

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

Faculdade de Economia, Administração, Contábeis e Atuariais

Curso de Ciências Econômicas

Victor Guedes Franklin

**A política monetária em suas transformações e respostas na economia
japonesa**

São Paulo – SP

2025

Victor Guedes Franklin

**A política monetária em suas transformações e respostas na economia
japonesa**

Monografia submetida à apreciação de banca examinadora do Departamento de Economia, como exigência parcial para obtenção do grau de *BACHAREL* em Ciências Econômicas, elaborada sob a orientação do Professor Doutor Antônio Carlos de Moraes.

São Paulo – SP

2025

Esta monografia foi examinada pelos professores abaixo relacionados e aprovada com nota final _____ (_____).

Autorizo a disponibilização desta monografia para consulta pública e utilização como referência bibliográfica, mas sua reprodução total ou parcial somente pode ser feita mediante autorização expressa do autor, nos termos da legislação vigente sobre direitos autorais.

São Paulo, ____ de _____ de _____.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus pela luz que torna todas as coisas simples.

Agradeço aos meus pais e à minha irmã por todo o apoio e amor, sem medidas.

Agradeço ao meu professor e orientador, Antônio Carlos de Moraes, pelo conhecimento, confiança e paciência transmitidos no processo deste trabalho.

Agradeço aos meus amigos pelo companheirismo ao longo desses anos, assim como agradeço à Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, em seus professores e colaboradores, pois permitiram que um ambiente de aprendizado transformasse a minha visão de mundo através do ensino acadêmico e de reflexões que foram semente de algo muito maior: a vontade de entender a vida.

FRANKLIN, V. G. **A política monetária em suas transformações e respostas na economia japonesa.** São Paulo - SP, 2025. [Monografia de Bacharelado - Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuariais - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo]

RESUMO

No curso de suas tentativas para recuperação econômica, o Japão adotou métodos monetários não convencionais e heterodoxos. Diante de um conjunto de circunstâncias muito particular, as respostas e os aprendizados desses esforços destacaram a relevância universal do papel das políticas monetárias no processo de desenvolvimento da economia real. O objetivo desse trabalho é, portanto, desvendar o confinamento de um avanço monetário que se apresenta com alto potencial de adaptação frente a uma nova dinâmica econômica. Com um estudo detalhado do caso japonês, através de uma abordagem mista (quantitativa e qualitativa), espera-se contribuir com a discussão sobre a necessidade de reformas monetárias compatíveis à economia contemporânea.

Palavras-chave: Política monetária, Economia, Japão e Expectativas

ABSTRACT

In the course of its efforts towards economic recovery, Japan adopted unconventional and heterodox monetary approaches. Faced with a highly specific set of circumstances, the country's responses and lessons learned have underscored the universal relevance of monetary policy in the development of the real economy. The aim of this study is, therefore, to understand and assess the confinement of a monetary advancement that demonstrates strong potential for adaptation in the face of a new economic dynamic. Through a detailed study of the Japanese case, using a mixed approach (both quantitative and qualitative), the study seeks to contribute to the broader discussion on the need for monetary reforms compatible with the contemporary economy.

Keywords: monetary policy, economics, Japan and expectations

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	9
CAPÍTULO 1 – PANORAMA ECONÔMICO RECENTE DO JAPÃO.....	10
1.1 O SISTEMA FINANCEIRO JAPONÊS ENTRE OS ANOS 1950-1970.....	10
1.2 O PLANO PRODUTIVO JAPONÊS E O ENDIVIDAMENTO PRIVADO.....	12
1.3 ANTECEDENTES DA CRISE: O ACORDO DE PLAZA.....	14
1.4 ANTECEDENTES DA CRISE: A BOLHA IMOBILIÁRIA.....	15
1.5 A CRISE JAPONESA.....	17
1.6 OS ÚLTIMOS ANOS E O ENDIVIDAMENTO PÚBLICO.....	17
CAPÍTULO 2 – A POLÍTICA MONETÁRIA.....	19
2.1 O USO DOS CANAIS DE TRANSMISSÃO MONETÁRIOS.....	19
2.2 A PERCEPÇÃO DE RISCO E A SUA INFLUÊNCIA MONETÁRIA.....	22
CAPÍTULO 3 – O FUNCIONAMENTO DOS MERCADOS E A CURVA DE JUROS.....	25
3.1 O FUNCIONAMENTO DOS MERCADOS DE CRÉDITO E DE CÂMBIO.....	25
3.2 O FUNCIONAMENTO DO MERCADO DAS RESERVAS BANCÁRIAS.....	27
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	30
REFERÊNCIAS.....	31

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Total de crédito destinado ao setor privado (excluindo o setor financeiro)

Gráfico 2. Índice de produção industrial (excluindo setor de construção)

Gráfico 3. Taxa de câmbio iene-dólar entre 1970-2000

Gráfico 4. Taxas de juros japonesas entre 1977-1985

Gráfico 5. Índice de preços de propriedade residencial no Japão

Gráfico 6. Massa de trabalho japonesa ativa (15-64 anos)

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Expectativas sobre as taxas de juros de 10 anos (após YCC)

Figura 2. Curva de juros futuro para os títulos japoneses (JGB)

Figura 3. A expectativa de inflação contra seu prêmio de risco

Figura 4. Regressão da diferença de juros dos títulos americanos e japoneses e as médias móveis de 21 e de 90 dias da taxa de câmbio

Figura 5. Taxas de juros de curto prazo no mercado de reservas bancárias

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Volume de negociação dos principais instrumentos na JPX (Japan Exchange Group)

INTRODUÇÃO

Este trabalho tem como objetivo avaliar a condução da política monetária japonesa em suas transformações e respostas na história econômica recente do país, de modo a compreender os resultados alcançados no aprimoramento dos canais de transmissão monetários exigidos pela globalização dos mercados e pela crescente influência das expectativas sobre a economia. Trata-se de um estudo de caso, de natureza explicativa, com abordagem mista (qualitativa e quantitativa).

Com a escolha do Japão para análise, buscou-se uma representação que concentrasse seus esforços no desenvolvimento da política monetária como o principal meio de recuperação econômica. Embora o país ainda permaneça em uma condição extremamente particular – com baixas taxas de juros e de inflação e alto endividamento público –, os avanços para remodelar as expectativas contra uma tendência doméstica que petrifica a política monetária também obtiveram êxito e mostraram-se como um ponto central do aprendizado para manutenção monetária na nova dinâmica econômica deste século, cuja produção torna-se cada vez mais intangível, com custos marginais próximos de zero, e sob preferências de consumo e liquidez que mudam com maior velocidade.

O primeiro capítulo trará uma visão da história econômica recente do Japão, identificando pontos de mudança que influenciaram situações e comportamentos que se sucederam. Menos do que uma relação de eventos encadeados, propõe-se neste capítulo uma combinação de fatores decisivos do passado econômico japonês, ainda que o fio condutor seja o tempo. O segundo capítulo explicará em mais detalhes o funcionamento da política monetária e como ela é realizada, entre os meios mais e menos tradicionais, no Japão, hoje. A análise das políticas monetárias japonesas se realizará em três níveis, evitando o caráter longitudinal já aplicado ao primeiro capítulo: (i) a percepção da autoridade monetária, (ii) a percepção do mercado como reflexo e antecipação às políticas econômicas e (iii) a percepção e reação destes dois aos eventos globais. Por fim, no terceiro capítulo, será avaliado o funcionamento dos mercados mais diretamente impactados pelo movimento da taxa de juros, neste contexto recente, conjuntamente a um panorama de suas respostas monetárias ao longo da curva de juros. Dessa forma, procura-se medir a sensibilidade e eficácia das políticas monetárias nesta economia particular de eventos inéditos.

CAPÍTULO 1 – O PANORAMA ECONOMICO RECENTE DO JAPÃO

As razões de uma profunda transformação no curso da economia japonesa não são explicadas no seu processo de amadurecimento econômico do pós-guerra. Pelo contrário, encontra-se lá uma conjuntura financeira, monetária e macroeconômica sobremaneira distintas. O fato é de que toda e qualquer investigação sobre as raízes da condição japonesa atual não pode prescindir de um olhar dedicado à compreensão histórica de sua economia nos últimos 50 anos, sobretudo ao período anterior às mudanças econômicas irreversíveis. Dessa forma, este primeiro capítulo se propõe a analisar o histórico econômico do Japão, da segunda metade do século passado até os dias de hoje, no curso de suas decisões monetárias e fiscais e circunstâncias geopolíticas.

1.1 O SISTEMA FINANCEIRO JAPONÊS ENTRE OS ANOS 1950-1970

Durante muito tempo, o Japão cultivou a circunspeção no comando institucional e monetário. No período pós-guerra até meados da década de 1970, regulações estritas impediam a incorporação de bancos comerciais por bancos de investimento (e vice-versa) — de modo semelhante à lei americana *Glass-Steagall*, que evitava fortalecer conglomerados especulativos e promovia acesso a linhas de crédito bem embasadas e condizentes com o perfil de dívida de cada firma. Nestes anos, o mercado de títulos era insular e a emissão de ações muito dificultada (Hoshi e Kashyap, 2024). Neste particular Sistema Financeiro, a dependência dos bancos privados para com o Banco Central permitia vantagens ao Governo Japonês no que diz respeito à influência dos juros no mercado secundário de crédito, uma vez que subjugava diretamente o controle de liquidez dos bancos à autoridade monetária. Os instrumentos de política monetária restringiam-se basicamente a duas direções: operações de redesconto do Banco Central com os bancos japoneses e o financiamento da dívida pública através da aquisição obrigatória de títulos também por estes bancos. A emissão de títulos era, portanto, integralmente absorvida pelos bancos no mercado primário, ao mesmo tempo que a poupança das famílias e as demandas por capital (investimento produtivo) eram igualmente centralizadas nessas instituições.

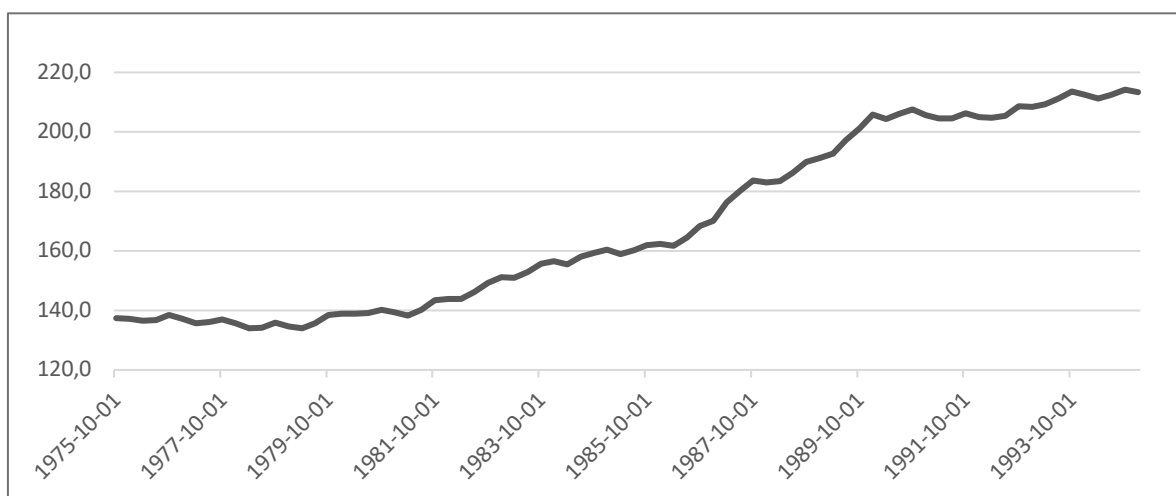
Na segunda metade da década de 1970, contudo, em força do segundo choque do petróleo, com seu impacto no nível de preços, e do aumento do ritmo das exportações, o Governo japonês se viu em uma necessidade de diminuir suas barreiras monetárias. De início, pelas entradas de divisas decorrentes das exportações, que imporiam ao país uma gradual valorização do câmbio doméstico e uma baixa liquidez do Iene para conversão, em seguida,

pelas pressões internacionais sobre a dificuldade de contratação de passivos (Levi, 2023, p. 50). Este processo ocorreu com o aumento considerável da emissão de títulos públicos e a abertura do mercado secundário para sua negociação, além do reconhecimento legal de outros instrumentos financeiros, domésticos e estrangeiros. Em função disso, também houve uma maior participação de instituições no sistema de crédito, enfraquecendo o domínio de instituições financeiras maiores sobre instituições financeiras menores (Beason e James, 1999, p.42). Logicamente, uma maior oferta de títulos públicos implica diminuição do seu preço unitário que reflete, por último – devido à aplicação do cálculo de deságio sobre o valor de face do papel – em um aumento dos juros ligados a ele.

Ao final da década de 1970, embora a economia japonesa já apresentasse sinais de lenta recuperação, com um nível elevado de exportações, o Banco do Japão julgou ser apropriada uma redução das taxas de redesconto, sobretudo pela baixa resposta do consumo doméstico em um cenário global de tendência à estabilidade dos preços. A decisão foi tomada em busca de uma recuperação mais sólida, ainda que num ritmo mais lento

Inicia-se a década de 1980 em uma combinação perigosa, portanto: uma demanda por crédito borbulhante, uma oferta concentrada nas instituições financeiras, e uma política de juros decrescente. Isso resultou em uma inédita e potente alavancagem das empresas japonesas com o crédito bancário, com a premissa de controle exclusivo dos bancos privados para alocação dos recursos para investimento. Conforme demonstra o gráfico 1, a seguir, o total do crédito privado japonês, excluindo o setor financeiro, saiu de aproximadamente 140% do PIB em 1980 para 205% em 1989.

Gráfico 1. TOTAL DE CRÉDITO DESTINADO AO SETOR PRIVADO (EXCLUINDO O SETOR FINANCEIRO)



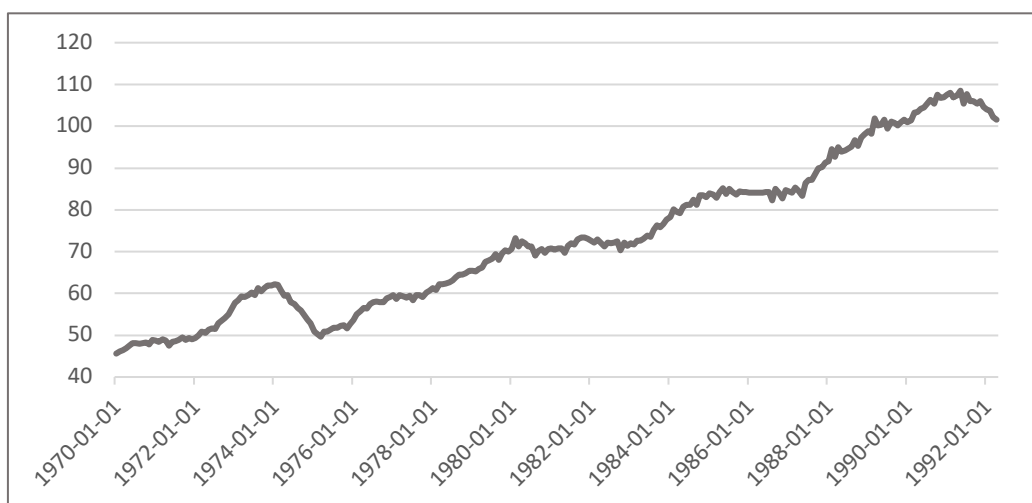
FONTE: Federal Reserve Economic Data; elaboração própria (15/12/2024)

Faz-se necessário neste ponto retornar a análise sobre um dos principais reflexos dessa alavancagem de crédito, um grande catalisador às transformações e respostas econômicas japonesas desse período, cujo êxito permitiu às transações correntes do balanço de pagamento japonês altíssimos superávits: o plano produtivo da década de 1980.

1.2. O PLANO PRODUTIVO JAPONÊS E O ENDIVIDAMENTO PRIVADO

A produção industrial japonesa foi, nos anos 1980, uma das maiores e mais sofisticadas do mundo. Entre os anos de 1980-1990, segundo a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento (OCDE), a produção industrial agregada japonesa cresceu cerca de 50%. Deste fato não se deduz somente o crescimento produtivo do país na época, mas também um desenvolvimento tecnológico, inerente a este processo, uma vez que a produção japonesa já concentrava seus esforços no caminho à indústria leve, com a fabricação de carros, computadores e outros itens eletrônicos. O índice de produção industrial registra um aumento exponencial a partir da década de 1980, conforme expressa o gráfico abaixo.

Gráfico 2. ÍNDICE DE PRODUÇÃO INDUSTRIAL (EXCLUINDO SETOR DE CONSTRUÇÃO)



FONTE: Federal Reserve Economic Data; elaboração própria (17/12/2024)

A celeridade com que a produção industrial e a tecnologia japonesa haviam crescido guardava suas explicações elementares na forma como o sistema de crédito japonês se ligava ao investimento produtivo antes e depois da segunda metade da década de 1970, conforme abordado anteriormente. Este processo de endividamento das firmas japonesas ao longo dos anos foi naturalmente convertido em uma especialização da indústria, através do investimento em *P&D* (*Pesquisa e Desenvolvimento*) e construção de reservas das firmas, exercitando a sofisticação e a competitividade das empresas japonesas no período. O plano produtivo japonês em curso nos anos que antecederam a crise já subjuguava a produção de insumos e matéria bruta aos países periféricos, fomentando a sinergia produtiva de uma Economia de Escopo e escalando sobremaneira a especialização da indústria eletrônica. Isso não impedia, no entanto, que o progresso técnico fosse capilarizado ao longo da cadeia produtiva japonesa.

As empresas japonesas estabeleceram "redes de produção regional internacionalizada", na eletrônica e na automobilística, não apenas nas áreas do Nafta e da futura União Europeia, como na própria Ásia (Canuto, 1994). No caso asiático, percebia-se com ainda maior clareza uma divisão regional do trabalho embutida em tais redes, reservando ao núcleo duro japonês os segmentos mais nobres de componentes e equipamentos críticos, provisão de tecnologia etc., enquanto atividades de fabricação intensiva em mão-de-obra qualificada e de montagem não-qualificada eram transladadas aos vizinhos, de acordo com os estágios de desenvolvimento industrial destes. (CANUTO, 1999, p.32)

1.3. ANTECEDENTES DA CRISE: O ACORDO DE PLAZA

A situação econômica na primeira metade da década de 1980 mantinha-se, artificialmente, controlada, sobretudo, com relação à emissão de dívida pública. Dois eventos catalisaram, no entanto, a crise financeira: o Acordo de Plaza e a bolha imobiliária. No ano de 1984, em Nova York, em razão de um esforço de recuperação à recente recessão americana (advinda dos desarranjos do segundo choque do petróleo) e de pressões para o protecionismo sobre as crescentes exportações japonesas, Estados Unidos, Japão, Alemanha, França e Reino Unido assinaram um acordo que determinava uma desvalorização gradual do Dólar frente às moedas destes países. Este processo no Japão foi realizado através da adoção de uma política cambial para importação de dólares, ilustrada no gráfico 3.

Gráfico 3. TAXA DE CÂMBIO IENE-DOLAR ENTRE 1970-2000

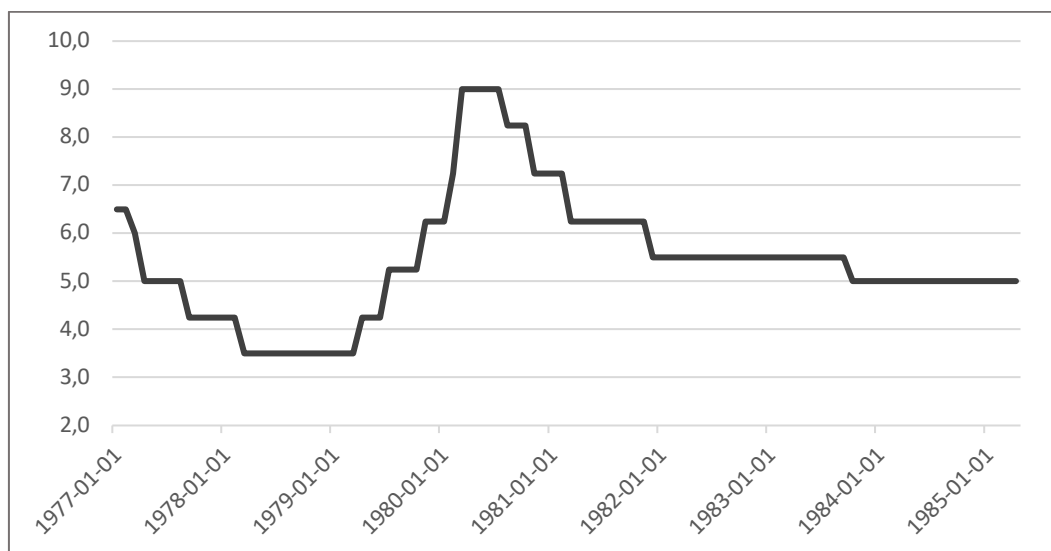


FONTE: Federal Reserve Economic Data; elaboração própria (17/12/2024)

Conforme esperado, a valorização do iene contra o dólar não fez somente desacelerar as exportações japonesas, como também estimulou os agentes econômicos ao uso da moeda estrangeira. Paralelo a isso, conforme mencionado anteriormente, o Japão vinha reduzindo suas

taxas de juros à medida que emitia títulos no mercado com o objetivo de equilibrar os efeitos recessivos que a alta do iene deveria impor à sua economia, como ilustra o gráfico 4.

Gráfico 4. TAXAS DE JUROS JAPONESAS ENTRE 1977-1985



FONTE: Federal Reserve Economic Data; elaboração própria (19/12/2024)

Ocorre neste ponto a necessidade de explicitar outra razão pela qual o déficit no balanço de pagamentos japonês se acentuava: embora as exportações do país ainda estivessem em níveis superiores às importações, o superávit das transações correntes não era suficiente para financiar as aquisições líquidas de ativos estrangeiros feitas por agentes domésticos. Estas aquisições tinham seu fomento sobretudo na grande valorização dos papéis no mercado acionário, por dois motivos: (i) havia uma grande demanda reprimida por novas opções à poupança, antes pelas barreiras à entrada no mercado de capitais japonês, (ii) uma menor recompensa dos títulos à recusa da liquidez, com a queda dos juros (Levi, 2023, p. 53).

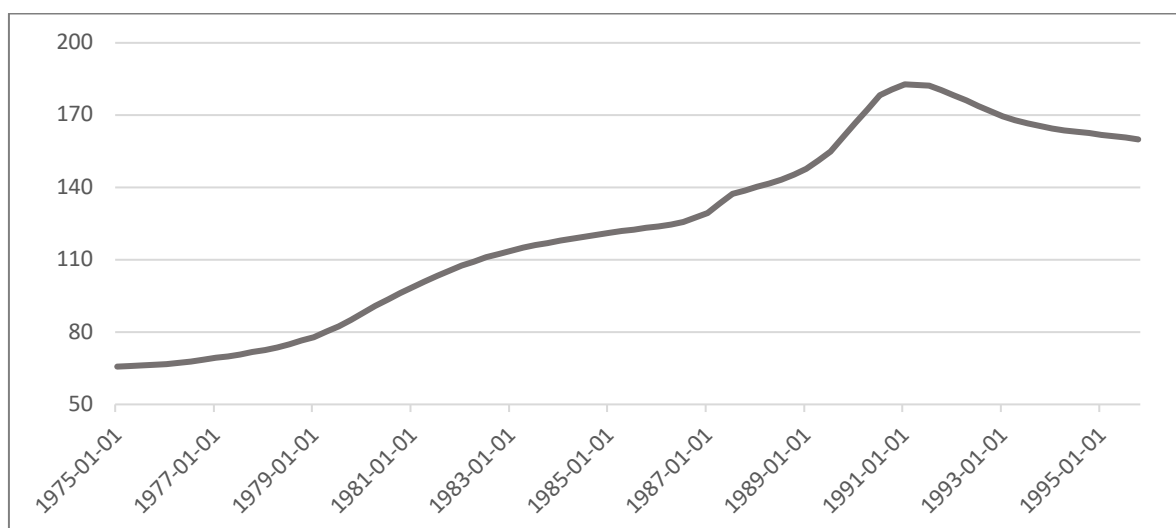
1.4. ANTECEDENTES DA CRISE: A BOLHA IMOBILIÁRIA

Com efeito, o mercado acionário se viu fortemente aquecido na segunda metade da década de 1980. O índice da bolsa de valores de Tóquio registrou em 4 anos cerca de 197% de aumento. Neste ambiente de altas expectativas, com o relaxamento institucional financeiro combinado à abertura comercial posta pelo Acordo de Plaza, a atuação do setor de crédito em

ampliar seu acesso promoveu um efeito de relaxamento também no comportamento dos agentes econômicos, que se adaptaram conforme a sua liberalização.

Entre os segmentos atingidos por essa *moral hazard*¹, no mercado imobiliário se deu uma irresponsável permissão para alavancagem sem consistência, sobretudo em companhias de financiamento imobiliário, que tomaram para si uma grande dívida. Há, todavia, um aspecto particular no que se refere ao segmento imobiliário no Japão: a densidade demográfica japonesa. A parte habitável do Japão corresponde a apenas um quarto da sua área total — de aproximadamente 378 mil quilômetros quadrados (Levi, 2023, p.53). Em razão dessa menor oferta, os preços dos imóveis no Japão carregam em si uma tendência natural a níveis mais altos. Noção essa que contribuiu para o aumento de ativos financeiros imobiliários em carteira dos bancos. Conforme mostra o gráfico 5, já em meados do ano de 1985, o preço dos imóveis e ativos imobiliários se descolava de qualquer realidade que pretendesse justificar essa descomunal elevação.

Gráfico 5. ÍNDICE DE PREÇOS DE PROPRIEDADE RESIDENCIAL NO JAPÃO



FONTE: Federal Reserve Economic Data; elaboração própria (19/12/2024)

Ainda na década de 1980, o Japão continuava com uma balança comercial superavitária, com exportações que alcançavam os 200 bilhões de dólares em 1986, crescendo cerca de 60

¹ Comportamento de maior propensão a risco influenciado pela sugestão (ou meio) de que haverá a isenção total ou parcial da responsabilidade de um agente sobre as consequências negativas de suas ações. Geralmente ocorre sob um fluxo de informação assimétrico.

bilhões dois anos depois, identificado junto às transações correntes na tabela 1. Assistia-se, no entanto, a uma contradição econômica impetuosa: se de um lado a balança comercial registrava fortes superávits, o passivo líquido do Japão junto aos bancos crescia num ritmo ainda maior.

De acordo com Nakao (1995, p.63), o passivo líquido do Japão junto a bancos localizados no Reino Unido cresceu 3,2 vezes entre 1985 e 1990, contra 1,5 vezes entre 1980 e 1985. Com relação a bancos localizados nos Estados Unidos, o passivo líquido japonês cresceu 4,5 vezes no período recente (1985/1990), contra apenas 1,6 vezes no período anterior. (LEVI, 1999, p.17)

1.5. A CRISE JAPONESA

No Japão, a eclosão da crise ocorreu em 1989, quando a autoridade monetária agiu contra a continuação das expectativas, subindo a taxa de redesconto. Naquele momento, o acesso a liquidez dos bancos com o Banco Central estava dificultado. Os bancos endividados em moedas estrangeiras reduziram, por sua vez, a oferta de crédito aos diversos setores, sobretudo o mais alavancado: o imobiliário (Nakao, 1995, p.64). Sem o fôlego das especulações, o mercado de ações se vê em queda, num ritmo veloz tal qual foi outrora sua subida. No mercado de câmbio, as reservas em Ienes passaram a se desvalorizar frente ao Dólar e afetaram, por conseguinte, a conversão de todos os valores recebidos de crédito, bônus de ações, títulos e financiamentos contratados na moeda japonesa. Na primeira metade da década de 1990, o Banco Central do Japão junto ao Ministério das Finanças organizou operações de reestruturação financeira aos bancos privados, cujas atividades tornaram-se insustentáveis do ponto de vista comercial, devido ao enorme volume de empréstimos não-realizados (*non-performing loans*) em suas carteiras. (Levi, 2023, p.61)

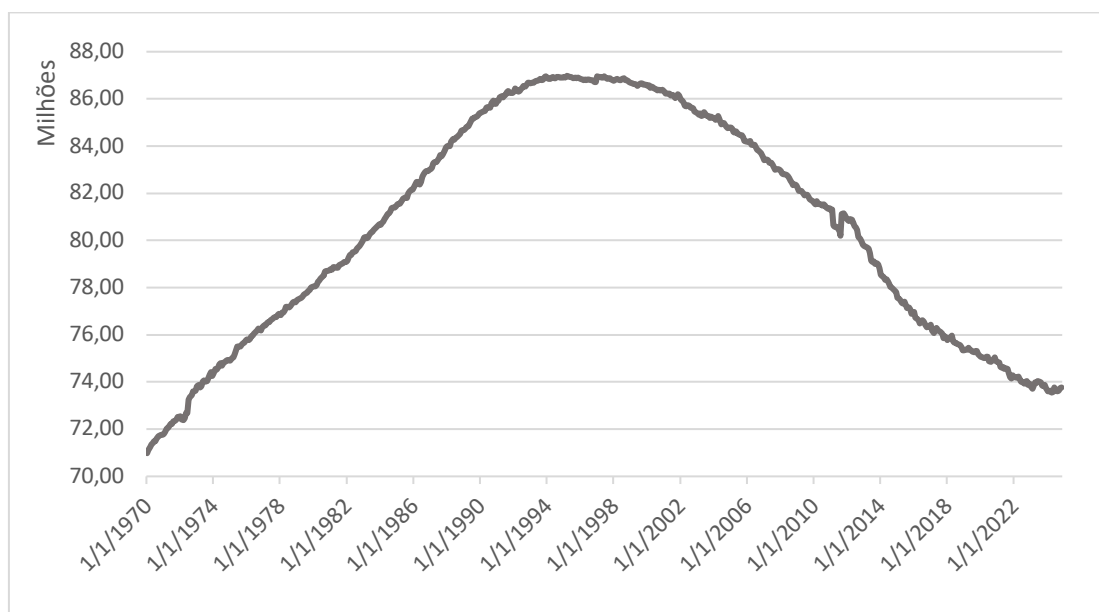
Na década de 2000, a economia japonesa à medida que se recuperava dos efeitos recentes da crise assistia ao começo de uma deflação persistente, com as expectativas agindo na forma de um consumo em queda. Neste ponto, iniciam-se esforços de revitalização do mercado de crédito secundário, através de uma agressiva política monetária expansionista: que agia na diminuição das taxas de juros e aumento dos gastos. Era o começo de um caminho do endividamento público. Com a crise de 2008, o consumo foi ainda mais retraído, haja vista a incerteza global, assim como, uma valorização do Iene, com a busca por uma alternativa à moeda americana, levando por último a uma queda nas exportações.

1.6. OS ÚLTIMOS ANOS E O ENDIVIDAMENTO PÚBLICO

Nos anos de 2010, voltaram ao plano financeiro japonês as preocupações sobre o envelhecimento da população (como ilustrado no gráfico 6), cujo reflexo atingiria as contas públicas nos gastos com seguridade social e, portanto, a sustentabilidade fiscal do país. Este fato combinado à diminuição gradual das taxas de juros fez com que, nos anos seguintes, a dívida se tornasse o centro dos debates sobre a necessidade de reformas.

Em razão também da necessidade de estímulos econômicos voltados para a intensificação do consumo, já sob taxas de juros muito baixas, a política monetária parecia se enrijecer: não havia mais espaço para o movimento monetário expansionista e o estímulo econômico de liquidez, considerado uma medida usada para momentos de recuperação, havia se tornado uma política comum e agora imprescindível.

Gráfico 6. MASSA DE TRABALHO JAPONESA ATIVA (15-64 ANOS)



FONTE: Federal Reserve Economic Data; elaboração própria (25/01/2025)

De lá até aqui, contudo, as atuações monetárias sobre a economia japonesa parecem concentrar seus esforços na sugestão da preferência pela liquidez dos agentes, buscando na atuação sobre as expectativas de longo prazo dos agentes e das famílias, um caminho inverso: se o nível do consumo parece petrificado sob estímulos de liquidez, um ajuste de prazo na poupança (o consumo futuro da contabilidade social) poderia desmontar a rigidez dos baixos

níveis de consumo. No cenário recente, a economia japonesa pareceu responder mais aos eventos globais quando comparada à última década, em 2023. De acordo com o Banco Mundial, o índice de preços anual registrou cerca de 3,26%, o maior valor desde 1991, sobretudo pelos desarranjos das cadeias produtivas no período pandêmico que onerou a indústria de bens-duráveis mais do que os serviços e a guerra entre Rússia e Ucrânia que desestabilizou um quarto da oferta de petróleo do mundo. Mesmo assim, a circunspeção monetária permaneceu, com um aumento da taxa de redesconto de 0,5% ao ano. O fato ajuda a compreender quanto a decisão econômica foi assimilada pela expectativa de longo-prazo. Faz-se necessário entender, e a isso se dedicará o próximo capítulo, como atua o Banco Central do Japão nesta condição econômica particular.

CAPÍTULO 2 - A POLÍTICA MONETÁRIA

Entende-se por política monetária o conjunto de ações adotadas por autoridades monetárias (banco central) para controlar as taxas de juros e a oferta de moeda – doméstica e estrangeira. De modo geral, as principais considerações teóricas com relação à importância da política monetária e a capilarização de seus efeitos na economia real cingem o ajuste do nível de preços, o produto e o emprego, haja vista o seu principal instrumento (a taxa de juros), o mais influente meio de ação de toda a economia, sobretudo pela sua razão de equilíbrio entre o nível de moeda e a propensão à liquidez, como também seu impacto direto na estrutura de crédito, consumo, investimento e poupança. Identificar em que grau está a política monetária submetida às expectativas sobre a política monetária japonesa é o objetivo deste capítulo.

2.1. O USO DOS CANAIS DE TRANSMISSÃO MONETÁRIOS

Operacionalmente, através da aplicação das estratégias monetárias, temos mecanismos mais e menos convencionais, hoje, entre os países desenvolvidos, como operações de mercado-aberto, manutenção da taxa das reservas compulsórias, operações de redesconto, e, mais recentemente, o QQE (*quantitative and qualitative easing*) e o *forward guidance* (guia das expectativas). Não obstante, com muita circunspeção monetária, o Japão também realiza estratégias ao longo da curva de juros futuro (*Yield Curve Control*), embora a decisão estratégica mais eficiente esteja inevitavelmente associada às condições econômicas do período. Após a crise dos anos 1990, dentro da estratégia do *forward guidance*, uma explicação

das escolhas de instrumentos monetários sobre o funcionamento do mercado de títulos do governo japonês tornou-se uma excelente forma de ancoragem das expectativas. Atualmente, com a baixa resposta a estímulos da economia japonesa, o Banco Central adota uma posição mais expansionista, tensionando a redução das taxas de juros reais a fim de provocar um (controlado) choque nos níveis de preços.

Com a introdução do QQE em 2013, a qualidade dos ativos que passam a compor o balanço do Banco Central (*qualitative easing*), para além da sua expansão (*quantitative easing*), mudou o foco dos agentes no mercado de capitais e de títulos para as expectativas relacionadas à política monetária. Fatores como oferta e demanda de títulos (relativas ao mercado aberto) ficaram em segundo plano na definição de preços e juros de mercado. De acordo com estudos recentes realizados pelo próprio Banco Central japonês (Bank of Japan, 2016), a compra de títulos públicos no mercado secundário levou na época a um aumento do volume de transações — o que inicialmente era esperado —, mas, à medida que o Banco Central concentrava uma parcela significativa dos títulos em circulação, a oferta disponível para negociação entre investidores privados começou a diminuir. Quando a participação do Banco japonês no mercado ultrapassou metade do estoque total de títulos, a liquidez deteriorou-se significativamente, criando uma relação de dependência entre o mercado para com as operações do próprio Banco.

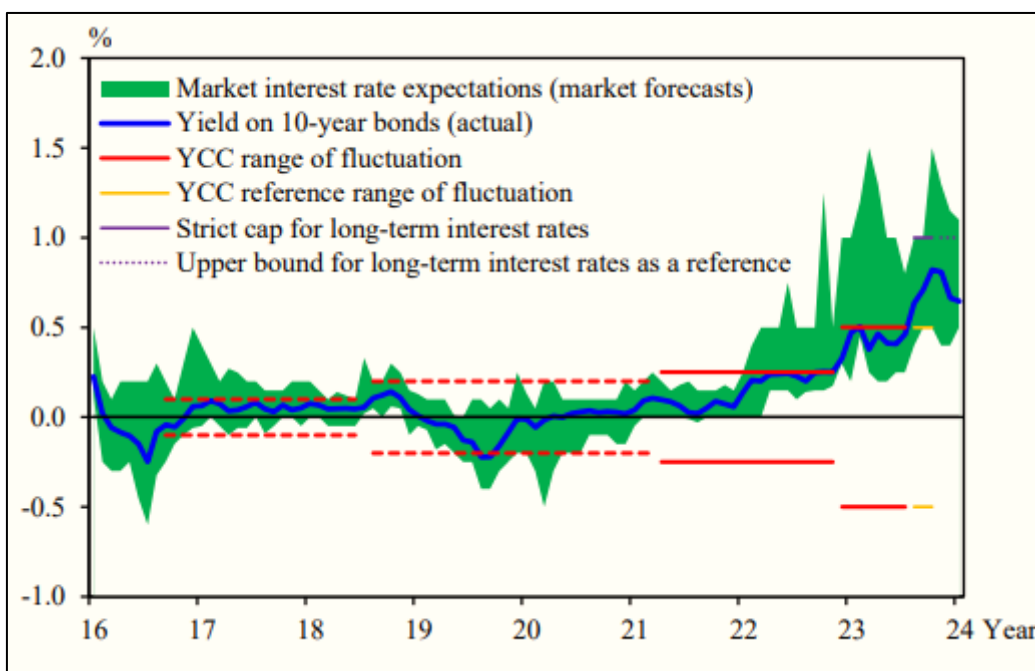
Admitido pelo próprio Banco Central japonês, o efeito contraintuitivo desta política é um claro exemplo da complexidade da condução da política monetária: enquanto o fluxo inicial de compras buscava promover a liquidez e, combinado a isso, diminuir a taxa de juros de mercado, a concentração de títulos nas mãos do Banco Central limitou a disponibilidade de papéis, afetando a atividade de negociação, diminuindo a liquidez. O mesmo ocorreu com *spreads Bid-Ask*², um indicador-chave de liquidez. A compra de títulos pelo Banco Japonês inicialmente reduziu os *spreads*, indicando maior eficiência na precificação e menor custo de transação para os participantes do mercado, porém mais adiante, observou-se um alargamento não-linear dos *spreads*, haja vista a concentração de títulos e ativos sob a autoridade monetária japonesa. Este descolamento entre os preços de compra e venda é outra evidência do impacto negativo desta política com relação às variações de preços do mercado. Similar ao que havia sido praticado durante o período de circunspeção econômica na primeira metade do século

² Spread Bid-Ask é a diferença entre o preço de compra e de venda de um ativo no mercado de títulos e de capitais, em que Bid se refere ao preço máximo que um comprador está disposto a pagar, e Ask o preço mínimo que um vendedor está disposto a vender

passado, encontra-se aqui uma repetição dessa tendência de concentração de títulos pela autoridade monetária.

Em 2016, no mesmo ano em que traz a taxa sobre o excedente das reservas bancárias para abaixo de zero – uma tentativa heterodoxa e inédita de expansão monetária, remunerando (ao contrário das economias do mundo) a não-recusa pela liquidez –, o Banco Central do Japão adota no trato de sua política monetária doméstica outro instrumento não convencional: o controle da curva de juros futuro (*Yield Curve Control*). A curva de juros futuro representa as taxas de juros esperadas pelo mercado para diferentes prazos, sendo construída a partir dos preços dos contratos de juros futuros negociados no mercado de capitais. Assim, o controle da curva de juros futuro tem como objetivo guiar os participantes no ajuste de suas expectativas dentro da faixa de oscilação definida pela atuação do Banco Central. De imediato, as operações de compras a taxas fixas e o aumento das participações do Banco Japonês em títulos específicos levaram a distorções descendentes na curva de juros futuro. A figura 1 apresenta evidências de como inicialmente a curva de rendimento desviou-se das projeções do próprio Banco Central, dificultando a interpretação das condições de mercado.

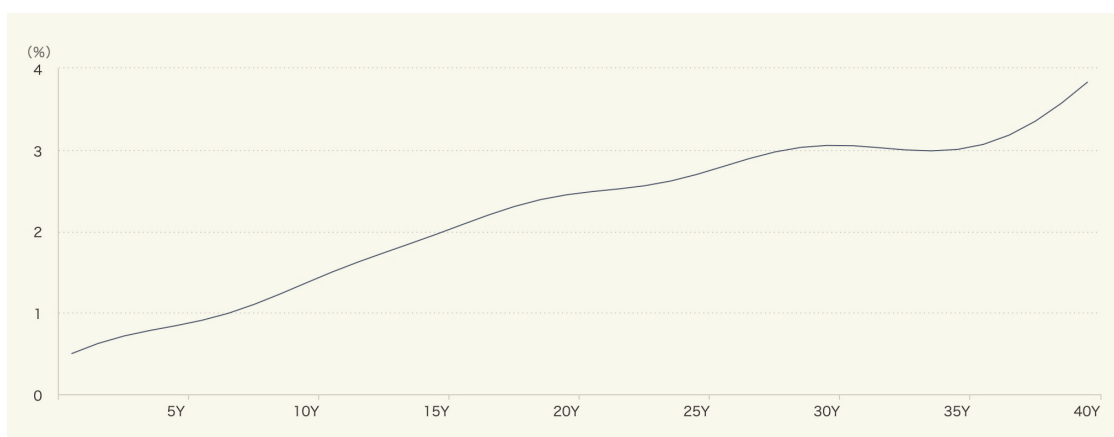
Figura 1. EXPECTATIVAS SOBRE AS TAXAS DE JUROS DE 10 ANOS (APÓS YCC)



FONTE: Bank of Japan (20/10/2024)

Observa-se na figura 1 como as previsões dos agentes (em verde) desenham uma maior amplitude que desloca a trajetória dos juros para os títulos de 10 anos para cima, isto é, para fora das bandas de flutuação do intervalo da YCC, indicando um primeiro ajuste das expectativas sobre a política monetária focada na manutenção da curva de juros futuro. Aqui pode-se encontrar que, inicialmente, as expectativas guiam as escolhas monetárias até que esta ordem seja invertida. Quando comparada com a curva de juros futuro dos títulos japoneses mais recentemente, nota-se uma maior convergência das expectativas às ações do Banco Central, como demonstra a figura 2.

Figura 2. CURVA DE JUROS FUTURO PARA OS TÍTULOS JAPONESES (JGB)



FONTE: Japan Bond Trading Co. (06/05/2025)

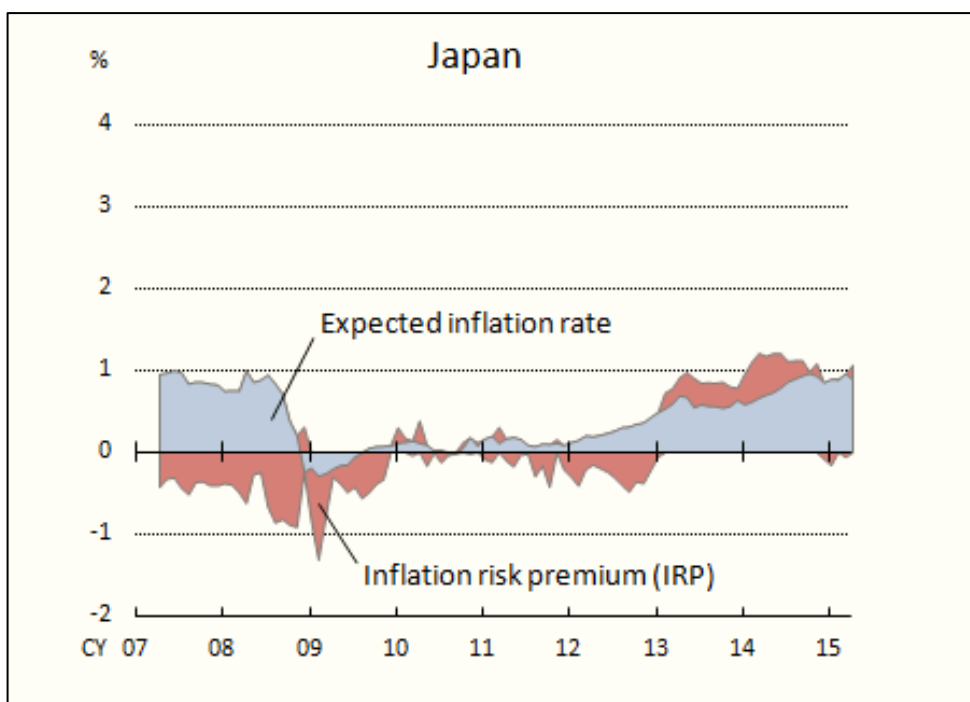
A curva apresenta um comportamento ascendente, não-achatado. Isso indica um comportamento mais linear e, portanto, mais previsível dos agentes (internos e externos), além de corroborar com a comprovação de eficácia das políticas monetárias na tentativa de influenciar e conduzir o movimento das taxas de juros.

2.2. A PERCEPÇÃO DE RISCO E A SUA INFLUÊNCIA MONETÁRIA

Pode-se extrair, portanto, um outro ponto relevante às análises de previsão monetária: as políticas menos tradicionais (se o critério que as define for o seu tempo de uso) afetam com mais previsibilidade a funcionalidade dos mercados de reservas bancárias, de capitais e, por último, a economia real (como as consequências entre o *forward guidance* e as operações ao

longo da curva de juros demonstraram). Um estudo do Banco Central de 2015 sobre o prêmio de risco da inflação, extraído também a partir das curvas de rendimento nominais e reais, mostrou um aumento do prêmio de risco, a partir de 2013, proporcionalmente maior ao aumento da inflação que pareceu refletir ao início do QQE através da compra de títulos governamentais de longo prazo, como ilustra a figura 3.

Figura 3. A EXPECTATIVA DE INFLAÇÃO CONTRA SEU PRÊMIO DE RISCO



FONTE: Imakubo e Nakajima - Bank of Japan (25/01/2025).

A forma como a inflação passou a exigir um maior prêmio de risco revela, portanto, isto: o uso de políticas monetárias não-convencionais direcionou a economia japonesa rumo a uma teia de expectativas mais previsíveis, cujo risco do aumento de preços é levado em conta na recompensa pela recusa à liquidez. Tem-se muito claramente, na figura 3, uma diferença entre a expectativa de inflação dos agentes e o seu prêmio de risco antes e depois de 2013. Para além das consequências econômicas da adoção da política econômica do QQE, é preciso, também, observar como é o mercado de capitais japonês em seus instrumentos e volume de negociação, a fim de entender como nele se refletem as expectativas e previsões domésticas e estrangeiras.

Tabela 1 - VOLUME MÉDIO DE NEGOCIAÇÃO DIÁRIA DOS PRINCIPAIS INSTRUMENTOS NA JPX

ATIVOS	2019	2020	2021	2022	2023
Ações à Vista (JPY Trilhões)	3,1	3,5	3,8	3,8	5,0
Futuros de TOPIX (contratos)	121.034	101.917	96.293	104.415	111.051
Futuros de Nikkei225 (contratos)	232.821	199.383	174.933	192.187	192.001
Opções de Nikkei225 (JPY Bilhões)	26,8	26,5	23,6	25,7	26,3
Futuros JGB 10Anos (contratos)	39.640	29.090	33.320	32.191	41.737

FONTE: Japan Exchange Group; elaboração própria (05/02/2025)

Os instrumentos mais negociados têm em comum o ativo subjacente do índice da bolsa japonesa (sobretudo a *Tokyo Stock Exchange*, embora o Japão conte com dois ambientes de negociação, sendo a *Osaka Stock Exchange* o segundo). Esses instrumentos podem ser considerados como um termômetro impreciso, mas global da economia doméstica. Os instrumentos associados à taxa de juros (como os futuros) também possuem alto volume de negociação, conforme mostra a tabela 1. Com relação a esses últimos, percebe-se imediatamente que, a partir de 2022, com o aumento das taxas globais de juros e as mudanças nas expectativas inflacionárias no Japão, o volume de negociação superou os níveis pré-pandêmicos potencializando a liquidez de mercado necessária, o que não ocorreu nos outros instrumentos (com exceção das ações à vista, fenômeno que pode ser respondido diretamente pela entrada de novos investidores).

Nota-se uma influência clara do controle da curva de juros futuro (YCC) sobre as expectativas de médio-longo prazo pelo seu volume de negociação. O movimento inédito observado na figura 3 (de convergência das expectativas com o prêmio de risco no Japão) é, no

entanto, conjunto: uma tendencia global, porém, impulsionada pelas práticas monetárias não-convencionais japonesas, e não pode ser dissociado.

CAPÍTULO 3 – O FUNCIONAMENTO DOS MERCADOS E A CURVA DE JUROS

Neste novo desenho, surge a necessidade de um exercício de compreensão – e a isso se dedicará este capítulo – de avaliar o comportamento dos agentes econômicos (externos e internos) no processo de percepção e reação econômica no funcionamento dos mercados.

3.1. O FUNCIONAMENTO DOS MERCADOS DE CRÉDITO E CÂMBIO

Neste involucro econômico especial, os mercados não são insulares. Evidentemente que, nada os torna insulares em uma economia globalizada. Porém, destacam-se algumas particularidades: o mercado de crédito japonês ainda guarda algumas lições do seu passado de circunspeção monetária através de uma alta estrutura hierárquica financeira, com uma cadeia de responsabilidade que começa em bancos maiores e se capilariza em bancos locais, permitindo uma especificidade do crédito para cada demanda, o que condiz, aliás, com a complexidade financeira do país.

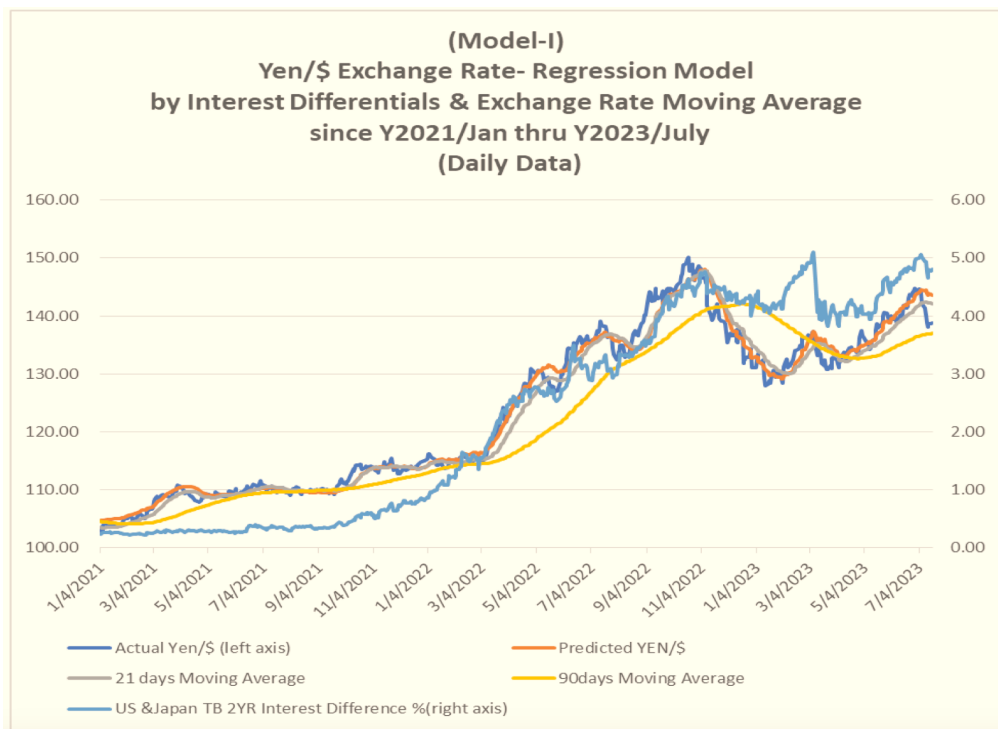
À medida que se analisa o sistema de crédito numa perspectiva de amplitude global, é possível destacar algumas ações mais comuns, como é, por exemplo, a ligação entre as firmas e os bancos. Empresas com grande demanda por crédito tendem a adquirir múltiplos vínculos com diferentes bancos, recorrendo à diversificação, enquanto, entre as firmas menores, em maior quantidade, há uma preferência em manter empréstimos com um único banco, uma distribuição de conectividade sem escalas que revela um mercado de crédito altamente segmentado, com poucas empresas dominando a maior parte das relações financeiras (Stiglitz et al, 2011, p.9). Pode-se deduzir um traço irracional das expectativas locais neste mercado pela forma em que se estabelece a relação entre os agentes no sistema de crédito. Se por um lado, tem-se um polo de força, demandante por crédito, concentrado em poucas firmas e heterogêneo – pois distribui seu risco em múltiplos bancos –, por outro, encontra-se um polo local de comportamento mais conservador e homogêneo que reafirma o peso das expectativas domésticas não pelo ponto de vista lógico (de aversão a risco – que levaria a um comportamento semelhante ao das grandes firmas na diversificação do credito), mas cultural, porque apresenta

um traço de preferência contra às incertezas não justificado ao manter empréstimos com apenas um banco.

Em comparação, o mercado de câmbio, desde que o processo de desvalorização da moeda japonesa se inicia, após o Acordo de Plaza, sempre operou com uma disparidade crescente quando comparada ao ano anterior com maior previsibilidade. A intensificação desse espiral de perda de valor da moeda também pode ser entendido pelos esforços monetários de cada período, em conjunto com a previsão e expectativas dos agentes. Em um estudo econométrico recente, patrocinado pelo Banco Central japonês, foi constatada a influência de quatro variáveis sobre a taxa de câmbio entre o dólar americano e o iene japonês: a taxa de juros do título do Tesouro dos EUA de dois anos, a taxa de inflação e as médias móveis da taxa de câmbio (de vinte um e de noventa dias). Mais do que isso: concluiu-se que as variáveis preditoras foram grandes responsáveis pela volatilidade diária da taxa de câmbio e estão significativamente correlacionadas com a política monetária dos dois países (Komiya, 2023).

O primeiro modelo desenvolvido no estudo indicou, sob significativo poder explicativo, com alto intervalo de confiança, uma relação endógena entre duas variáveis: a diferença de rendimento dos títulos do Tesouro (2 anos) entre Estados Unidos e Japão e as médias móveis da taxa de câmbio de vinte um e de noventa dias (uma métrica de volatilidade). Ou seja, há uma dependência entre uma variável e o passado de outra, indicando, por último, uma dependência entre a decisão de juros americana (externa) sobre a política monetária japonesa através de sua relação íntima com a taxa de câmbio, como ilustrado na figura 4.

Figura 4. REGRESSÃO DA DIFERENÇA DE JUROS DOS TÍTULOS AMERICANOS E JAPONESES E AS MÉDIAS MÓVEIS DE 21 E 90 DIAS DA TAXA DE CÂMBIO



FONTE: Empirical Study on the Currency Exchange Market - Komiya (17/04/2025)

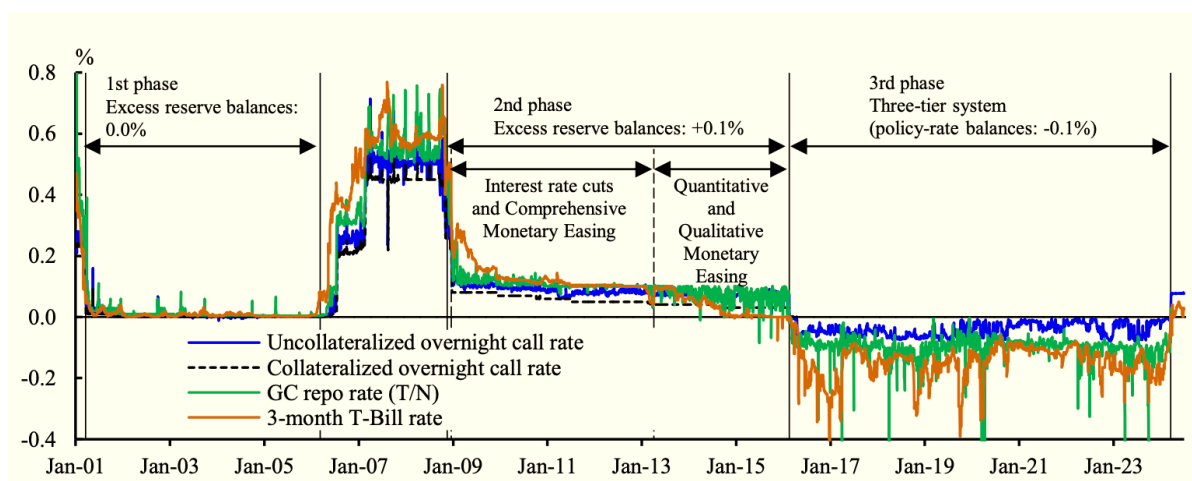
3.2.O FUNCIONAMENTO DO MERCADO DAS RESERVAS BANCÁRIAS

Um outro mercado fundamentalmente ligado aos estímulos monetários é o mercado das reservas bancárias. O histórico de liquidez do Japão pela expansão monetária ao longo dos anos fez com que os bancos privados acumulassem uma reserva muito alta, em um patamar muito superior ao exigido pelas autoridades monetária e financeira. Neste sentido, a trajetória da curva de juros passou pela manutenção e revisão das ações direcionadas a ele. Em qualquer economia, o processo de formação das taxas de juros de mercado passa pela formação das taxas de juros do mercado de reservas bancárias, desde operações de empréstimos interbancários até depósitos compulsórios e trocas de fluxos financeiros junto a autoridades monetárias. Este processo se completa, naturalmente, nas expectativas, pela precificação dos agentes (induzidas ou não por outros fatores).

Nesta ordem, na realização da atividade monetária, espera-se que o mercado das reservas atue no começo da curva de juros, abrindo espaço para ajustes de excesso e necessidade de recursos adiante. O excedente das reservas tem, no entanto, reduzido a relevância deste vão de ajuste e, por esse motivo, o Banco Central japonês tem atuado nos empréstimos interbancários não-colateralizados de curtíssimo prazo – *overnight* (Awai, 2024, p.7).

A principal característica desta modalidade é não haver necessidade de colateralização para o empréstimo. Isso implica, portanto, em um maior risco e uma maior flexibilidade, criando um espaço para os ajustes monetários do Banco Central. A percepção de risco aqui é contrabalanceada na regulação e solidez dos negociadores do mercado das reservas bancárias, bem como a natureza da operação no que se refere ao prazo: empréstimos de 1 dia. A figura 5 ilustra como as diferenças entre as operações de empréstimo interbancário *overnight* com e sem colateral possuem taxas pouco distantes entre si. Isso reafirma a confiança nesta operação alcançada pelos esforços do Banco Central no entendimento das novas condições de mercado.

Figura 5. TAXAS DE JUROS DE CURTO-PRAZO NO MERCADO DE RESERVAS BANCÁRIAS



FONTE: Financial Markets Dept. - Bank Of Japan (17/04/2025)

Observa-se na figura 5, também, o momento em que a autoridade monetária realiza uma ação inédita: determina que a taxa sobre o excedente das reservas seja negativa. Mais do que desestimular os bancos a acumularem reserva junto ao Banco Central, esta medida foi a principal responsável pela popularização dos empréstimos sem colaterais. Uma vez que as instituições financeiras não podiam replicar esse efeito de taxa negativa aos empréstimos ofertados (recursos de terceiros não podem gerar retorno negativo), o volume de empréstimo interbancários com colaterais caiu. Paralelamente, sem melhor alternativa, os bancos menores (regionais ou não elegíveis ao depósito das reservas) passaram a assumir o papel de ofertantes e demandantes de crédito a taxas próximas de zero (Awai, 2024, p. 18).

Assim, os bancos elegíveis ao depósito das reservas puderam ser remunerados pela reserva e seu excedente remunerados a mercado, nas operações de empréstimos sem colateral. Este desdobramento é um exemplo de como a transição da política monetária japonesa para estratégias não convencionais nasce em uma necessidade de alternativas na condução de uma economia complexa, mas passa a construir estruturas que se adaptam ao surgimento de novos mercados ou modalidades – muitas vezes, intensificadas pela própria política inicial, ou seja, uma adaptação a contrarresposta de uma solução monetária.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Não se pode pensar a trajetória econômica e histórica de um país mais linearmente, entre causas e consequências que não se misturam e não trocam de lugar a todo momento, porque, de maneira bem óbvia, isso é irreal. Pode-se, no entanto, estimar um ponto de ruptura, no qual, por uma combinação de fatores explicitados anteriormente, o Japão entrou em uma condição econômica irreversível: a crise de 1990. É neste desenho que trabalha a autoridade monetária japonesa no seu papel de influência e controle da economia.

Um outro aspecto fundamental e inseparável de qualquer análise econômica é a cultura de um povo. Neste caso, embora eventos do passado japonês tenham influenciado determinados comportamentos, foi possível constatar uma conduta cultural de muita circunspeção e modéstia no trato das ações econômicas individuais e conjuntas (isto é, no consumo, nas trocas e nas preferências) praticadas no Japão. Como pudemos demonstrar, o caminho feito pelo Japão rumo ao estudo, desenvolvimento e aplicação de novas práticas e instrumentos monetários não-convencionais, tem-se mostrado mais eficiente na condução monetária e transformação econômica de um país que, também pelas razões explicitadas ao longo deste trabalho, aprofundou-se em uma conjuntura particular, inédita e delicada.

Se, no passado, a introdução da moeda fiduciária deu um primeiro passo em direção a um mundo invisível, agora, em meio à descentralização de registros e transações financeiras e monetárias, a preferências de consumo e liquidez mais inconstantes sob influências simultâneas e globais, a novos modos de produção, intangíveis, com custos marginais que tendem a zero, estamos definitivamente em um novo mundo (ao menos, do ponto de vista econômico). Este cenário foi entendido pelo Japão e o fato de que as estratégias não tradicionais foram mais eficazes à retomada da previsibilidade monetária não é mais incompreensível quando pensado sob o ritmo das metamorfoses da cultura e seus reflexos na economia.

REFERÊNCIAS

HOSHI, Takeo; KASHYAP, Anil. **The Japanese Economy**, 2 Ed. Cambridge, MA: The MIT Press, 2020

CANUTO, Otaviano. **A Crise Financeira Japonesa**, São Paulo, 1999: Instituto de Estudos Avançados da Universidade de São Paulo. Disponível em: <https://www.iea.usp.br/publicacoes/textos/canutocrisejaponesa.pdf>. Acessado em: 20 de agosto de 2024

BAYOUMI, Tamim. **The Morning After: Explaining the Slowdown in Japanese Growth in the 1990s**, Tokyo, 1999: International Monetary Fund. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/The-Morning-After-Explaining-the-Slowdown-in-Japanese-Growth-in-the-1990-s-2885>. Acessado em: 28 de novembro de 2024

LEVI, Maria. **Liberalização financeira, bolha especulativa e crise bancária no Japão**, Brasil: 1999. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/5kfw3ppCtdCZzQ7c3RTLCTC/?lang=pt>. Acessado em: 11 de novembro de 2023

NAKAO, Shigeo. **The Political Economy of Japan Money**, Tokyo, 1995: University of Tokyo Press

BEASON, Dick; JAMES, Jason. **Political Economy of Japanese Financial Markets: Myths versus Realities**, Londres, 1999: Palgrave Macmillan

HOSHI, Takeo; KASHYAP, Anil. **The Japanese Banking Crisis: Where did it come from and How will it end?** Cambridge, MA: National Bureau of Economics Research Paper. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w7250>. Acessado em: 25 de setembro de 2024

FUKUNAGA, Ichiro; KATO, Nayota; KOEDA, Junko. **Maturity Structure and Supply Factors in Japanese Government Bond Markets** – Tokyo: 2015 - Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan. Disponível em: <https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/me33-4.pdf>. Acessado em: 15 de abril de 2025

YONEYAMA, Akihito; TSUCHIYA, Akitaka; FUKUMA, Noritaka. **Changes in Risk Perceptions on Yen Interest Rates and Exchange Rates observed in Options Markets** – Tokyo: 2024 – Bank of Japan. Disponível em: https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/rev_2024/data/rev24e08.pdf. Acessado em: 15 de abril de 2025

KOEDA, Junko; UENO, Yoichi. **A Preferred Habitat View of Yield Curve Control** – Tokyo: 2022 – Bank of Japan. Disponível em:

https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2022/data/wp22e07.pdf. Acessado em: 17 de abril de 2025

IMAKUBO, Kei; NAKAJIMA, Jouchi. **What do negative inflation risk premia tell us?** Tokyo: 2022 – Bank of Japan. Disponível em:

https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/lab/lab15e04.htm. Acessado em: 25 de janeiro de 2025

STIGLITZ, Joseph; DE MASI, Giulia; FUJIWARA, Yoshi; GALLEGATI, Mauro; GREENWALD, Bruce. **An Analysis of the Japanese Credit Network** - New York: 2011 - Universita Politecnica delle Marche, Columbia University e ATR Laboratorie. Disponível em:

https://business.columbia.edu/sites/default/files-efs/imce-uploads/Joseph_Stiglitz/An%20Analysis%20of%20the%20Japanese%20Credit%20Network.pdf. Acessado em: 19 de abril de 2025

KOMIYA, Tokuichi. **Empirical Study on the Currency Exchange Market. Determinants on the Exchange Rate of the U.S. Dollars and the Japanese Yen by the Regression Analysis.** Illinois, USA: 2024 -Kanaflex Corporation. Disponível em:

<https://academicus.edu.al/nr29/Academicus-MMXXIV-29-207-238.pdf>. Acessado em: 17 de abril de 2025

WAI, Masuhiro; IDE, Joji; TAKAHASHI, Masato. **Developments in the Japanese Money Markets and their Functioning with Excess Reserves** - Tokyo: 2024 - Financial Markets Department - Bank of Japan. Disponível em:

https://www.boj.or.jp/en/research/brp/ron_2024/ron241106a.htm. Acessado em: 17 de abril de 2025

SHIRATSUKA, Shigenori. **Monetary Policy Effectiveness under the Ultra-Low Interest Rate Environment: Evidence from Yield Curve Dynamics in Japan** – Oxford: 2024. Disponível em:

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/>. Acessado em: 10 de maio de 2025

BANK OF JAPAN. **Introduction of the "Quantitative and Qualitative Monetary Easing.** Monetary Policy Releases 2013. Disponível em:

https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2013/k130404a.pdf. Acessado em: 19 de outubro de 2024

BANK OF JAPAN. **Introduction of "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate".** Monetary Policy Releases 2016. Disponível em:

https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2016/k160129a.pdf Acessado em: 20 de outubro de 2024

BANK OF JAPAN. **New Framework for Strengthening Monetary Easing: "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control".** Monetary Policy Releases 2016. Disponível em:

https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2016/k160921a.pdf. Acessado em: 20 de outubro de 2024

BANK OF JAPAN. **Comprehensive Assessment: Developments in Economic Activity and Prices as well as Policy Effects since the Introduction of Quantitative and Qualitative**

Monetary Easing (QQE). Monetary Policy Releases 2016. Disponível em: <https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/transparency/rel160930d.pdf>. Acessado em: 21 de outubro de 2024

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Annual Report of the Executive Board for the Financial Year Ended - 1979.** Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/archive/pdf/ar1979.pdf>. Acessado em: 21 de outubro de 2024

FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA. **Total Credit to Private Non-Financial Sector, Adjusted for Breaks, for Japan.** Disponível em: <https://fred.stlouisfed.org/series/QJPPAMUSDA>. Acessado em: 15 de dezembro de 2024

FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA. **Production, Sales, Work Started and Orders: Production Volume: Economic Activity: Industry (Except Construction) for Japan.** Disponível em: <https://fred.stlouisfed.org/series/JPNPROINDAISMEI>. Acessado em: 17 de dezembro de 2024

FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA. **Japanese Yen to U.S. Dollar Spot Exchange Rate.** Disponível em: <https://fred.stlouisfed.org/series/DEXJPUS>. Acessado em: 17 de dezembro de 2024

FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA. **Interest Rates, Discount Rate for Japan.** Disponível em: <https://fred.stlouisfed.org/series/INTDSRJPM193N>. Acessado em: 19 de dezembro de 2024

FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA. **Residential Property Prices for Japan.** Disponível em: <https://fred.stlouisfed.org/series/QJPN368BIS>. Acessado em: 19 de dezembro de 2024

FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA. **Working-Age Population Total: From 15 to 64 Years for Japan.** Disponível em: <https://fred.stlouisfed.org/series/LFWA64TTJPA647S>. Acessado em: 25 de janeiro de 2025

JAPAN BOND TRADING CO. LTD. **JGB yield.** Disponível em: <https://www.bb.jbts.co.jp/en/index.html>. Acessado em: 6 de maio de 2025

JAPAN EXCHANGE GROUP. **Average Daily Trading Volume.** Disponível em: <https://www.jpx.co.jp/english/markets>. Acessado em: 5 de fevereiro de 2025