

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Quais as lições da Crise Japonesa?

Raisa Maria Cardão Alves
No. de matrícula: 611626

Orientador: Marcio Janot

Junho de 2010

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

Agradecimentos

Gostaria de agradecer a dedicação e fundamentais inserções do meu orientador Professor Marcio Janot por expandir conceitos e intensificar interesse.

Agradeço àqueles que com críticas, sugestões, conselhos ajudaram a aprimorar este trabalho. Obrigada, especialmente, a Luana Helsinger, Flavia Cardão e Rafael Madeira.

Sumário

1. INTRODUÇÃO	7
2. A BOLHA NOS PREÇOS DOS ATIVOS CAUSOU A CRISE JAPONESA?.....	8
2.1 Cenário pré-crise	8
2.2 Setor Financeiro Japonês.....	10
2.3 Cenário de crise	11
3. O BANCO CENTRAL JAPONÊS PODERIA TER EVITADO A RECESSÃO?.....	12
3.1 Deflação.....	12
3.2 Taxa de juros.....	13
3.3 Escassez de demanda.....	14
3.4 Política Monetária.....	15
3.4.1 Meta de inflação	17
3.4.2 <i>Quantitative Easing</i>	18
3.5 Política Fiscal.....	22
3.6 Câmbio.....	25
4. UMA ANÁLISE COMPARATIVA DA POLÍTICA MONETÁRIA AMERICANA ATUAL COM A JAPONESA PASSADA.....	26
4.1 Qual é o estilo do QE do Fed?	26
4.2 QE gera inflação?	28
4.3 As lições	30
4.4 Japão de hoje.....	31
5. CONCLUSÃO	32

6. REFERÊNCIAS 34

Apêndice

Gráfico 1 - Evolução do preço dos ativos.....	9
Gráfico 2 - Comparação: Base monetária e M2.....	21
Gráfico 3 - Comparação: grau de alavancagem Eua e Japão.....	22
Gráfico 4 - Contribuição do governo no crescimento do PIB.....	25
Gráfico 5 - Relação CPI e Base Monetária.....	29
Gráfico 6 - Comparação: Base monetária e excesso de reservas EUA.....	29

RESUMO

Na conjuntura atual o risco de se tornar “o próximo Japão” ronda os países desenvolvidos. O atual estágio da economia de vários países desenvolvidos guarda nítidas semelhanças com que se verificou na economia japonesa da década de 1990. Assim, o presente trabalho descreve como se criou e perpetuou a crise japonesa para depois analisar as medidas tomadas pelo governo e banco central japonês para combater a crise. Dentre essas medidas o trabalho desenvolve uma comparação entre a utilização de *Quantitative Easing* pelo Japão com a utilização nos EUA. Dessa forma, as lições da crise japonesa são destacadas com intuito que os erros cometidos no passado não se repitam na crise atual e em futuras crises.

Palavras-chave: Crise Financeira e *Quantitative Easing*

1- INTRODUÇÃO

Este trabalho examina a experiência econômica do Japão nos anos 90 e início dos anos 2000. O estudo se estenderá em analisar quais as lições que os bancos centrais podem aprender com a crise japonesa, com enfoque nos erros e acertos da política monetária do banco central japonês (BoJ, sigla em inglês). Nesse contexto, faremos paralelos entre o caso japonês e a situação atual dos Estados Unidos.

O trabalho é dividido em três seções. Inicialmente, serão discutidos os vários fatores que contribuíram para explicar a “década perdida” do Japão, como a bolha imobiliária, a crise bancária e características estruturais de setor de regulação Japonês.

Na segunda parte do trabalho, com intuito de analisar o comportamento dos *policymakers* japoneses, abordaremos as seguintes perguntas: O quão rápido deve agir a política monetária? Existem fatores que inibem a política monetária quando a taxa de juros está perto de zero? Qual é o papel da política fiscal num cenário de deflação? Como se deu a utilização de “*quantitative easing*” (QE)?

Na última etapa, desenvolveremos uma comparação entre a utilização de QE pelo BoJ no passado e a utilizada atualmente pelo banco central norte - americano (Fed), com o objetivo de demonstrar o quão apropriado é a utilização de QE em momentos de estouro de bolhas e crises financeiras.

2- A BOLHA NOS PREÇOS DOS ATIVOS CAUSOU A CRISE JAPONESA DA DÉCADA DE 90?

Esta seção pretende analisar os fatores que causaram a crise japonesa dos anos 90. Dessa forma, o cenário pré-crise e o setor financeiro japonês serão estudados com a finalidade de demonstrar que não foi apenas a bolha nos preços dos ativos que provocou a recessão. A falta de supervisão bancária japonesa e a desregulamentação do setor contribuíram para o colapso japonês. Além disso, medidas inadequadas de política monetária também tiveram uma parcela de culpa.

2.1 Cenário pré-crise

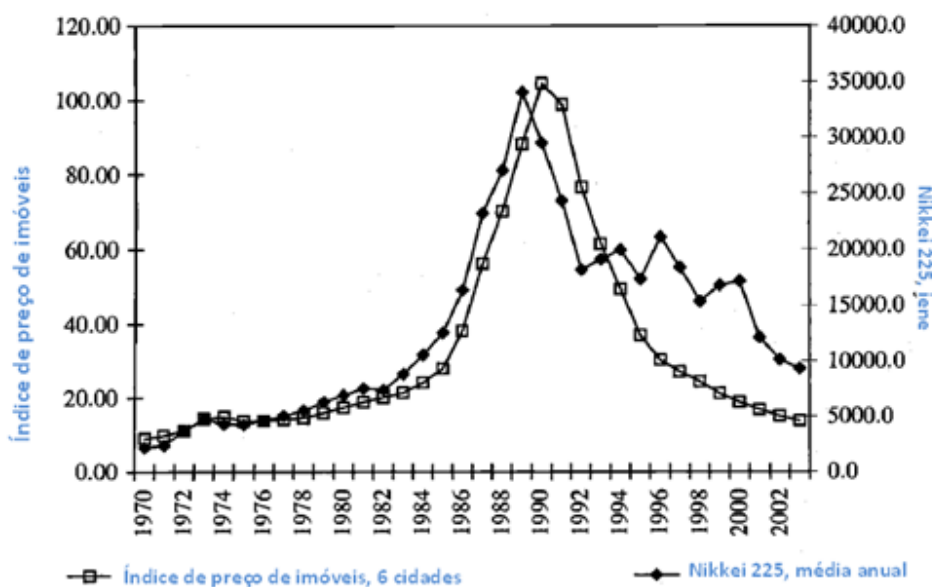
Entender por que a economia do Japão parou de repente nos anos 90 depois de ter sido tão potente até o final da década de 80 é algo fascinante. Com esse intuito, o trabalho descreve o cenário da economia japonesa e explica conceitos importantes sobre como uma crise econômica é criada.

Primeiramente, é necessário entender o conceito de bolha: as bolhas especulativas envolvem um movimento artificial de preços. Ocorre quando os preços dos ativos negociados em um dado mercado sofrem uma forte valorização ou desvalorização sem que tal movimento reflita o “valor justo” desses ativos. No caso japonês foi uma sobrevalorização irracional dos ativos seguida por uma queda abrupta. Na segunda metade da década de 80 o PIB cresceu 25% e os lucros das empresas 69%. O cenário monetário da época era favorável: a taxa de juros estava em um nível baixo, em 1985 era de 6,3% e em 1987 se encontrava em 4,2%, dando espaço para tomada de risco excessivo pelos agentes financeiros. Associado a isso, ocorreram mudanças no sistema financeiro que influenciaram indevidamente os preços dos ativos.

Entre o ano de 1985 e 1989, o indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações japonês, Nikkei 225, subiu uma média anual de 31%. Em 1989, o

volume do mercado de capitais, negociado na bolsa de valores japonesa, era de 4,1 trilhões de dólares (em média 1,5 vezes o PIB do Japão) sendo que em 1985 era de 0,9 trilhões de dólares. O tamanho do mercado de capitais tinha superado o norte-americano em 1987 e em 1989 o Tokyo Stock Exchange possuía 41% do mercado mundial. Os indicadores de preços imobiliários também passaram por uma alta forte, como também pode ser observado no **Gráfico 1**, o preço do metro quadrado entre os anos de 1985 e 1990 subiu uma média anual de 13%.

Gráfico 1 - Evolução do preço dos ativos



Em contraponto, a partir de 1990 houve início da queda nos preços dos ativos. No dia 21 de fevereiro, o Nikkei 225 declinou 3% dando início a tendência declinante do índice. No final do ano o índice tinha recuado perto de 40% do pico. Dessa forma, objetivando entender o que se passava na economia japonesa, o presente trabalho irá primeiramente, estudar os aspectos econômicos e históricos da crise do Japão, a fim de elucidar alguns conceitos básicos e características econômicas específicas.

2.2 Setor Financeiro Japonês

As mudanças no mercado financeiro japonês na década de 80 colaboraram para a inflação dos preços dos ativos. Essas mudanças estão ligadas a um processo de liberalização financeira e inovações que ocorreram na época. Houve um aumento do volume de empréstimos e dos investimentos em atividades imobiliárias mais arriscadas. Além disso, na mesma época, controles de capitais que caracterizavam a economia foram retirados. Por final, porém não menos importante, houve introdução de inúmeros instrumentos de securitização como *commercial papers*, mercados futuros e opções.

Essas inovações promoveram certa desregulamentação do mercado desenvolvendo riscos que influenciaram fortemente a formação da crise japonesa. Os bancos e as instituições financeiras cresceram o volume de empréstimos para uma faixa de clientes mais arriscada. Como uma quantidade elevada das grandes empresas japonesas passou a ter acesso aos mercados internacionais de crédito, muitos bancos perderam a clientela das grandes empresas. Assim, os bancos e instituições financeiras passaram a ter empresas de pequeno e médio porte como seus clientes. Além disso, desenvolveram uma linha de crédito para consumidores que desejavam comprar a primeira casa, o que provocou um aumento do risco de crédito das carteiras dos bancos. Adicionalmente, as instituições financeiras não bancárias tiveram o seu risco ainda mais elevado, já que essas instituições eram mais agressivas por serem menos reguladas. O resultado foi que o investimento financiado teve um significativo aumento.

Desse modo, além do mercado financeiro exercer influência direta nos preços das ações ele exerce influência indireta nos preços dos ativos imobiliários. Com base nisso, pode-se fazer uma ligação entre os preços imobiliários e os preços das ações. Como são bens substitutos, o aumento dos preços das casas também exerce influencia para a elevação dos preços das ações.

2.3 Cenário de crise

Um fator cultural e histórico que ajudou a estabelecer um cenário contínuo de crise foi a existência dos chamados *keiretsu* – redes de empresas japonesas organizadas ao redor de um grande banco. Essas redes apoiavam seus membros, mesmo os sem viabilidade econômica. Com isso, os bancos dos *keiretsu* alimentaram uma enorme bolha imobiliária e o excesso de utilização da capacidade da indústria de transformação. Os bancos continuavam a emprestar para as empresas endividadas fazendo a recessão se instalar gravemente. Com o passar dos anos, a ajuda do governo aos *keiretsu* começou a perder sua dominância na economia. No entanto, a deflação, o endividamento e a estagnação da demanda interna permaneceram presentes. Dessa forma, os lucros das empresas reduziram, causando falências. O relacionamento íntimo entre bancos e clientes, fábricas e fornecedores começou a fraquejar.

Um exemplo nítido do cenário de crise seria a queda de preço dos terrenos e imóveis aos arredores do Palácio Imperial. Em 1990, dizia-se que o terreno do palácio valia o mesmo que todo território da Califórnia. No ano de 2002, valia a metade de Los Angeles. Outro exemplo foi desvalorização dos ativos imobiliários. Quem, por exemplo, pagou 1,5 milhão de dólares por uma casa no sofisticado bairro de Setagaya-ku, um subúrbio de Tóquio, no fim da década de 80, tinha um imóvel que não valia mais de 900 mil dólares no ápice da crise, muitas vezes menos do que o proprietário devia à financiadora.

3- O BANCO CENTRAL JAPONÊS PODERIA TER EVITADO A RECESSÃO?

Essa seção, em um primeiro momento, desenvolve a análise das conseqüências da crise. Logo após, descreve as políticas monetárias empregadas BoJ. Em seguida, examina medidas alternativas de política monetária: “*quantitative easing*” (QE), operações de mercado aberto com títulos de longo prazo, intervenção no câmbio e metas de inflação. Tal análise tem por objetivo apontar os possíveis acertos e erros do BoJ.

3.1 Deflação

A primeira conseqüência que vamos examinar é a deflação que começou no início da crise e continua presente nos dias atuais. As razões para a desinflação e deflação no Japão são controversas. Um grupo de economistas afirmava que a deflação seria boa para os consumidores e até mesmo para a macroeconomia, um fenômeno de oferta. Nessa visão, os preços mais baixos melhorariam a vida dos consumidores. E o motivo para a deflação ocorrer seria o surgimento de inovações tecnológicas (setor de TI) e pressões competitivas vindas da China. Porém, as vozes otimistas calaram-se, à medida que a queda dos preços foi sendo acompanhada de cortes cada vez mais amplos nos postos de trabalho. A taxa de desemprego chegou a 5,6% em dezembro de 2002, a mais elevada desde a Segunda Guerra Mundial e quase 1% acima da registrada no ano anterior. Em 2003 mais de um milhão de chefes de família estavam sem emprego.

Por outro lado, um grupo de economistas argumentava que a deflação era um fenômeno de demanda. Os preços de bens e serviços podem flutuar de acordo com outros fatores econômicos, incluindo a política monetária. Além disso, analisando a curva de oferta agregada, um deslocamento para a direita deveria causar uma diminuição dos preços e um aumento do produto. Contudo, não verificamos um aumento do produto no Japão, sendo assim mais uma prova que não se tratava de uma deflação por conta da oferta.

Com base nisso, adota-se neste trabalho a hipótese que a demanda exerce maior influência sobre o nível de preços. Assim, o crescimento, mesmo que com certa

defasagem, correlaciona-se com os preços positivamente. Dado isso, a política monetária teria de ser expansionista para trazer a economia mais rapidamente para o pleno emprego.

A deflação revela a difícil situação em que as empresas japonesas se encontravam: essa espremeu os lucros e dificultou o pagamento do serviço das dívidas. Em 2002, mais de 19 mil empresas foram à falência - na maior parte, fornecedoras de pequeno e médio porte dos grandes conglomerados japoneses. Outro aspecto da deflação é que ela faz o PIB nominal encolher, tornando a dívida como proporção do PIB maior, mesmo na ausência de qualquer gasto adicional. Para corroborar, o governo tende a incorrer em sucessivos déficits anuais, devido a queda na arrecadação fiscal. Com isso, a elevação do índice de endividamento é ainda mais forte.

Além disso, a deflação é perigosa por que traz ineficiências para a economia. O caso do setor imobiliário residencial, onde começou a crise, ilustra bem os problemas criados pela deflação. Mesmo que as taxas cobradas nos empréstimos hipotecários fossem reduzidas para zero, com a queda sistemática dos preços das casas, a partir de certo ponto o valor do imóvel passa a ser inferior à dívida. Assim, a deflação generaliza esse fenômeno: aumenta o valor das dívidas em relação à riqueza.

3.2 Taxa de juros

Como é possível com a taxa de juros reduzida a praticamente zero, não se criar inflação e continuar a temer a deflação?

A taxa de juros nominal igual a zero seria a mais baixa possível. O caso de deflação com taxa de juros nominal zero gera uma taxa de juros real positiva. Assim, uma taxa de juros real positiva e uma expectativa futura de deflação desencorajaram investimentos e consumo no Japão. É importante destacar mais uma vez que esse cenário leva a política monetária tradicional perder a sua eficácia, conhecido como armadilha de liquidez ou armadilha de deflação.

Dado isso, deveria o BoJ somente assistir a deterioração da economia e aguardar que um choque externo retirasse o Japão da crise? Ou deveria usar medidas não convencionais de política monetária para conter o ciclo de deflação e estagnação?

3.3 Escassez de demanda

O principal problema do Japão é escassez de demanda. Reformas deveriam ter sido feitas nos bancos insolventes e nas empresas demasiadamente endividadas. Além da demanda em queda, o Japão foi afetado pela capacidade excessiva de vários setores, como construção e varejo. O país tinha e ainda tem inúmeras indústrias ineficientes. As indústrias mais ineficientes são aquelas de demanda interna como o setor de saúde, produção de alimentos e construção. Muitas dessas empresas e indústrias não eram rentáveis, mas conseguiram escapar da falência porque os bancos continuaram a sustentá-las. Dessa forma, caminharam artificialmente, jogando os preços para baixo e roubando fatias de concorrentes mais saudáveis financeiramente. O contraste seria o setor de exportação, que é o mais competitivo possível.

Analisando essa concorrência, num primeiro momento, parece boa para os consumidores, porque todos são obrigados a baixar os preços. Entretanto, quando se observa mais cuidadosamente, em vez de incentivar a "competição de mercado", as empresas endividadas contribuíam para que a espiral deflacionária se perpetuasse. A solução tardiamente tomada de assumir o controle dos bancos fazendo com que as empresas ineficientes fossem a falência, tinha como objetivo interromper a deflação e eliminar a capacidade excessiva. Com isso, a opção mais sensata seria trabalhar em paralelo para provocar inflação, à medida que esta fosse alcançada a recuperação da economia seria evidente.

Um aspecto interessante e essencial para entender a crise do Japão era que por mais que o governo tentasse estimular a volta do crédito e a demanda, as empresas japonesas não apenas pararam de tomar novos empréstimos como começaram a pagar os tomados anteriormente, ao longo dos anos 80, independentemente das taxas de juros e de inflação

estarem próximos de 0% ao ano. Entre 2002 e 2003, o pagamento de dívidas alcançou o nível histórico de 30 trilhões de ienes.

Quando companhias que deveriam levantar fundos para expandir suas operações deixam de fazê-lo, e, ao contrário, passam a pagar as dívidas passadas, a economia perde demanda: os empresários não estão mais reinvestindo lucros. Essa contração de demanda agregada joga a economia em recessão. Com isso, os esforços convencionais de política monetária são minimizados. Em suma, o problema central do Japão não estava na falta de dinheiro, mas na falta de demanda por dinheiro.

Uma solução de curto prazo seria a política fiscal, essa passa por déficits orçamentários do governo. Assim, deveria ter sido ampliado os investimentos públicos diretos, incentivando, ao mesmo tempo, uma renegociação do endividamento geral dos órgãos econômicos. Nesse sentido, a análise do balanço patrimonial é importante. Ameaçados por falências, os endividados tentam saldar as suas dívidas. O que aconteceu no Japão foi que um colapso nos preços dos ativos adquiridos por meio de endividamento tiveram um impacto muito destrutivo. Este impacto teria sido menor se o mesmo colapso tivesse sido acompanhado de pouco endividamento. Ou seja, a maioria da queda ocorrida nos gastos e tomadas de crédito privados japoneses na década de 1990 não se deveu somente à condição dos bancos, mas à dos seus tomadores de crédito.

3.4 Política Monetária

O Banco Central do Japão, durante os cinco anos do regime Hayami (dirigente do BoJ durante 1998 a 2003), passou por problemas de baixa credibilidade. Quais foram os motivos para a perda de confiança? Uma das explicações é que os membros do banco tinham tendência pela preferência de taxa de juros positiva. Por exemplo, em agosto de 2000 subiram a taxa de juros mesmo sem indicadores de real melhora da economia. Além disso, uma característica do BoJ era a pouca cooperação entre o banco e o governo, chamado de “armadilha da independência”. Dessa forma, o público em geral passou a ter a visão que o próprio BoJ não acreditava nas políticas que propunha, ou seja, não havia uma boa comunicação com o mercado.

Com o objetivo de adquirir credibilidade, houve uma modificação da lei que regia o banco. O antigo BoJ, controlado pela lei de 1942, tinha como intuito maximizar o

crescimento potencial (e não a estabilidade de preços). Dessa forma, foi criada a lei de 1998 que garantiu a independência do BoJ e estabeleceu outra meta para o banco, que seria a estabilidade de preços e do sistema financeiro.

Mesmo com essas mudanças, em novembro de 1998, a instabilidade financeira se tornou acentuada: grandes e pequenos bancos e firmas de empréstimos faliram e as linhas de créditos se tornaram limitadas. A Crise Asiática (Tailândia, Indonésia e Coréia) tornou a demanda por produtos japoneses ainda mais fraca, acentuando a recessão no Japão.

Com o intuito de remediar a crise, o banco deu início a uma política chamada “política da taxa de juros zero” (sigla em inglês: ZIRP¹). Depois que a ZIRP foi colocada em prática, o setor financeiro do Japão pressionou para que medidas de QE fossem empregadas. Durante o ano de 1999 a 2000 não houve nada de QE, somente algumas injeções de liquidez. A economia começou a mostrar alguns sinais de recuperação no verão de 2000. O índice Nikkei 225 subiu 30% entre março de 1999 e março de 2000. Os lucros das empresas aumentaram e os investimentos mostraram sinais de recuperação. O governo Hayami, com base nesses indicadores, acreditou que tinha medidas suficientes para subir os juros, assim o ZIRP foi finalizado na reunião de agosto de 2000. Essa decisão foi fortemente criticada pelos estudiosos da crise japonesa. Isso porque, essa política não levou em consideração que na época os EUA tinham acabado de passar pela Bolha de Tecnologia sugerindo que consumo e investimentos seriam afetados num curto prazo. Dessa forma, os EUA estavam numa época de economia fraca, as exportações japonesas para os EUA iriam cair no futuro. Outro fator que não foi levado em consideração foi que a inflação continuava negativa e não havia nenhum sinal forte do final da deflação. Com isso, em outubro de 2000, a economia japonesa entrou mais uma vez em recessão. A melhor política que deveria ter sido tomada seria a volta do ZIRP ou a introdução de novas normas como QE.

Assim, em fevereiro de 2001 a taxa de redesconto foi baixada de 0,5% para 0,35% e uma facilidade de crédito foi introduzida no mercado. Essa linha de crédito foi oferecida aos bancos automaticamente. Os bancos tinham uma garantia que era paga na taxa de desconto oficial. No entanto, a taxa de mercado rodava em 0,2-0,25%, fazendo com que

¹ ZIRP - *The Zero interest rate policy* é a política que mantém taxa nominal de juros em 0%.

os bancos recebessem um *spread*. Além disso, a taxa interbancária foi levada para 0,15% e poderia ter sido zero se as condições piorassem. Em março, o BoJ trouxe a taxa de redesconto para 0,25% e em setembro de 2001 a taxa foi cortada para 0,1%. Houve também uma maior interação do banco com o público, com BoJ evidenciando que somente quando o índice de preço ficasse acima de zero iria finalizar o programa ZIRP.

Várias medidas de QE foram tomadas pelo BoJ até 2003. Em agosto de 2001, o volume de compra do BoJ dos títulos de longo prazo do governo aumentou de 400 bilhões de ienes por mês para 600 bilhões de ienes por mês. No mesmo tempo, o balanço do BoJ teve um aumento de meta para 6 trilhões de ienes. Em dezembro de 2001, mais ações foram feitas, a compra mensal de títulos de longo prazo do governo subiu de 600 bilhões para 800 bilhões de ienes e o balanço aumentou a meta para 10-15 trilhões de ienes. Em outubro de 2002, a compra mensal de títulos de longo prazo do governo subiu de 800 bilhões para 1,2 trilhões de ienes.

Assim, a partir de 2001 com o estabelecimento da nova liderança política, houve uma guinada na economia do Japão. O primeiro ministro japonês Junichiro Koizumi (ministro de 2001 a 2006) e o presidente do BoJ Toshihiko Fukui (tomou posse em 2003) fizeram modificações importantes nos instrumentos de política monetária. Eles inverteram as políticas monetárias que contribuíam para a deflação, estabilizaram o déficit fiscal e promoveram a recapitalização dos bancos japoneses. Com isso, impressionantemente entre 2003 e 2008 o Japão foi o país, entre as economias do G5, que teve a maior média anual de crescimento.

3.4.1 Meta de inflação

A utilização de metas de inflação como política monetária aumenta a prestação de contas e transparência de um banco central. Mesmo sabendo disso, como já mencionado anteriormente, somente em março de 2001, o BoJ identificou que o índice de preço que seria perseguido seria o Índice de Preço ao Consumidor (IPC), excluindo os pescados. No entanto, o BoJ não utiliza uma meta de inflação explícita. Ainda não é muito claro o porquê do BoJ ter criado tantos empecilhos para usar QE e metas de inflação no regime de Hayami. Uma possibilidade seria que o BoJ tinha receio que as compras de títulos de

longo prazo do governo pudessem deteriorar o balanço do banco. Dado isso, os valores dos títulos poderiam declinar e assim aumentar o risco do balanço.

Somente a partir de 2003, no regime de Fukui, foi estabelecida uma condição mais precisa para aumentar a taxa de juros. Em primeiro lugar, o núcleo do IPC deve registrar zero por cento ou mais e essa tendência deve ser confirmada ao longo de alguns meses. Em segundo lugar, o BoJ precisa ser convencido de que o núcleo futuro do IPC não iria registrar um percentual abaixo de zero. Segundo autores, Krugman (1998) e Eggertson e Woodford (2003) Auerbach e Obstfeld (2003) e Svensson (2003) a gestão de expectativas é fundamental para solucionar a deflação japonesa. Se o BoJ pode convencer os mercados e o público que haverá no futuro maior inflação, então, mesmo com a taxa de juros em um piso de zero, a taxa de juros real vai cair e isso vai estimular a demanda agregada através dos canais habituais. Uma maneira de gerir as expectativas para cessar uma deflação é o anúncio de uma meta de inflação positiva, sempre tentando torná-la crível. Segundo Krugman (1998), em um dos seus papers, o Japão deveria aumentar a meta de inflação para 4%.

3.4.2 Quantitative Easing

Quantitative easing foi o nome dado a política monetária implementada pelo BoJ de março de 2001 a março de 2006. Em 19 de março de 2001, o BoJ anunciou "*Novos Procedimentos para Money Market Operations e quantitative easing*"². Esses procedimentos incluíram uma série de medidas para quantidade de moeda e a composição dos ativos adquiridos pelo banco central, indicando um total de 25 trilhões de ienes. O Banco informou ao público que reduziu a taxa de juros para perto de zero por um período prolongado de tempo. Além disso, anunciou o aumento de seus balanços e compra de ativos diretamente, incluindo a compra definitiva de títulos do governo. O Banco do Japão deixou claro que os novos procedimentos para as operações do mercado monetário

² Para detalhes olhar site www.boj.or.jp/en/

continuariam em vigor até que o índice de preços ao consumidor (excluindo perecíveis) registrasse nível estável em zero por cento ou um aumento de ano para ano.

Em suma, as mudanças feitas na estratégia de política monetária foram as seguintes:

1. Alteração no instrumento de política monetária, ao invés de taxa de juros usaria o balanço do banco (reservas mais depósito de instituições intermediárias não bancárias no banco central);
2. Redução da taxa básica de juros (*overnight*) para zero;
3. Compromisso de gerar novas medidas até que a taxa de inflação seja maior ou igual a zero.

Em tempos normais, quando a taxa de juros está positiva, para efeitos de política monetária é mais fácil usar taxa de juros do que QE. Isso porque, a taxa de juros é mais simples de observar e de controlar. Já a base monetária flutua com choques de demanda e erros de políticas monetárias. Porém, quando a taxa nominal está perto de zero, QE passa a ser uma ferramenta que garante o aumento da oferta de moeda. Assim, dado um cenário estável da economia, o papel da política monetária é ajustar a oferta de reservas do banco central, conectando a demanda por reservas com a taxa de juros. Ou seja, a utilização de QE deixa essa estrutura básica de lado e passa a ter uma meta de reservas, o excesso de reservas gera a esperança que os bancos voltem a emprestar, movimentando a economia. Para alcançar a meta várias operações foram feitas. Compra no mercado aberto de títulos do governo e de títulos de dívida de bancos. Em menor volume, o BoJ também realizou compras de ativos inconvencionais.

Para ilustrar a mudança de política do BoJ de utilização de juros para QE considere que a política de taxa de juros seja similar a regra de Taylor a baixo:

$$i_t = r^* + \pi_t + \alpha_\pi(\pi_t - \pi^*) - \alpha_y(y_t - y_t^*) \quad (1)$$

Onde, i_t corresponde a taxa de juros no período t , π_t e π^* fazem referência a inflação e a meta de inflação respectivamente, y_t e y^* denotam o produto corrente e o potencial e r^* representa a taxa de juros real de equilíbrio no longo prazo. Dessa forma, o banco central sobe ou desce a taxa de juros nominal em resposta a derivada da inflação comparada com a meta e o produto comparado com o potencial. A extensão da resposta de política é governada pelos coeficientes α_π e α_y . Taylor (1993) definiu os coeficientes em 0,5 e taxa real de equilíbrio e de metas de inflação em 2%. Para atingir a taxa determinada pela equação (1) o banco central opera o mercado aberto que influencia diretamente a quantidade de base monetária.

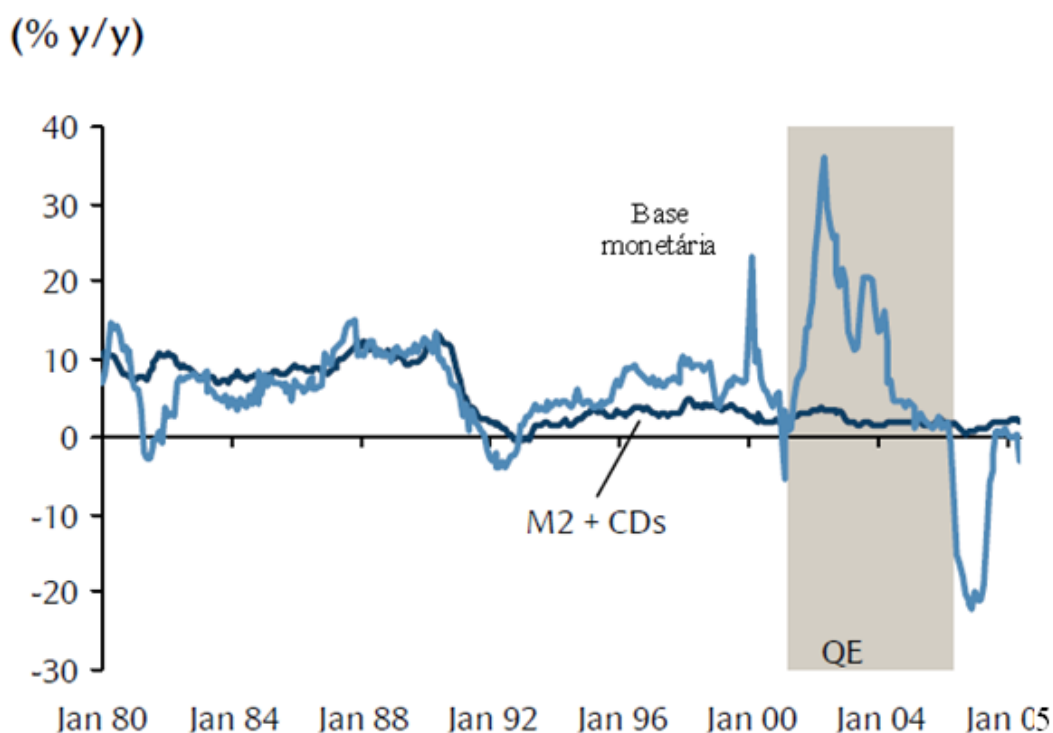
O mesmo exercício pode ser feito substituindo taxa de juros por base monetária, mencionado com o k Marshallian:

$$\text{Base Monetária} \\ \text{Rendimento Nominal} = k_t = k^* + \kappa_\pi(\pi_t - \pi^*) - \kappa_y(y_t - y_t^*) \quad (2)$$

Orphanides and Wieland (2000) estudaram o melhor projeto de política monetária em períodos de taxa de juros próximo de zero por meio da equação (2). Segundo eles, os coeficientes de resposta K_π e K_y são muito maiores em uma situação quando a taxa de juros está perto do zero. Dessa forma, quando a taxa de juros chega a zero fornece uma motivação para uma expansão mais agressiva da folha de balanço do banco central.

Será que o BoJ aumentou a base monetária o suficiente para uma expansão em relação ao rendimento nominal, que é uma expansão do k Marshalliana? Será que ele conseguiu criar uma oferta global maior de dinheiro medida, por exemplo, por $M1$? É importante entender o mecanismo de transmissão da política. O **Gráfico 2** exemplifica um fato interessante. Podemos perceber que mesmo com a expansão da base monetária com a utilização de QE, ela afetou numa razão bem menor a parte da moeda que é mais líquida. Esse é o limite da utilização de QE, pois ela não consegue afetar o aumento da demanda por moeda, apesar de facilitar a tomada de dinheiro. Dessa forma, o resultado pode ser difícil de ser alcançado quando gera o chamado empoçamento de liquidez.

Gráfico 2 - Comparação: Base monetária e M2



Outro ponto relevante seria que a política de QE exerce impacto sobre as expectativas de inflação e as expectativas de política monetária através do mecanismo de compromisso com meta de inflação. Por outro lado, QE também gera um pequeno impacto nos preços dos ativos. A questão é se a utilização de QE realmente gera inflação. Essa questão será proposta quando compararmos as medidas adotadas pelo Japão com as adotadas pelo EUA na conjuntura de crise atual.

Em suma, trata-se de uma expansão da base monetária, mesmo quando a taxa de juros nominal já é zero. Isto ocorre através da compra de mercado aberto e de títulos do governo ou através da não esterilização de compras de moeda estrangeira. O BoJ começou a conduzir uma política deste tipo em Março de 2001, e de forma mais agressiva desde Dezembro de 2001. Assim, uma expansão da base monetária pode ser

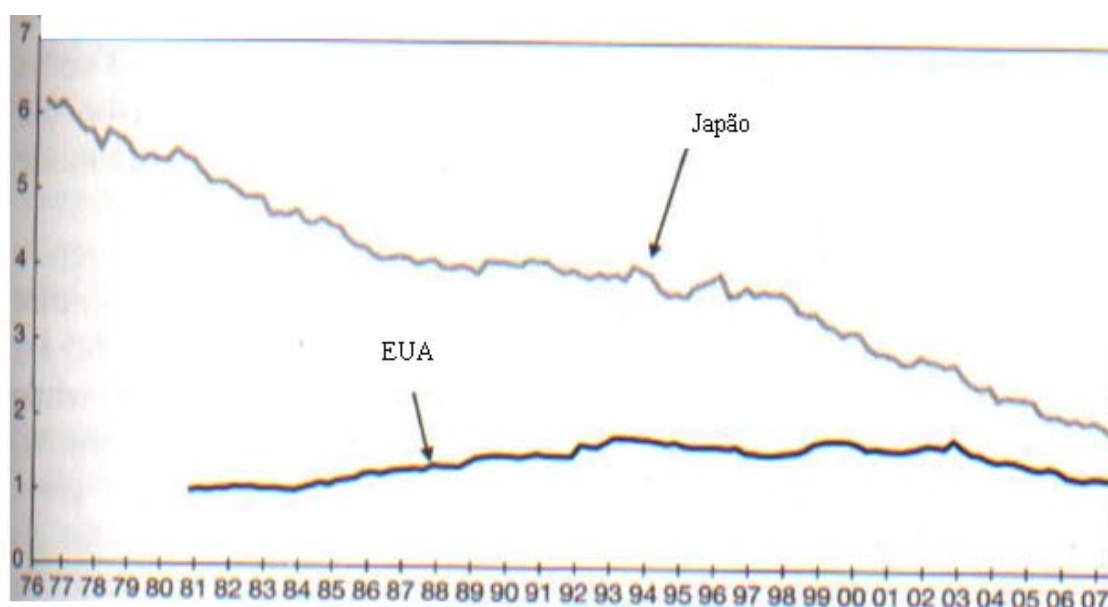
benéfica, mesmo que não produza um aumento significativo na oferta de moeda. A liquidez no sistema pode ajudar a evitar uma potencial crise financeira e estimular a economia de forma indireta.

3.5 Política Fiscal

Para alguns estudiosos da crise japonesa, como Richard C. Koo (2008), foram as medidas fiscais que mesmo empregadas tardiamente ajudaram o Japão a emergir da crise. Segundo Koo, a crise japonesa era uma crise de balanço. As empresas japonesas, mesmo sendo saudáveis e apresentando fluxo de caixa positivo, tiveram seu balanço afetado pela queda dos preços dos ativos com o rompimento da bolha imobiliária. Assim, as empresas usaram o caixa para pagar dívidas o mais rápido possível.

A urgência do pagamento das dívidas era acentuada, pois as empresas japonesas nos anos 80 eram mais alavancadas que as americanas ou européias, como pode ser observado no gráfico **Gráfico 3**. Eram mais alavancadas, pois a taxa de crescimento era muito maior comparada com as dos outros países. No entanto, o estouro da bolha fez que essas tivessem uma dívida maior e tentassem diminuir a alavancagem. Outro fator que favorecia um alto nível de alavancagem das empresas eram as baixas taxas de juros.

Gráfico 3 – Comparação: grau de alavancagem Eua e Japão



Dessa forma, o resumo do cenário é o seguinte: ninguém querendo pegar dinheiro emprestado e as empresas cada vez mais preocupadas em pagar dívidas. Em 2000, as empresas passaram a poupar mais que as famílias, algo que em circunstância normal seria muito estranho. O setor empresarial deveria ser o principal captador de crédito, porém estava sendo o setor que mais poupava. Por outro lado, as famílias reduziram a poupança já que com a crise o desemprego aumentou e existiram cortes de salários. Antes dos anos 90, as famílias compravam casas e investiam na educação dos filhos com a mentalidade de que o emprego era algo vitalício e que os salários iriam sempre aumentar. No entanto, o estouro da bolha fez com que as famílias tivessem que mudar os planos e passassem a gastar suas economias. As famílias japonesas costumavam a ter a maior poupança do mundo porém, nos dias de hoje 1 em cada 4 famílias não possui poupança alguma.

Dado isso, o gasto do governo teve um importante papel para sustentar a economia. O pacote superou a 140 trilhões de ienes em estímulos fiscais, estimulou a economia prevenindo a deflação, foram implementados O governo foi superavitário até o ano de 1991, após esse período começou a apresentar déficits contínuos. No entanto, esses déficits podem ser justificados pois foi através dos benefícios fiscais que o Japão conseguiu sustentar o seu PIB. A política fiscal desempenhada pelo governo japonês teve um resultado positivo. Outra medida tomada pelo governo que foi de extrema importância para que a crise não piorasse foi a garantia dos depósitos bancários a partir de 1997. Assim, todos os depósitos seriam protegidos.

Segundo Koo, a política monetária e a oferta de moeda foram sustentadas pela política fiscal. Como o setor privado estava pagando dívidas, o governo era o único tomador de empréstimo. O aumento da quantidade de empréstimos que o governo tomava aumentava a quantidade ofertada de moeda. Se o governo parasse de tomar empréstimos a oferta de moeda iria diminuir. A tese de Koo é que uma empresa com problemas no balanço deve realmente equilibrá-lo o mais rápido possível. Mas se o governo simplesmente não se movimentar e ficar apenas olhando o que se passa na economia, esta cairá em uma espiral deflacionária. Para eliminar o ciclo vicioso o governo teria uma

única opção: fazer o oposto que o setor privado estava fazendo, gastar a poupança que o setor privado não tinha.

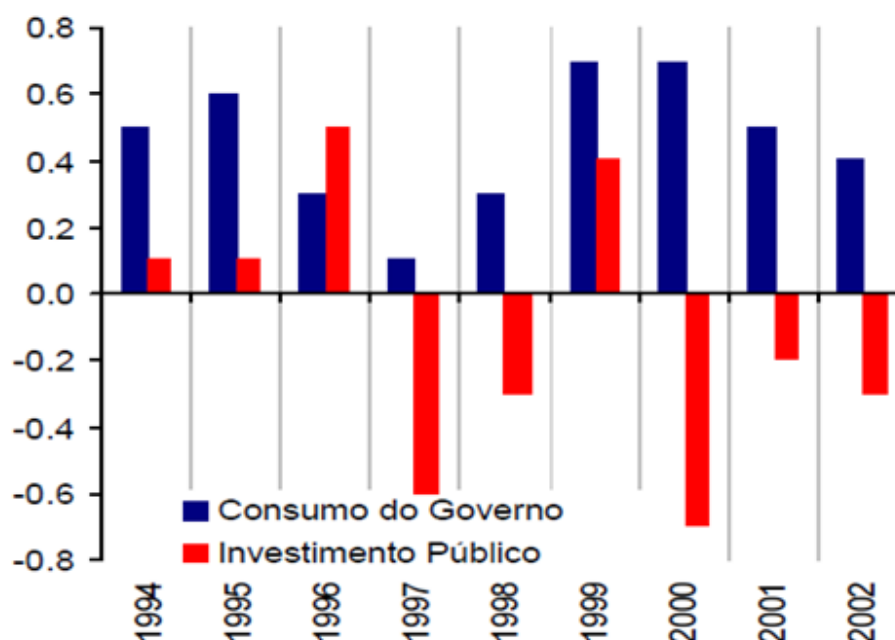
Por que esse argumento é pouco conhecido e muito criticado? O negativo no balanço das empresas possui características específicas. O primeiro, seria que culturalmente as empresas japonesas não comentam sobre suas dificuldades financeiras. Um CEO de uma companhia nunca iria comentar que está pagando dívidas. E mesmo não discutiria com empregados sobre o assunto, já que os melhores empregados iriam buscar outras oportunidades de emprego. Dessa maneira, os únicos que tomavam parte do assunto eram os altos executivos. Esses tentavam esconder os problemas das empresas, tornando-as pouco transparentes. Também os bancos e financeiras eram pouco transparentes. Isso porque, se deixassem claro que seus clientes eram insolúveis poderiam ser obrigadas pelo governo a cortarem essa linha de crédito. Isso tornava a crise do balanço das empresas silenciosa e invisível.

Com isso, por se tratar de uma recessão específica, a doença no balanço das empresas só pode ser curada com o auxílio de política fiscal. De acordo com Koo, esse tipo de política não é keynesiana em si. Segundo ele, as outras recessões podem ser solucionadas com o uso de política monetária. No entanto, a recessão japonesa não, pois trata-se de falta de demanda dado que estão pagando dívidas. Aos poucos, tanto o governo quanto o BoJ foram entendendo mais como funciona especificamente esse tipo de crise. Em fevereiro de 2005, uma declaração do presidente do BoJ, Toshihiko Fukui, deixou claro que uma mudança na política fiscal só poderia ser introduzida com a volta da demanda por crédito do setor privado. No entanto, a crítica sobre a implementação da política fiscal no Japão é que essa sempre foi administrada por um governo atrás da curva. Ou seja, nunca aplicada o suficiente para que a lacuna deflacionária fosse extinta.

Além disso, em 1997, a administração de Hashimoto, empregou um programa para diminuir os gastos do governo, **Gráfico 4**. Ele argumentava que os estímulos fiscais não produziam desenvolvimento econômico porque o dinheiro era gasto com investimentos desnecessários. Assim, tinha como meta reduzir o déficit fiscal para 15 trilhões de ienes. A principal medida utilizada foi o aumento do imposto sobre o consumo, de 3% para 5%. O primeiro ano da reforma foi responsável por reduzir a economia durante 5 trimestres consecutivos. Somente em Junho de 1998, o ministro Hashimoto percebeu que foi um

grande erro tirar os estímulos fiscais, voltando a empregar a política fiscal em grandes magnitudes.

Gráfico 4 - Contribuição do governo no crescimento do PIB



3.6 Câmbio

Krugman (1998), Svensson (2001) e Eggertsson (2005) argumentam que o Japão deveria desvalorizar a taxa de câmbio. Isso iria estimular a economia com o aumento das exportações e iria adicionar uma expectativa de inflação com o aumento dos preços dos bens *tradables*. O maior problema com essa proposta é que o Japão já é um dos países que apresentam superávit na balança comercial muito grandes, logo essa medida iria aumentar ainda mais os desequilíbrios globais do balanço de pagamentos. Além disso, haveria resistência dos parceiros comerciais a aceitarem preços mais baixos do Japão.

Em Junho de 1999, o vice Ministro de Finanças Eisuke Sakakibara, revelou a intenção de desvalorizar a moeda de 117 para 122 iene por dólar utilizando 3 trilhões de ienes para atingir sua meta. Quando a notícia chegou aos EUA o Secretário do Tesouro americano, Lawrence Summers, não aprovou a intervenção fazendo declarações que o

Japão deveria tentar estimular sua demanda interna e que essa medida só iria aumentar os desequilíbrios mundiais. Como consequência o iene valorizou para 100 iene por dólar. Segundo Summers, a primeira medida a ser tomada deveria ser utilizar a poupança das famílias para estimular a demanda interna.

4- UMA ANÁLISE COMPARATIVA DA POLÍTICA MONETÁRIA AMERICANA ATUAL COM A JAPONESA PASSADA

Primeiramente, o presente capítulo, descreve os instrumentos que o Fed utilizou para fazer política monetária na crise financeira recente. Em seguida, é feita uma comparação com as medidas adotadas pelo BoJ na década de 1990 e 2000.

4.1 Qual é o estilo do QE do Fed?

Na semana de 17 de setembro de 2008, o Fed começou a utilizar QE como política monetária. Nesse mesmo período, houve a quebra do *Lehman Brothers* e da *AIG*. Com isso, o balanço do Fed aumentou de 900 bilhões de dólares (6% do PIB) para 2,2 trilhões de dólares (15% do PIB) ainda em 2008. Por mais que o objetivo central de política monetária do Fed seja o controle da taxa de juros, medidas alternativas foram empregadas visando estabilidade econômica. Houve expansão de linhas de crédito, linhas de swap de moedas e compras no mercado aberto. Essas operações foram financiadas pela venda de títulos do governo americano. Para que isso desse certo foi criado um programa especial de títulos da dívida do governo como forma de esterilização monetária. O Tesouro vendia esses títulos da dívida e depositava em uma conta conjunta com o Fed e esse aumentava os empréstimos para bancos. Entretanto essas medidas ainda não foram suficientes para controlar a crise.

Dessa forma, a expansão dos programas do Fed, *Term Auction Facility*³ (TAF) e *Commercial Paper Funding Facility*⁴ (CPFF), passaram a ser financiados pelos excessos de suas reservas. Nesse caso, gera-se mais reservas inflando o balanço sem esterilizar a moeda. Ou seja, não produz a transação como mencionado acima, passando pela facilidade do Tesouro. Em outras palavras, o Fed passa a criar moeda.

Dada a incapacidade de fazer o crédito voltar a fluir, a solução encontrada foi financiar diretamente o setor privado não-financeiro, através da compra de *commercial papers*. Ao dar liquidez de todas as formas para o sistema financeiro, e também diretamente para o setor privado não-financeiro, o Fed inchou o seu balanço com títulos privados. A contrapartida dos títulos privados no ativo do Fed é a expansão do seu passivo monetário, composto por moeda em poder do público, mais reservas do sistema bancário.

Em março de 2009, o FOMC anunciou que iria adicionalmente comprar 750 bilhões de dólares dos títulos das agências lastreados em hipotecas. Além disso, aumentou a compra das dívidas das agências para mais de 200 bilhões de dólares. Para ajudar a melhorar as condições nos mercados de crédito privado, o Comitê decidiu comprar 300 bilhões de dólares em títulos de longo prazo do Tesouro em 2009.

Após a descrição de como o Fed manuseia QE, pode-se concluir que há diferenças na utilizada pelo BoJ. Em geral, o Fed buscou em prover suporte através de empréstimos para o setor de capital. Com isso, passou a comprar ativos diretamente do mercado aberto financiados pelo aumento das reservas do banco. Assim, o objetivo principal seria o de intervir no mercado. Por outro lado, o BoJ utilizou de QE para acumular reservas. Ou seja, o Fed priorizava o ativo do balanço enquanto o BoJ o passivo.

Outra diferença seria que o Fed implementou QE mais rápido e agressivo que o BoJ, assim que a crise estourou. O fato é que em 3 anos o BoJ aumentou o seu balanço

³ *Term Auction Facility* é um programa temporário gerido pelo Fed, leiloa empréstimos com garantias para bancos e outras instituições financeiras. Os empréstimos são oferecidos a uma taxa inferior à taxa de desconto.

⁴ *Commercial Paper Funding Facility* é um sistema conduzido pelo Fed para prover liquidez no curto prazo.

em 35%, já o Fed dobrou no primeiro mês de crise. Além disso, o Fed utilizou QE coordenado com política fiscal podendo gerar efeitos mais satisfatórios. Em contraponto, o Japão demorou para promover uma política conjunta. Dessa forma, o banco central dos EUA foi muito mais ágil em reconhecer a realidade, reduzindo as taxas de juros rapidamente para perto de zero e movendo-se na direção de política monetária "não convencional".

Por outro lado, o Japão conseguiu se apoiar em exportações para uma economia mundial aquecida. Já a crise recente foi global: as bolhas e as expansões de gastos associadas se espalharam por grande parte do mundo ocidental. As economias diretamente atingidas respondem por quase metade da economia do mundo. Sendo que a outra metade foi atingida indiretamente.

4.2 QE gera inflação?

Em primeiro lugar, se QE gerasse inflação o Japão teria escapado da deflação e o EUA já teriam inflação nos dias de hoje. O **Gráfico 5** mostra a expansão monetária do Japão comparado com a taxa de inflação. Mesmo quando a base monetária aumenta não necessariamente os agregados monetários mais líquidos se expandem. Uma das razões para isso seria o colapso do mercado de crédito. Dessa forma, QE indica que um excesso de reservas é criado, mas não necessariamente esse excesso vai ser utilizado pelo mercado. Com isso, podemos concluir que QE nem sempre gera inflação. O **Gráfico 6** mostra a expansão monetária recente nos EUA e o excesso de reservas. Em contraponto, quando ocorre uma política fiscal expansionista o banco central compra dívida do governo para financiar gastos e expande o balanço do Tesouro. Essa medida tem um canal inflacionário direto. No entanto, se medidas de QE perpetuarem por um longo período de tempo também podem gerar inflação, já que é uma forma anormal de investidores conseguirem crédito.

Gráfico 5 - Relação IPC e Base Monetária

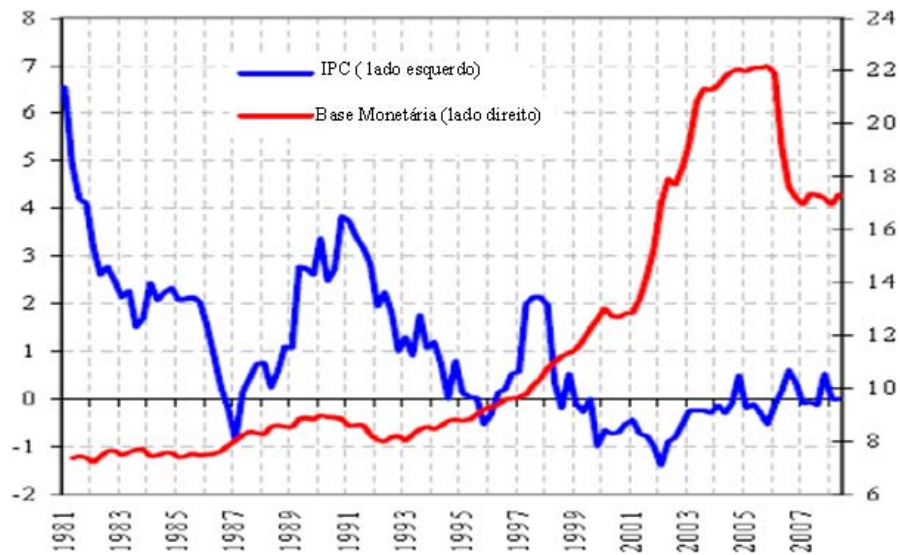
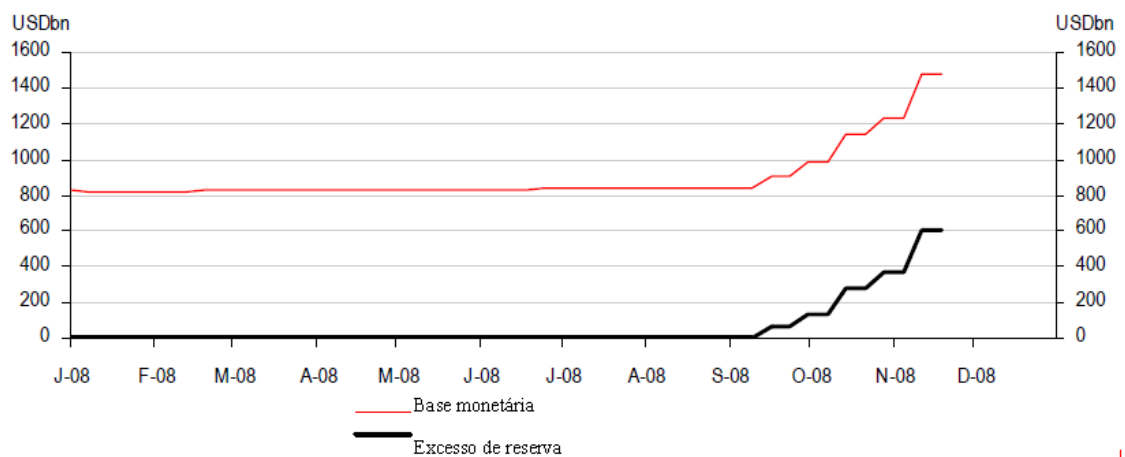


Gráfico 6 – Comparação: Base monetária e excesso de reservas Eua



4.3 As lições

Bernanke (2004) explorou alternativas de política monetária, quando a taxa nominal de juros se aproxima de zero, fora do arsenal ortodoxo dos bancos centrais, para evitar a deflação e uma recessão prolongada. A conclusão, sintetizada no seu discurso do Japão Bernanke (2004), é que a melhor forma de sair de uma deflação é não chegar até ela.

Fazendo um paralelo com a situação dos EUA atual percebemos que num sentido oposto existem alertas no sentido de que a inflação está rondando e que o Fed precisa deixar de lado seus esforços para apoiar a economia e começar a pensar numa “estratégia de saída”, apertando o crédito, por meio da venda de ativos e um aumento das taxas de juros.

No entanto, o presente trabalho busca analisar outros aspectos da economia que não apontam nesse sentido. O que dizer do desemprego que está quase batendo um recorde, apontando para uma taxa de desemprego de longo prazo jamais observada desde a década de 30? E o que falar dos ganhos em termos de vagas de emprego nos últimos meses, que, só conseguiram recuperar menos de 500.000 postos de trabalho dos oito milhões perdidos por causa da crise financeira? Dados recentes não sugerem que os EUA estão caminhando para uma perda de confiança do investidor. Inversamente, eles indicam que estão caminhando para uma década perdida, como o Japão, preso numa era prolongada de alto nível de desemprego e lento crescimento. A pergunta a ser feita é: o que os EUA estão fazendo para evitar que se transformem no Japão? O propósito deste trabalho é resumir as medidas adotadas pelo Japão e analisar se as medidas econômicas já adotadas nos EUA deverão dar resultado, dando início a uma recuperação autossustentada.

4.4 Japão de hoje

O último tópico tem como objetivo posicionar o comportamento da economia japonesa nos dias atuais. Sabemos que a dívida japonesa em relação ao PIB é de

aproximadamente 170%, o que parece ser um grande problema visto a crise de confiança que muitos países, como por exemplo, a Grécia, estão passando. No entanto, o governo japonês não considera isso um perigo de extrema urgência, mesmo sabendo que o déficit grego beira a faixa de 110% do PIB.

Para entender a conjuntura atual, uma descrição da política japonesa é feita. Em 2009, as eleições gerais no Japão, levaram o Partido Democrata de Yukio Hatoyama ao poder. Os críticos argumentam que o governo tem se concentrado em aumento de despesas para cumprir metas eleitorais.

No entanto, ao contrário do que ocorre na Grécia, o mercado de títulos japoneses (JGBs) se mantém estável, o que ocorreu também na década de 1990. Isto acontece, pois quem detém esses títulos são organizações nacionais e famílias. Com isso, a poupança do setor privado financiou a dívida do governo nos anos 90, não havendo fuga de capitais.

Porém, na situação atual, o cenário é mais complicado. O volume total de títulos tornou-se elevado em relação aos ativos das famílias. Dessa forma, a confiança nos JGBs poderá ficar abalada no futuro. Outro fator, é que a população está envelhecendo o que leva a taxa de poupança cair no futuro, tornando-se cada vez mais difícil para o setor privado financiar déficits orçamentários. Corroborando para tal situação, o envelhecimento da população implica maiores gastos do governo com previdência e saúde.

A solução para esse cenário seria o governo aumentar os impostos e controlar os gastos, a exemplo seria a política bem-sucedida do primeiro ministro, Koizumi, nos anos de 2001 a 2006, onde o déficit primário do Japão passou de 28 trilhões de ienes para 6 trilhões.

Em suma, por mais que a economia japonesa tenha um risco menor de ser penalizada pelos investidores internacionais por ainda ser um país considerado seguro, tratando da segunda maior economia mundial, o Japão terá grandes desafios para controlar sua posição fiscal. E o quanto mais rápidas medidas forem implantadas menor a

chance da economia japonesa passar pela crise que estamos presenciando na Europa.

5- CONCLUSÃO

O ponto crucial do trabalho é tentar entender como a crise japonesa perpetuou por tanto tempo. Ainda hoje encontramos a economia japonesa em deflação. Dado isso, podemos nos perguntar na conjuntura atual dos países desenvolvidos, o que seria pior: um cenário de deflação ou de inflação?

O exemplo do Japão mostra com nitidez o quanto é difícil uma economia deixar de ser deflacionária. O aumento da oferta de crédito não ocorre porque os bancos não queiram conceder crédito, mas porque as companhias e as famílias não querem tomar emprestado. A política monetária convencional é em grande parte ineficaz; e o desejo do setor privado, de melhorar os balanços patrimoniais, faz o governo despontar como o prestador de última instância. Conseqüentemente, todos os esforços para "normalizar" a política monetária e fiscal fracassam, até que o ajuste do balanço patrimonial do setor privado tenha terminado.

A experiência do Japão indica enfaticamente que mesmo déficits fiscais sustentados, taxas de juro zero e QE não conduzirão a uma inflação galopante nas economias pós-bolha que sofrem de excesso de capacidade produtiva e de excesso de liquidez no balanço patrimonial, como nos EUA. Ela também sugere que des acostumar-se desse tipo de excessos é um processo de longo prazo.

Assim, quando uma expansão muito veloz começa a desacelerar numa economia que busca recuperar terreno perdido com poupanças muito elevadas de pessoas jurídicas e investimentos fixos igualmente elevados, é bem possível que seja extremamente difícil administrar a demanda. Isso é particularmente verdade se a promoção deliberada de expansão de crédito e de bolhas de preços de ativos se torna parte do mecanismo usado para sustentar a demanda.

Além disso, os erros de política macroeconômica e financeira foram vitais para desenvolver os 15 anos seguidos de recessão no Japão. A lentidão para utilização de política monetária não tradicional pelo BoJ agravou o quadro de crise.

As políticas de QE do Banco do Japão, que agora estão sendo aplicadas pelo Fed, ajudaram a estabilizar a economia. O que elas não fizeram foi reparar o falho sistema de crédito do Japão. Não importa quantos ienes o banco do Japão imprima: há pouca demanda por tomadas de empréstimo. O gatilho é dado pelo conjunto das companhias que, ao sinal de crise, optam por diminuir suas dívidas antes de maximizarem seus lucros.

Dada essa avaliação da economia nos anos 90 e no princípio desta década, a análise dos riscos de um país se tornar “o próximo Japão” deve se basear tanto na política fiscal, como na política monetária. No lado fiscal, já se disse que um dos principais responsáveis pela década perdida japonesa foi a remoção precoce dos estímulos fiscais. Já pelo lado monetário, a lição é que as autoridades monetárias conseguem estimular a demanda agregada – pela redução do juro real futuro - quando se comprometem com a manutenção prolongada de níveis baixos de taxa de juros e com uma meta de inflação acima de números correntemente observados. Talvez essa tenha sido a principal lição da Grande Depressão japonesa. Aparentemente, ela foi bem aprendida pelos principais banqueiros centrais. Mesmo sem adotar uma meta oficial de inflação, o Fed, por exemplo, tem anunciado que a *Fed Fund Rate* será mantida estável e em patamar bem baixo por um longo período, não havendo dúvida de que isto tem ajudado na promoção da recuperação da economia americana.

6- REFERÊNCIAS

AHEARNE, Joseph. *“Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s”*. International Finance Discussion Papers 729. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2002.

EGGERTSSON, Gaudi. *“The Deflation Bias and Committing to Being Irresponsible”*. Journal of Money, Credit and Banking, forthcoming, 2005.

ITO, Takatoshi; MISHKIN, Frederic. *“Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem”*. NBER East Asia Seminar on Economics, vol. 15. Chicago: University of Chicago Press, pp. 131-93.

ITO, Takatosi; WEINSTEIN Patrick. *“Reviving Japan’s Economy – Problems and Prescriptions”*. MIT Press (MA).

MISHKIN, Frederic. *“How Should We Respond to Asset Price Bubbles?”*. At the Wharton Financial Institutions Center and Oliver Wyman Institute's Annual Financial Risk Roundtable, Philadelphia, Pennsylvania, 2008.

KRUGMAN, Paul. *“It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap.”* Brookings Papers on Economic Activity, 1998.

OKINA, Kunio. *“The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons”* Monetary and Economic Studies, vol. 19, pp. 53-112, 2001.

POSEN, Adam. *“It Takes More Than a Bubble to Become Japan”* in Asset Prices and Monetary Policy, Reserve Bank of Australia Annual Conference. Sydney: Reserve Bank of Australia, pp. 203-49, 2003.

POSEN, Adam (2010). *“The Realities and relevance of Japan’s great Recession neither Ran nor Rashomon”*, Sticed Public Lecture, London School of Economics.

KOO, Richard. *“The Hole Grail of Macroeconomics Lessons from Japan’s great Recession”*, 2009.

SVENSSON, Lars E.O. *“The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap,”* Monetary and Economic Studies, pag. 277–312, 2003.

WIELAND, Volker. *“Quantitative Easing: A Rationale and Some Evidence from Japan”*, 2009.