos de uma política de taxa de juros de curto prazo, e por isso seria o momento de abandonar a política de excesso de reservas.

Quando foi estabelecida a política do QE, o BoJ anunciou seu comprometimento com essa até que se verificasse o fim do processo deflacionário. Como foi dito, um fator determinante para a política funcionasse foi a confiança dos agentes no comprometimento do BoJ com a manutenção do QE que permitia o efeito duration. A taxa de inflação vem registrando um crescimento de ano contra ano de zero ou positiva desde outubro de 2005. E as situações externa e doméstica levam a crer que a economia segue um passo de expansão sustentável, e por isso a inflação também teria uma tendência positiva. A política deveria ser assim terminada tanto porque havia perdido grande parte do seu efeito já que os agentes não acreditavam mais na sua manutenção, porém principalmente, pois uma vez que a premissa do QE havia sido preenchida, o BoJ deveria fazê-lo para que não perdesse a credibilidade na sua transparência e prejudicasse a eficácia das políticas monetárias no longo prazo.

Para que as novas diretrizes sejam postas em prática, o excesso de reservas dos bancos deveria ser reduzido para um nível mais condizente com suas novas operações de mercado aberto. Isso, entretanto, não poderia ser instantâneo, pois as instituições financeiras estavam acostumadas com uma situação de oferta de grandes montantes de reservas. Assim, as reservas vêm diminuindo progressivamente. O BoJ anunciou que essa redução levaria alguns meses, portanto a taxa de juros de curto prazo não ultrapassaria o nível limite de 0.1% nesse percurso.

Dois meses depois que se liberou a redução da conta corrente de reserva dos bancos, esta diminuiu para um nível de 12 trilhões de yen. A sua taxa de juros meta começou a subir, atingindo o limite superior. O BoJ então interrompeu sua redução de oferta de fundos desde que retirou a política do QE, e voltou a injetar liquidez na economia. O que mostrou sua determinação em impedir que a taxa de juros de curto prazo suba, ou seja, seu comprometimento com a manutenção com a política do ZIRP.

A base monetária se reduziu consideravelmente desde o fim da política do QE, e o início de absorção do excesso de reservas. Essa absorção já representa 20% da base monetária (Figura 8). Um ponto importante, é que essa redução da base monetária não está sendo acompanhada de uma redução dos empréstimos bancários, contração de

crédito, pois poderia significar uma redução do crescimento, uma vez que há uma alta correlação entre a taxa de crescimento do PIB e a base monetária. O que observamos entretanto é que os empréstimos estão até melhorando, por causa do multiplicador de crédito (oferta de moeda dividido pela base monetária).

Para impedir o aumento das taxas de juros de longo prazo, o BoJ se comprometeu em continuar sua compra mensal de 1,2 trilhões de yen em títulos do governo, de forma a manter uma estabilidade no mercado de títulos. Não esclareceu por quanto tempo seria seu comprometimento, mas é claro que no futuro o BoJ terá que reduzir o valor de suas compras.

Ao mudar o foco de sua política, o Banco introduziu também um novo modelo de conduta o qual foi explicado e transmitido para o público de forma a garantir transparência e flexibilidade da política monetária. A estabilidade dos preços continuaria sendo um dos principais objetivos. Essa foi determinada como sendo um estado em que tanto as famílias como as empresas tomam suas decisões a respeito de suas atividades econômicas e de consumo sem se preocupar com a flutuação de preços. Entretanto, essa deveria ser obtida no médio e longo prazo, já que a política monetária levaria um tempo para produzir efeitos. A taxa de inflação do Japão nas últimas décadas foi bem menor do que no resto das maiores economias e apresentou um longo período de deflação, por isso a taxa em que as pessoas perceberiam como sendo um nível de estabilidade seria muito menor do que nas outras economias. Assim, uma zona entre zero e 2% para a taxa de inflação ano contra ano seria consistente com a idéia de estabilidade de médio e longo prazo, sendo revista anualmente. Entretanto, o Banco não irá focalizar toda a sua política num nível específico de taxa de inflação como numa política com metas de inflação.

É importante que nesse período de transição de política monetária, o BoJ mantenha um canal claro de comunicação com o mercado. Sinalizando seus objetivos para a inflação e nível de preços, assim como também os instrumentos a serem utilizados na obtenção destes, administrando assim eficientemente as expectativas correntes e futuras da taxa de juros de curto prazo.

#### **Capítulo 4: Retomada do Crescimento Econômico e Política Monetária**

A expansão da economia japonesa continua sólida. As exportações são suportadas pela demanda nas economias norte-americanas e chinesa, e pela depreciação do yen, entretanto o crescimento é direcionado principalmente pela demanda doméstica. A taxa de desemprego vem caindo e os lucros das empresas aumentando. O crescimento futuro da economia japonesa, entretanto possui riscos positivos e negativos. Nesta parte, iremos discutir alguns riscos domésticos.

Os riscos positivos se referem principalmente ao consumo privado que pode aumentar em resposta do aumento do emprego e dos salários. E ao desenvolvimento dos preços que parece ter vencido oito anos consecutivos de deflação.

Entretanto, mais importante para esse estudo são os riscos negativos. Um desafio para o futuro do Japão é manter seu crescimento sustentável em face de pressões demográficas. A população japonesa está envelhecendo mais rápido do que a taxa de natalidade. A população economicamente ativa vem se reduzindo desde 2000, e criando uma diminuição dos trabalhadores experientes, porém também tendo um impacto positivo nos lucros das empresas, com menores custos e maiores vendas que acompanham o maior consumo de uma população mais velha. Ao mesmo tempo em que a renda dos trabalhadores irá diminuir dada a aposentadoria em massa dessa população “idosa”, também levará a queda da poupança dessa geração, que acumulou uma grande quantidade de ativos.

Com uma força de trabalho declinante, seria esperado que o potencial de longo prazo da economia japonesa fosse prejudicado, e reduzido. Entretanto, talvez a magnitude desse impacto seja anulado pela maior participação de trabalhadores mais velhos em um mercado de trabalho com condições mais flexíveis e pela maior participação das mulheres. Entretanto, com uma força de trabalho declinante, o crescimento da renda per capita depende principalmente do aumento de produtividade atingida com uma utilização mais eficiente dos recursos e da tecnologia.

Apesar da população está diminuindo, o PIB necessário para se manter o mesmo nível de renda deveria ser menor, porém necessita-se de uma maior renda per capita por causa dos maiores gastos com pensões e planos de saúde.

Depois de um período de rápida convergência entre 1970 e 1980, a renda per capita do Japão diminuiu em relação a dos Estados Unidos na década de 1990. Dado o envelhecimento da população e o alto nível de utilização do emprego, um aumento da

renda per capita necessitaria o aumento da produtividade, principalmente nos setores de serviços. Para atingir esse aumento de produtividade, é necessário terminar a reestruturação dos setores bancários e corporativos, principalmente nos setores ineficientes, pressionar uma maior flexibilização do mercado de trabalho, aumentar a competitividade doméstica e reduzir a regulação e restrições de mercado livre, até na agricultura.

O aumento da produtividade está intrinsecamente relacionado com um outro fator de risco para a economia japonesa, que é o plano fiscal. Uma maior produtividade irá ajudar a sustentabilidade fiscal. O aumento de produtividade traria também benefícios multilaterais, na medida em que um aumento da produtividade no Japão teria efeitos positivos no PIB de toda a região do leste asiático. Em geral, o aumento da produtividade tem como impacto um aumento da demanda doméstica, contribuindo para a redução dos desequilíbrios globais.

Um outro problema que deve ser trabalhado e que foi anteriormente mencionado, são os grandes desequilíbrios fiscais e uma maior pressão com os gastos de previdência e com saúde dado o envelhecimento da população. Desde 2000, a dívida pública do governo cresceu de 60 para 80% do GDP, e na ausência de mudanças fiscais significativas, ela deve aumentar no médio prazo. De forma a evitar um aumento em espiral da dívida será necessário conter os gastos de previdência pública. Além de reformas para diminuir os gastos de seguridade social pública, um superávit primário excluindo os gastos com previdência será necessário para estabilizar a dívida pública, uma vez que as taxas de juros também podem aumentar no futuro próximo. E desejável reduzir a dívida ao longo do tempo, uma vez que esta já se encontra num alto nível, de forma que qualquer economia feita, deve ser utilizada com esse propósito. Apesar do espaço para a redução dos gastos seja limitado, tais cortes devem ser necessários para limitar o aumento dos impostos, que teriam um grande impacto sobre o consumo privado que está voltando a ser retomado.

Deve-se levar em consideração também os fatores que podem fazer com que a inflação futura se desvie da projeção. O primeiro risco seria um output gap positivo, ou seja, a produção ser maior do que o produto potencial. De forma que a demanda seria maior que a produção e com o estreitamento do output gap, o aumento dos salários e dos preços poderia acelerar de tal forma a alterar as expectativas de inflação.

## Capítulo 5: Mudanças na Política Monetária do Japão e o Cenário Global

O crescimento global vem superando o alto preço do petróleo e os desastres naturais, e ultrapassando as expectativas do FMI. Esse momento ocorre num mercado financeiro com condições benignas e políticas macroeconômicas acomodativas. O prolongado período de estabilidade das condições benignas nos mercados financeiros e as políticas macroeconômicas acomodativas possibilitadas pelas baixas pressões inflacionárias, são fatores que contribuem para esse cenário.

O crescimento global em 2005 foi estimado em 4.8%. Dentre os países industrializados, o Estados Unidos continua como o centro motor do crescimento, entretanto, a expansão japonesa apresenta sinais de ser sustentável e continua, e a União Européia mostra indícios de recuperação. O crescimento entre os emergentes e países em desenvolvimento é sólido, principalmente na China, Índia e Rússia.

Os preços de petróleo estão altos e voláteis, permanecendo numa média de \$60-66 por barril<sup>4</sup>, em três meses. As outras commodities, principalmente metais, subiram muito durante 2005, entretanto é esperado que seus preços caiam para níveis mais moderados em 2006-07.

O mercado financeiro global se mantém em condições favoráveis, caracterizadas por baixos prêmios de risco e volatilidade. As taxas de curto prazo dos países estão subindo dos seus mais baixos níveis, liderados pelos Estados Unidos. O diferencial entre as taxas de curto prazo do Japão e da Europa se abriu, dado que essas ainda estão começando ou mesmo para começar seu ciclo de puxadas. Apesar de um aumento recente, as taxas de longo prazo continuam abaixo das médias históricas. Os spreads das taxas se encontram baixas, refletindo tanto uma melhora dos fundamentos, como também uma procura por melhores rendimentos num mercado de extrema liquidez. Dado o cenário favorável, os preços dos ativos subiu, principalmente fora dos Estados Unidos, mas dando sinais de uma sobre-valorização em alguns mercados.

No futuro, apesar do atual bom momento da economia global, até melhor do que esperado, um certo número de incertezas ainda envolve o caminho a ser percorrido. Nos riscos positivos se encontra a possibilidade das empresas gastarem seus lucros excedentes, seja com maiores investimentos ou com a distribuição de salários e

---

<sup>4</sup> FMI, World Economic Outlook (Março, 2006). O preço do petróleo utilizado é uma média entre os preços para West Texas Intermediate, U.K. Brent, e Dubai crudes.

dividendos mais altos. O crescimento nos países emergentes também poderia surpreender para cima.

Entretanto, os riscos negativos pesam cada vez mais na balança. O primeiro risco envolveria os preços do petróleo. Apesar de até agora os impactos dos aumentos tenham sido contidos, isso só foi possível pelas expectativas de inflação bem ancoradas e por esses aumentos terem sido devido a um choque de demanda. No futuro, entretanto essa situação pode não ser tão suave, primeiro porque os efeitos desses aumentos podem ser defasados e podem ser sentidos no futuro. Segundo, porque com os mercados perto de um excesso de capacidade ficam mais vulneráveis aos choques, e os conflitos geopolíticos nas regiões produtoras de petróleo aumentam a incertezas. Terceiro, com os riscos recaindo mais sobre um choque de oferta, o impacto adverso tende a ser maior do que no passado. Como, o Japão é um país importador líquido de petróleo, essas altas flutuações do preço da commodity afetam sua produção e sua conta corrente. Ou seja, o futuro do crescimento da economia japonesa fica vulnerável a esse risco global.

Um segundo risco seria uma contração dos mercados financeiros. O cenário benigno está baseado em parte em um fortalecimento os fundamentos, porém também reflete condições temporárias que inclui condições monetárias relaxadas, e a procura do capital por altos rendimentos. Qualquer alteração neste cenário pode afetar negativamente a economia global, e causar ao mesmo tempo, deslocamento dos fluxos de capitais e reprecificação dos ativos nos mercados financeiros. Nos próximos dois anos, a taxa de curto prazo global irá aumentar, mudando também os diferenciais de curto prazo das taxas de juros, uma vez que os Estados Unidos terminam seu ciclo de puxadas e a União Européia, e ainda por vir o Japão, continuam suas subidas. As taxas de longo prazo devem aumentar também, assim como os prêmios de risco e a volatilidade. Caso, essas alterações sejam esperadas, seus impactos serão pequenos, caso contrário poderá trazer crises em países mais vulneráveis a deterioração das condições financeiras. O maior risco deste aperto das condições financeiras parece residir no setor privado das famílias, principalmente nos países em que o mercado mobiliário é bem desenvolvido, e onde o preço das casas enfraqueceu reduzindo o consumo privado e o investimento residencial.

O terceiro problema são os desequilíbrios globais. O déficit da conta corrente dos Estados Unidos é financiado sem dificuldade e os movimentos da taxa de câmbio são pequenos. Entretanto, o déficit da conta corrente deve em última instância cair de forma a estabilizar a posição líquida dos investimentos, enquanto que o superávit dos outros

países deve diminuir. Os consumidores americanos não podem dar suporte a demanda global para o resto do mundo eternamente. E os outros países não estarão dispostos a financiar o consumo americano para sempre. O ajuste desses desequilíbrios requer tanto um novo equilíbrio entre a demanda entre os países, e uma depreciação substancial da moeda americana e apreciação das moedas dos países com superávit, principalmente nos países asiáticos e produtores de petróleo. Apesar de grande parte desse ajuste ocorrer no mercado privado, se faz necessário que os estrangeiros estejam dispostos a aumentar sua parcela de investimentos nos Estados Unidos, mesmo em face de uma perda de capital com a depreciação do dólar. Caso contrário, aumenta o risco de um ajuste mais abrupto, acompanhado de um overshooting da taxa de câmbio, um alto aumento das taxas de juros e um desaquecimento do crescimento global. Assim é necessário reduzir os desequilíbrios globais, sendo necessário um ajuste fiscal e medidas para estimular a demanda doméstica em países emergentes da Ásia, e reformas estruturais para estimular a demanda e melhorar a produtividade no setor de não-tradables na Europa e Japão.

No Japão, com a recuperação e a expansão bem estabelecida, o superávit da conta corrente vem diminuindo, sob um pano de fundo de maior demanda doméstica. Com a política fiscal tendo que ser apertada, o aumento da produtividade é um ponto chave. Ainda são necessárias reformas que permitam uma maior flexibilidade do mercado de trabalho, assim, como uma maior competição, principalmente nos setores de comércio, agricultura, e outros setores direcionados para o setor doméstico. Esses passos permitiram um aumento da demanda doméstica, que permitirá mesmo com o envelhecimento da população, que o desequilíbrio externo diminua no médio prazo. Ao longo do tempo, uma apreciação da moeda, yen, também contribuirá.

A projeção e a análise do BoJ para o crescimento da economia se baseia em uma contínua expansão da economia global, principalmente nos Estados Unidos e do Leste Asiático. A economia norte-americana, apesar de mostrar indícios de desaceleração, como, por exemplo, nas vendas no mercado mobiliário, continua se expandindo regularmente, e provavelmente continuará crescendo num nível próximo da sua taxa de crescimento potencial. Dado o mercado de trabalho apertado e a alta taxa de utilização da capacidade, há um grande risco de pressão inflacionária, refletindo também os altos preços das commodities. O ciclo de política monetária contracionista do Federal Reserve Bank atinge assim seu mais importante momento, o ápice desde ciclo que está por terminar.

Nos países do Leste Asiático, tanto a demanda externa como interna continuam a impulsionar o crescimento da China. Entretanto a decisão do Banco da China de aumentar sua taxa de empréstimo para instituições financeiras, assim como o fortalecimento do seu controle de expansão do crédito, mostra que as condições para o alto crescimento anual de mais de 10%, podem mudar e se tornar mais contracionista.

Concluimos assim, que o caminho do crescimento global é um fator de risco para o crescimento da economia japonesa, e logo também para as mudanças que estão ocorrendo na política monetária. A estimativa de cenário desenvolvido pelo BoJ para o futuro da economia ao tomar as decisões para a política monetária leva em consideração que os seus maiores parceiros comerciais continuariam a crescer a taxas próximas de seu potencial. Assim, dependendo da performance destas economias, as exportações do Japão podem tanto ser melhores que o esperado como também podem ser menores. A princípio, as exportações japonesas continuarão a aumentar, de acordo com o alto crescimento global. Entretanto, essa contribuição é incerta. Assim, é importante que essa recuperação tenha fundamentos na demanda doméstica, para que fique menos suscetível a mudanças no cenário global.

No mercado de câmbio japonês, o dólar americano começou a se depreciar em parte por causa de uma especulação do mercado a respeito de possíveis ajustes dos desequilíbrios globais, e por uma alteração do cenário dos diferenciais dos juros das economias americana e outras economias. Essa depreciação não deve produzir sérios efeitos sobre os lucros corporativos no momento, considerando a taxa de câmbio previamente estabelecida pelas firmas. Entretanto, os efeitos desse desenvolvimento da taxa de câmbio sobre a economia e sobre os preços ainda não pode ser totalmente estimada, e deve ser observada.

O mercado de ações também deve ser acompanhado, tanto por seus efeitos sobre a atividade econômica como também pela demonstração da estabilidade do mercado financeiro internacional.

O fim da política de juros zero (ZIRP), requer como pré-condição a estabilidade dos mercados financeiros, principalmente dos mercados emergentes que são altamente correlacionados com o mercado de ativos japonês. O ZIRP atuou com um papel de oferecer liquidez ao mercado global, de forma que o fim desta política em um momento em que o mercado e o fluxo de capitais esteja instável iria aumentar a aversão de risco dos investidores e conseqüentemente, aumentaria os prêmios de risco também.

Caso, a economia americana passe por um momento de desaceleração, também irá dificultar o próximo passo da política monetária japonesa, o fim do ZIRP. Isso pois diminuirá o espaço de manobra da política dado o impacto das pressões da depreciação da moeda americana na economia japonesa, entre outros efeitos. Com a estabilização da recuperação impulsionada por uma demanda doméstica e pela recuperação dos lucros das empresas, o BoJ, poderá apresentar um maior nível de tolerância com a valorização do yen.

Temos que analisar também as influências que as mudanças na política monetária do Japão podem ter sobre as outras economias do mundo. Isso pois o Japão durante esse período em que injetou liquidez para tirar sua economia do processo deflacionário, permitiu que a comunidade especulativa do mercado financeiro mundial emprestasse praticamente de graça em yen, e depois reciclasse essa moeda em instrumentos denominados em dólares. Aumentando assim as taxas de curto prazo americanas, porém reduzindo as taxas de juros de longo prazo, apesar da política contracionista americana.

O mercado financeiro com portfólios globalizados e livre fluxo de capitais, fez com que a liquidez flutue de onde ela é disponível por menores custos, como o Japão, para onde é mais necessária, ou melhor, para onde trará maior rendimento. Os instrumentos financeiros são globais e ultrapassam as barreiras nacionais e a visão individual dos bancos centrais.

Assim, toda a liquidez injetada pelo BoJ não foi absorvida pela economia japonesa. Grande parte serviu para sustentar o déficit americano. Percebemos que o problema de desequilíbrio global é um risco para o futuro da política monetária, porém esse futuro também é um risco para o desequilíbrio. Uma atitude precipitada pelo BoJ, pode não só afetar seu crescimento e sua economia, mas ultrapassar fronteiras e fazer com que a história se repita, porém em dimensões mundiais. Assim, é fato que o Japão não pode continuar fornecendo liquidez indefinidamente, dado o grande custo de inflação que isso poderia trazer para sua economia, entretanto tem que tomar cuidado para não levar o mundo a viver o mesmo drama pelo que passou.

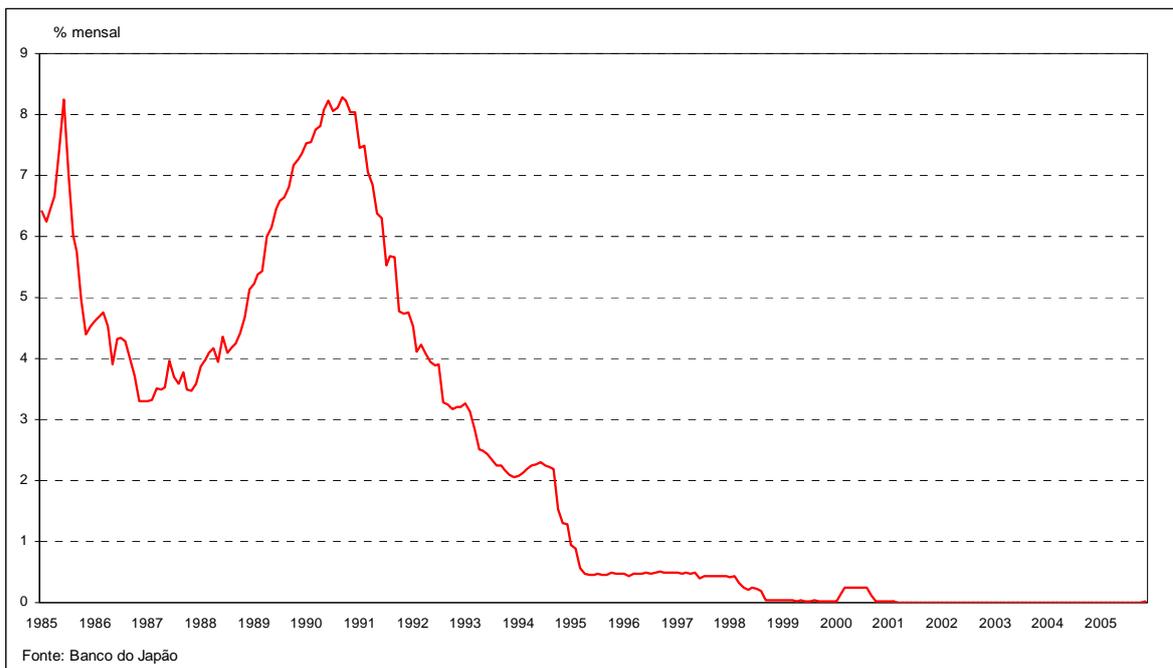
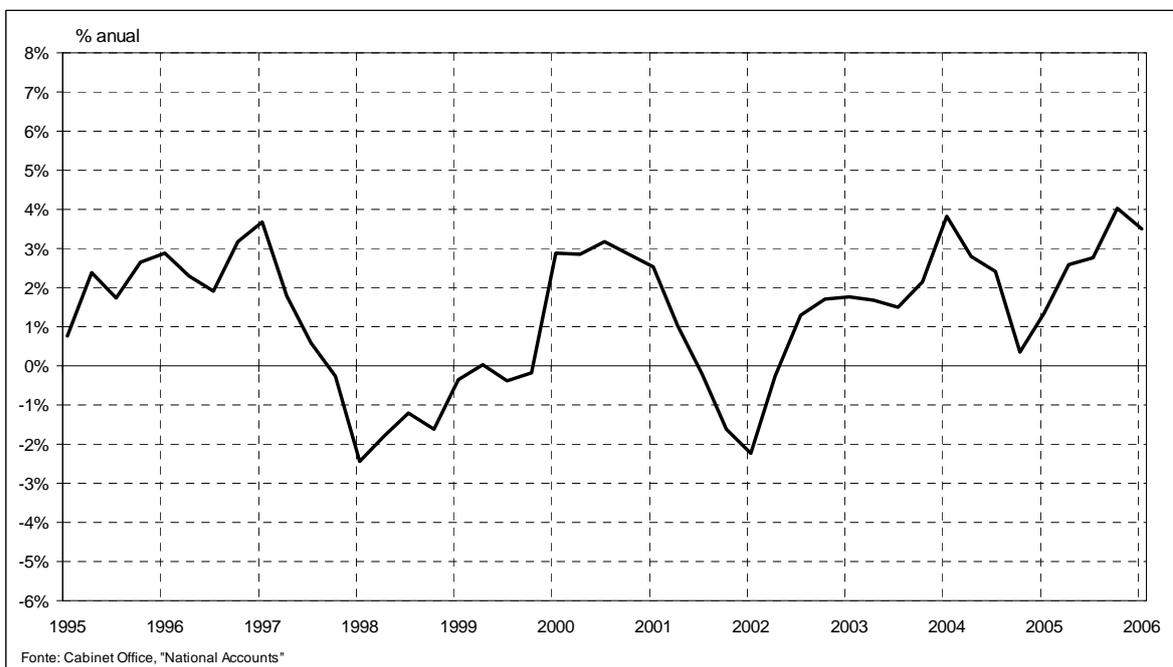
## Conclusão

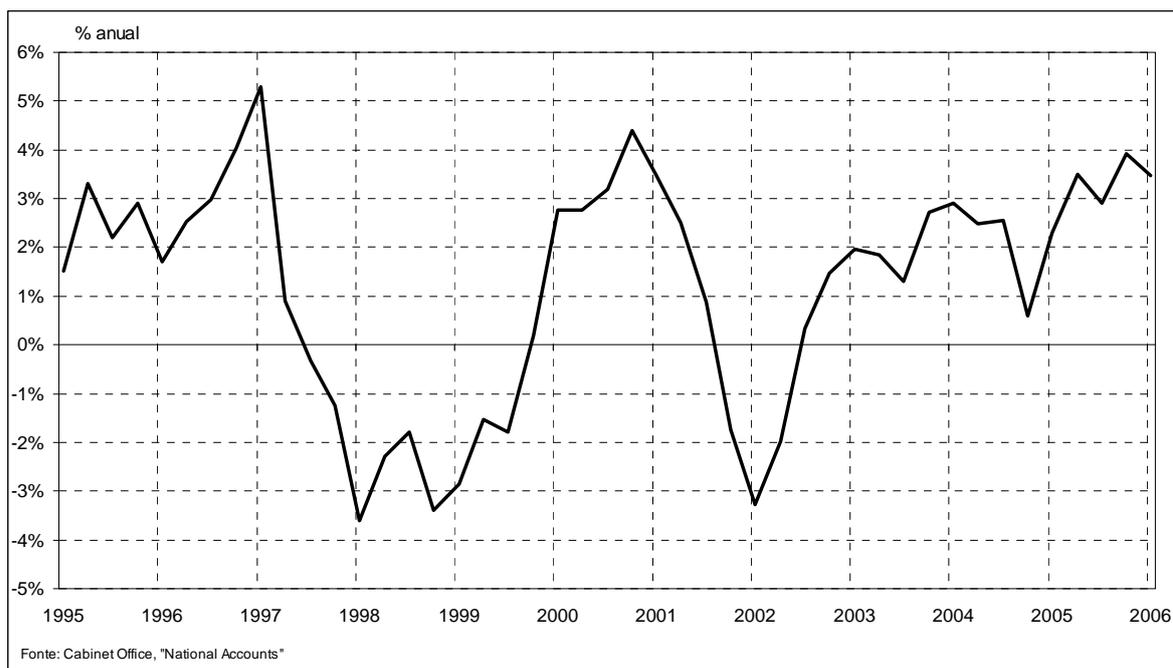
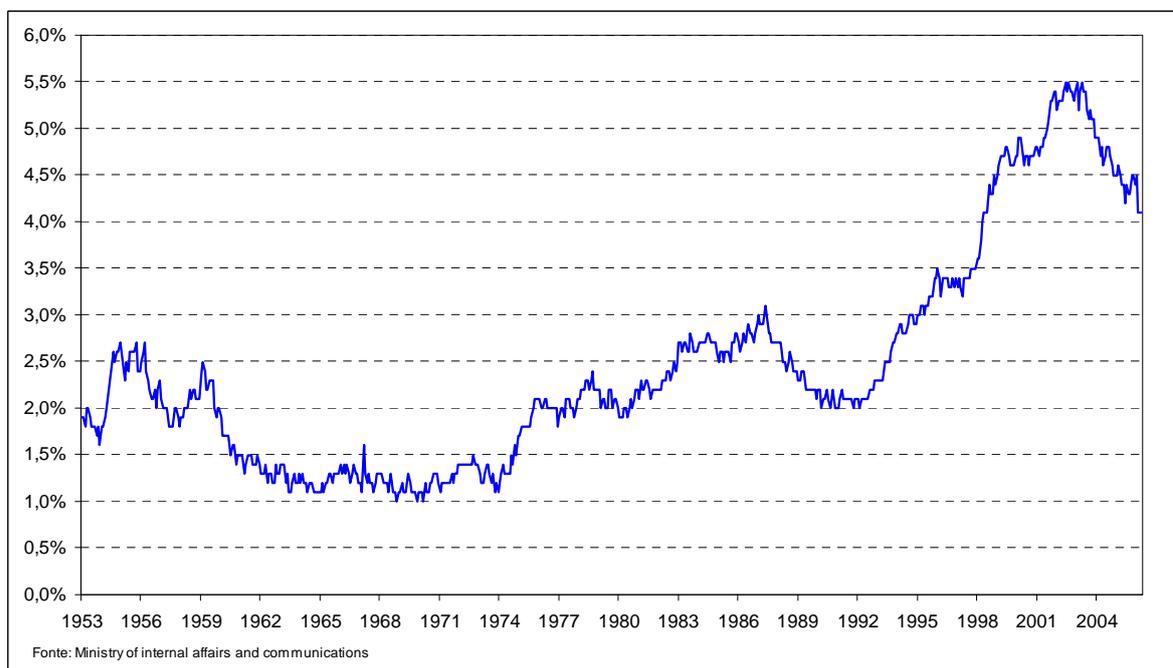
Esse estudo recapitulou a experiência de política monetária no Japão, até as mudanças ocorridas mais recentemente, com o abandono da política do “Quantitative Easing” (QE). O histórico das atitudes monetárias no Japão o final da década de 1990, foram sem precedentes, entretanto foram necessárias para conseguir puxar a economia japonesa do cenário deflacionário no qual ela estava se afogando. A barreira zero levou a impotência da política monetária, e o Japão a cair em uma armadilha de liquidez. De forma que apesar de diversos trabalhos decorrerem sobre as possíveis soluções para o momento crítico japonês, somente uma política não convencional funcionaria uma vez que as taxas de juros não podiam mais ser utilizadas como instrumento.

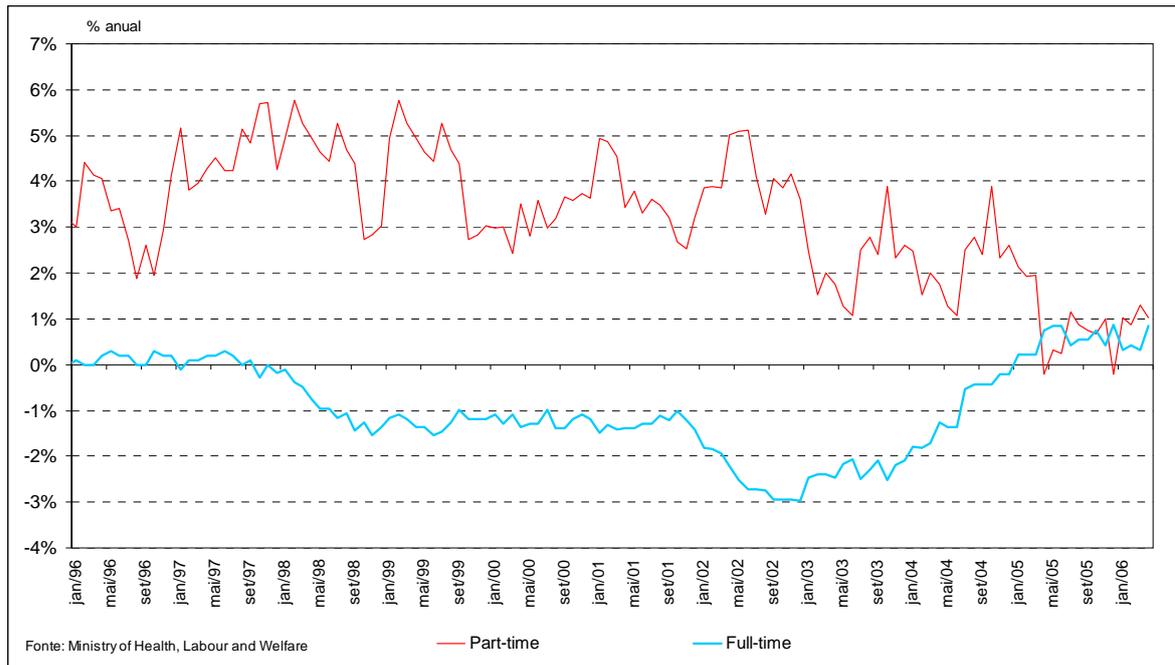
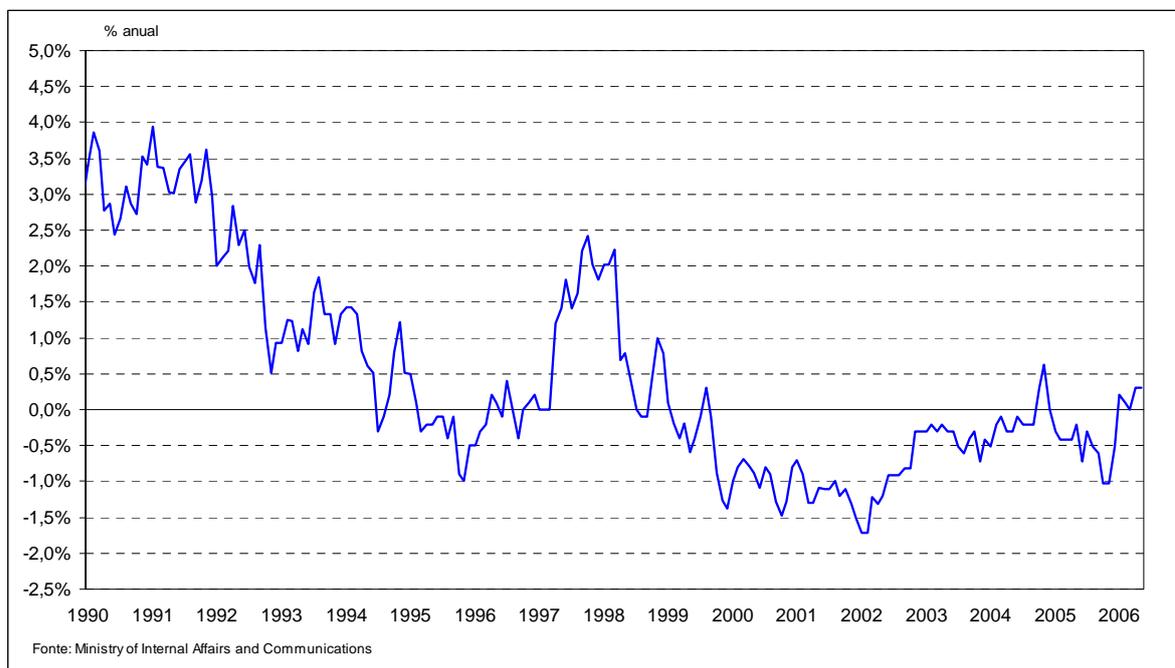
A autoridade monetária do Japão cometeu diversos erros na sua conduta. Poderíamos dizer que demorou demais para reagir a bolha de ativos que havia se criado durante a década de 80, e que depois errou em manter a política contracionista dado que a economia já apresentava sinais de estagnação e que estava para entrar em um processo deflacionário. Mesmo mais recentemente, a puxada de juros em agosto de 2000 em meio a um cenário ainda deflacionário se mostrou errado, com sérias conseqüências para os incipientes sinais de recuperação que se apresentavam na época.

Com a atitude de abandonar a política do QE, em março de 2006, todas as faltas cometidas pelo BoJ voltaram a tona. A dúvida de se esse passo seria novamente precipitado. Entretanto, a recuperação japonesa nesse ciclo apresenta sinais muito mais estabelecidos do que no anterior. Os fundamentos da economia real estão se reestruturando, permitindo que a economia japonesa supere problemas que já haviam se tornado históricos como o problema dos empréstimos não performados (nonperforming loans), e cresça próximo da sua taxa potencial.

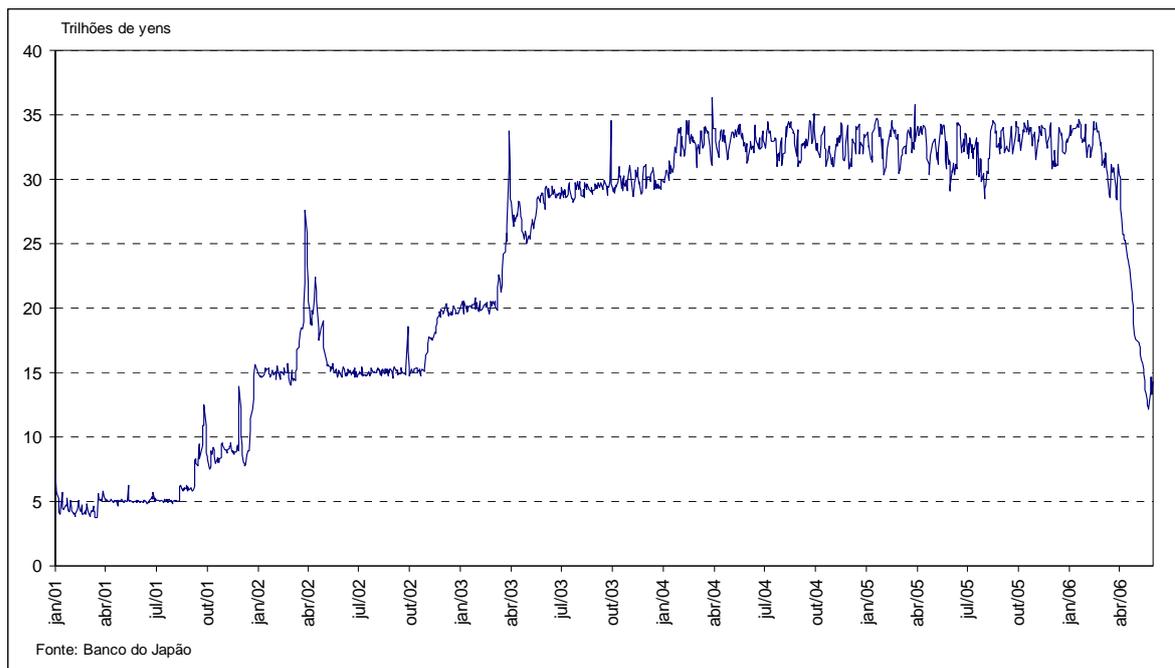
Entretanto o bom cenário global pode mudar a qualquer momento, havendo diversos riscos. Como por exemplo, o desaquecimento da economia norte-americana, acompanhado de um ajuste dos desequilíbrios globais. Porém não são só os riscos externos, há também os problemas que ainda devem ser superados pela economia japonesa. Sem contar que os próximos passos tomados pelo Japão, podem colocar em risco o futuro da economia mundial. Todo isso coloca em cheque o futuro da economia japonesa e da política monetária, do fim da política do ZIRP.

**Figura 1 – Uncollateralized Overnight Call Rate****Figura 2 – PIB Real**

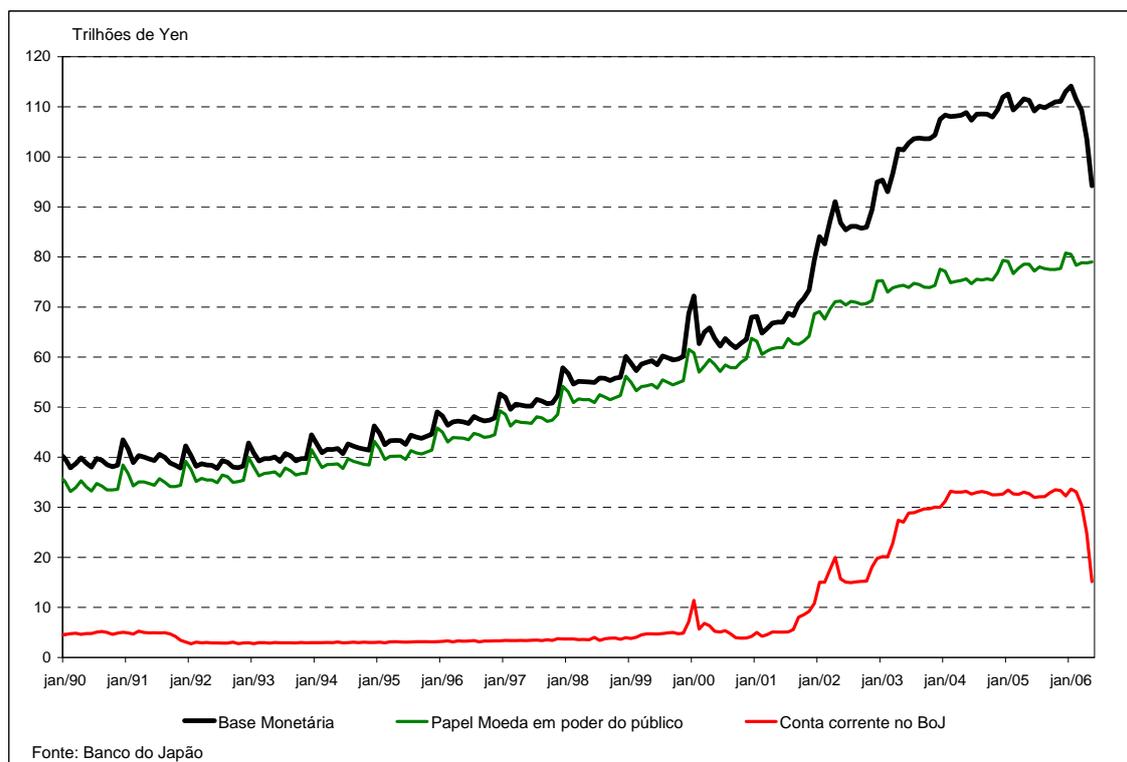
**Figura 3 – Consumo Privado (55% do PIB)****Figura 4 – Taxa de Desemprego**

**Figura 5 – Trabalhadores Part-time e Full-time****Figura 6 – Taxa de Inflação**

**Figura 7 – Conta corrente dos bancos no BoJ**



**Figura 8 – Agregados Monetários**



## Referências Bibliográficas

\_\_\_\_\_. Staff report for the 2005 Article IV Consultation, IMF Country Report no. 05/273, Agosto 2005.

\_\_\_\_\_. "Japan is Back, a series of Financial Times reports, analysis and interviews", *Financial Times*, Maio 2006.

\_\_\_\_\_. "Japan's Nonperforming Loan Problem", *Bank of Japan*, 11 de outubro de 2000.

\_\_\_\_\_. "Outlook for Economic Activity and Prices", *Bank of Japan*, Maio 2006.

\_\_\_\_\_. "Minutes of Monetary Policy Meeting", *Bank of Japan*, 18 e 19 de Maio 2006.

\_\_\_\_\_. "Minutes of Monetary Policy Meeting", *Bank of Japan*, 10 e 11 de Abril 2006.

\_\_\_\_\_. "Minutes of Monetary Policy Meeting", *Bank of Japan*, 8 e 9 de Março 2006.

Auerback, Marshall, "The BoJ Talks the Talk (but Will it Walk the Walk?)," *JPRI – Japan Policy Research Institute, working paper no. 109*, Abril 2006.

Bernanke, Ben, Vincent Reinhart, e Brian Sack, "An Empirical Assessment of Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, pp 1–100, 2004.

Cargill, Thomas F., "Japan's Economic and Financial Stagnation and the Possibility of a Second Lost Decade", Setembro 2004.

Currie, David, "International Cooperation in Monetary Policy: Has It a Future?," *The Economic Journal*, Vol. 103, no. 146 (Jan. 1993), pp. 178-187.

Citrin, Daniel e Alexandre Wolfson, "Japan's BACK!," *Finance and Development, Quaterly magazine of the IMF*, Vol. 43, no. 2, Junho 2006.

Eggertsson, Gauti B. e Michael Woodford, "Optimal Monetary Policy in a Liquidity Trap", *NBER working paper no. 9968*, Setembro 2003.

Eggertsson, Gauti B. e Jonathan D. Ostry, "Does Excess Liquidity Pose a Threat in Japan?," *IMF Policy Discussion Paper*, Abril 2005.

Fukui, Toshihiko, "New Framework for the Conduct of Monetary Policy: Towards Achieving Sustainable Economic Growth with Price Stability", *Bank of Japan speech to the Chamber of Commerce and Industry*, Tokyo, 16 de março de 2006.

Fukui, Toshihiko, "Recent Economic and Financial Developments and the Conduct of Monetary Policy", *Bank of Japan speech Japan National Press Club*, Tokyo, 20 de junho de 2006.

Fischer, Stanley e John Makin, “The Great Recession: Lessons for Macroeconomic Policy from Japan. Comments and Discussion”, *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. 2001, no. 2 (2001), pp. 161-185.

Horioka, Charles Yuji, “The Causes of Japan’s Lost Decade: the Role of Household Consumption”, *Institute of social and economic research, Osaka University, Osaka, Japan e NBER, Cambridge, Massachusetts, USA*, Fevereiro 2006.

Ito, Takatoshi e Frederic S. Mishkin, “Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem”, *NBER working paper* no. 10878, Outubro 2003.

Ito, Takatoshi, “Inflation Targeting and Japan: Why has the Bank not Adopted Inflation Targeting?”, *NBER, Cambridge, Massachusetts*, no. 10818, Setembro 2004.

Krugman, Paul R.; Kathryn M. Dominguez e Kenneth Rogoff, “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1998, no. 2 (1998), pp.137-205.

Kurozumi, Takushi, “Determinacy and Expectational Stability of Equilibrium in a Monetary Sticky-Price Model with Taylor Rule”, *Bank of Japan working paper series* no. 06-E-2, Fevereiro 2006.

Maeda, Eiji, Bunya Fujiwara, Aiko Mineshima e Ken Taniguchi, “Japan’s Open Market Operations under the Quantitative Easing Policy”, *Bank of Japan working paper series* no. 05-E-3, Abril 2005.

Miyao, Ryuzo, “The effects of Monetary Policy in Japan”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.34, no. 2 (Maio 2002), pp.376-392.

McCallum, Bennet T., “Japanese Monetary Policy”, abril 2001.

Rhodes, James R. e Naoyuki Yoshino, “Japan’s Monetary Policy Transition, 1955-2004”,

Svensson, Lars E.O., “Monetary Policy and Japan’s Liquidity Trap”, *Princeton University, CEPR, and NBER*, Janeiro 2006.