



**INSTITUIÇÕES DE ENSINO SUPERIOR (IES) DO GRUPO ÂNIMA EDUCAÇÃO
CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

ANA JÚLIA FREITAS CINTRA
DANIEL SIQUEIRA COSTA
PEDRO HENRIQUE CARLOTA
RAFAEL SILVA OLIMPIO
LEONARDO CARVALHO DEL BOSQUE FERREIRA

**POLÍTICA MONETÁRIA DO QUANTITATIVE EASING:
DESEMPENHO NA APLICAÇÃO NO JAPÃO DE 1990/2000 E EUA 2008**

SÃO PAULO
2022

**ANA JÚLIA FREITAS CINTRA
DANIEL SIQUEIRA COSTA
PEDRO HENRIQUE CARLOTA
RAFAEL SILVA OLIMPIO
LEONARDO CARVALHO DEL BOSQUE FERREIRA**

**POLÍTICA MONETÁRIA DO QUANTITATIVE EASING:
DESEMPENHO NA APLICAÇÃO NO JAPÃO DE 1990/2000 E EUA 2008**

Este trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado à obtenção do título de Bacharel em economia e aprovado em sua forma final pelo Curso de Ciências Econômicas, da Universidade Anhembi Morumbi.

Profa. e orientadora Alessandra Cavalcante de Oliveira, Dra.

São Paulo

2022

ANA JÚLIA FREITAS CINTRA
DANIEL SIQUEIRA COSTA
PEDRO HENRIQUE CARLOTA
RAFAEL SILVA OLIMPIO
LEONARDO CARVALHO DEL BOSQUE FERREIRA

**POLÍTICA MONETÁRIA DO QUANTITATIVE EASING:
DESEMPENHO NA APLICAÇÃO NO JAPÃO DE 1990/2000 E EUA 2008**

Este trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado à obtenção do título de Bacharel em economia e aprovado em sua forma final pelo Curso de Ciências Econômicas, da Universidade Anhembi Morumbi.

São Paulo, 07 de dezembro de 2022

Profa. e orientadora Alessandra Cavalcante de Oliveira, Dra.

Universidade Anhembi Morumbi

Prof. Leandro Ramos Pereira, Dr.

Universidade Anhembi Morumbi

Prof. Marcelo Balloti Monteiro, Dr.

Universidade Anhembi Morumbi

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo realizar uma pesquisa empírica sobre as políticas monetárias não convencionais adotadas pelos Estados Unidos e Japão após a crise das hipotecas subprime. A política adotada pelos países desenvolvidos acima mencionados, ou seja, *Quantitative Easing* (QE para abreviar), é baseada na teoria do economista Milton Friedman para explicar a Grande Depressão nos Estados Unidos na década de 1930.

Conhecido como armadilha da liquidez, esse fenômeno destoa quando a “propensão ao entesouramento” das pessoas aumenta e elas preferem poupar dinheiro a investi-lo. Nesse momento, as pessoas e os bancos passam a preferir a liquidez, tornando os preços e o consumo inelásticos em todo tipo de política monetária. O “*quantitative easing* (QE)” se refere a um modelo de política monetária onde as autoridades financeiras lançam pesados programas de recompra de ativos na economia, injetando grandes quantidades de recursos nela.

Isso se soma a outros modelos de política monetária, tais como os depósitos compulsórios e redução das taxas de juros exigidas pelos bancos. Dentre essas medidas, o trabalho compara o uso do *Quantitative Easing* no Japão e nos Estados Unidos.

Palavras-chave: Política Monetária, Flexibilização Quantitativa, subprime.

ABSTRACT

This work aims to conduct an empirical research on the unconventional monetary policies adopted by the United States and Japan after the subprime mortgage crisis. The policy adopted by the aforementioned developed countries, Quantitative Easing (QE for short), is based on economist Milton Friedman's theory to explain the Great Depression in the United States in the 1930s.

Known as the liquidity trap, this phenomenon occurs when people's "hoarding propensity" increases and they prefer to save money rather than invest it. At this point, people and banks prefer liquidity, making prices and consumption inelastic to all types of monetary policy. Quantitative easing (QE) refers to a monetary policy model where financial authorities launch massive asset buyback programs into the economy, injecting large amounts of funds into the economy.

This is in addition to other monetary policy models, such as compulsory deposits and lowering interest rates demanded by banks. Among these measures, the paper compares the use of Quantitative Easing in Japan and the United States.

Keywords: *Monetary policy, Quantitative Easing, subprime.*

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Composição do Balanço do FED (US\$ Bilhões)	13
Figura 2 – Corporate Bond x Risk Spread (US\$ Bilhões)	13
Figura 3 – Composição do Balanço Patrimonial do FED (em US\$ trilhões)	14
Figura 4 – Taxa de desemprego americano (com pagamento mensal de 200k)	15
Figura 5 – Crescimento do PIB Americano por Trimestre	16
Figura 6 – Preço de ativos no Japão	19
Figura 7 – Crescimento do PIB Real (Variação Percentual)	23
Figura 8 – Índices Reais de ações	24
Figura 9 – Preços Reais dos Imóveis	25
Figura 10 – Dívida Líquida do Governo em Relação ao PIB	28

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABCP	asset-backed commercial paper
ABS	asset-backed
BC	banco central
BCA	Bureau of Canadian Archivists
BOJ	Bank of Japan
EUA	United States of America
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FED	FEDERAL RESERVE SYSTEM
FMI	FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL
JGB	Japanese Government Bond
MOF	Ministry of Finance
PIB	Produto Interno Bruto
QE	Quantitative Easing
US	United States
ZIRP	zero interest-rate policy

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	O QUE É O QUANTITATIVE EASING (QE)	9
2.1	COMO FUNCIONA O QE	10
2.1.1	Qual a utilidade do QE	11
3	<i>QUANTITATIVE EASING</i> NORTE AMERICANO	12
3.1	CRONOGRAMA DE EVENTOS	16
4	A CRISE QUE LEVOU O JAPÃO À DÉCADA PERDIDA	18
4.1	BOLHAS ESPECULATIVAS NA ECONOMIA JAPONESA	18
4.2	Aplicação do <i>Quantitative Easing</i> pelo BOJ em 1990	20
4.2.1	Impactos da aplicação do QE na ecônomia japonesa	21
5	COMPARAÇÃO DA APLICAÇÃO DA POLÍTICA ENTRE JAPÃO E ESTADOS UNIDOS	22
5.1	ECONOMIAS E SISTEMA FINANCEIRO	26
5.2	Inteligência Financeira	27
6	CONCLUSÃO	29
	Referências Bibliográficas	31

1 INTRODUÇÃO

O *quantitative easing* é uma política monetária que tem como principal alicerce a geração de dinheiro artificial pelo Banco Central de um país, esse dinheiro é destinado exclusivamente para a compra de títulos públicos e privados, como a redução da taxa de juros desses títulos (rendimentos) é uma consequência, os bancos tendem a vender seus ativos por dinheiro, gerando assim uma maior reserva em seus caixas. Consequentemente, os bancos tendem a proporcionar empréstimos aos consumidores a uma taxa de juros mais baixa, aumentando assim a quantidade de moeda em circulação na economia, assim, aumentando a taxa da inflação e gerando um aumento na atividade econômica.

Teve sua primeira aparição na crise do sistema bancário japonês em 1990, onde foi utilizado como forma de tentar reerguer a economia do país na chamada “década perdida”. Com o colapso das bolhas especulativas e a crise do sistema bancário japonês, a taxa de desemprego aumentou, houve uma grande queda no PIB e as pressões deflacionárias começaram a ganhar força.

Já nos EUA de 2008 o QE foi utilizado para salvar a economia norte americana após o rompimento da bolha no sistema financeiro da época, mas principalmente após a quebra do banco de investimentos *Lehman Brothers*. Após os eventos em 2008 o mercado financeiro americano se viu em um caos total, pois a partir desse momento o mercado tem escassez de liquidez (gerando assim forte impacto em muitos setores da economia), o preço dos ativos reduz de forma significativa, diversas empresas entram em estado de falência, aumento da taxa de desemprego e forte retração econômica.

Tendo em vista os aspectos microeconômicos, o objetivo principal deste trabalho é mostrar como uma política monetária não convencional foi utilizada pelos governos japoneses e americanos em momentos críticos de suas economias. Realizando análise da aplicação da política monetária nos países escolhidos e apontando os resultados obtidos pela aplicação de tais medidas.

2 O QUE É O QUANTITATIVE EASING (QE)

O conceito de *Quantitative Easing* (QE) refere-se a um conjunto de medidas de Políticas Monetárias que se relacionam a mudanças na estrutura e/ou tamanho do balanço das Autoridades Monetárias e programas de compras de ativos em larga escala para gerar e introduzir liquidez substancial em alto volume na economia, buscando facilitar o acesso ao crédito para instituições não financeiras. Este conceito surgiu na literatura como uma das mais controversas soluções para superar possíveis armadilhas de liquidez. Existem historicamente dois registros deste conceito da mesma forma, mas com diferentes conteúdos: A conhecida Década Perdida do Japão, e por parte do FED durante o período que sucedeu à Crise Financeira de 2007 no governo americano, pouco após o início da Crise do Subprime¹ em 2006.

O modelo desta política pode ser compreendido em três partes: QE1, QE2 e QE3. Embora cada parte de intervenções tivesse objetivos específicos, todas elas aumentaram a base monetária da economia norte-americana em resposta aos gatilhos da crise financeira (FAWLEY; NEELY, 2013).

No geral, o QE é utilizado em situações atípicas, quando as taxas nominais de juros de curto prazo indicadas são muito baixas ou até mesmo negativas, e é projetado para incentivar o desempenho econômico prevenindo uma recessão severa e evitando riscos de deflação.

O QE consiste na compra de ativos em larga escala pelo banco central, geralmente esses ativos são de dívida pública de longa maturidade, mas eles também podem ser ativos privados, como dívidas corporativas ou títulos lastreados em ativos. Normalmente, o QE é utilizado em circunstâncias não convencionais, quando as taxas de juros nominais de curto prazo são muito baixas, nulas ou até negativas. (WILLIAMSON, 2017).

Em outras palavras, o *quantitative easing* (QE) é conhecido por ser uma medida anticíclica, na qual consiste em um “afrouxamento” monetário, ou seja, os bancos centrais dos países compram títulos, sejam eles públicos ou privados, na intenção de aumentar a oferta de moeda na economia.

¹ 1 A crise do subprime é uma crise financeira desencadeada em 2006, a partir da quebra de instituições de crédito dos Estados Unidos, que concediam empréstimos hipotecários de alto risco (subprime loan ou subprime mortgage), arrastando vários bancos para uma situação de insolvência e repercutindo fortemente sobre as bolsas de valores de todo o mundo. A crise foi revelada ao público a partir de fevereiro de 2007 como uma crise financeira grave (para muitos economistas, a mais grave desde 1929), com possibilidades de transformar-se em crise sistêmica, entendida como uma interrupção da cadeia de pagamentos da economia global, que tenderia a atingir generalizadamente todos os setores econômicos. (BRESSER-PEREIRA, 2009).

2.1 COMO FUNCIONA O QE

Uma queda nas taxas de juros de curto prazo não levou a um aumento nas taxas de crescimento do PIB. Dado que não era mais possível estimular a economia por meio da redução das taxas de juros, as autoridades governamentais recorreram a formas não convencionais de política monetária para garantir liquidez nas operações bancárias, restaurar o funcionamento do sistema financeiro e tirar a economia da recessão (BERNANKE, 2012).

Quando surge a necessidade de utilizar o QE, o BC em questão cria uma reserva bancária em que todo valor nela será utilizado justamente para fazer a compra dos títulos. Vale ressaltar que geralmente são títulos de resgate de longo prazo, pois assim o BC consegue vender os títulos futuramente sem que haja um gargalo nesse processo.

Assim que a compra dos títulos é efetivada, as instituições formam uma reserva líquida e podem destinar o dinheiro como quiserem, porém a forma mais comum é por meio da facilitação nas formas de empréstimos para a população.

A partir da injeção de muito dinheiro em títulos, a demanda por esses ativos também aumenta, fazendo assim com que fiquem mais caros e ofereçam menos juros. Com essa medida, há uma forte tendência que haja um desestímulo nos investimentos de renda fixa e assim a renda variável fica mais atrativa, aquecendo assim o mercado e valorizando mais as empresas.

No caso do Estados Unidos, o FED intervém comprando títulos privados, forçando os investidores realocam suas cart

Quando surge a necessidade de utilizar o QE, o BC em questão cria uma reserva bancária em que todo valor nela será utilizado justamente para fazer a compra dos títulos. Vale ressaltar que geralmente são títulos de resgate de longo prazo, pois assim o BC consegue vender os títulos futuramente sem que haja um gargalo nesse processo.

Com a compra dos títulos realizada, as instituições formam uma reserva líquida e podem destinar o dinheiro como quiserem, porém, a forma mais comum é por meio da facilitação nas formas de empréstimos para a população.

A partir da injeção de muito dinheiro em títulos, a demanda por esses ativos também aumenta, fazendo assim com que fiquem mais caros e ofereçam menos juros. Com essa medida, há uma forte tendência que haja um desestímulo nos investimentos de renda fixa e assim a renda variável fica mais atrativa, aquecendo assim o mercado e valorizando mais as empresas.

No caso do Estados Unidos, o FED intervém comprando títulos privados, forçando os investidores realocam suas carteiras. A compra de títulos privados pelo Federal Reserve afeta a quantidade de ativos disponíveis para investidores privados e o rendimento desse ativo (FRATZSCHER; DUCA; STRAUB, 2013). Dessa forma, os investidores são induzidos a comprar outros ativos com prazos mais longos, maiores riscos e maiores retornos (JOYCE et al., 2012).

Após todos os passos do QE citados acima, há uma confiança no país e muito mais liquidez na economia, pois há muito dinheiro circulando.

2.1.1 Qual a utilidade do QE

Essa política monetária tem como principais objetivos a ampliação da atividade econômica que consiste em incentivar investimentos, financiamentos e consumo por parte da população, aumentar a taxa inflacionária, nesse caso, visando superar casos de deflação e pôr fim a diminuição da taxa de juros, que conseqüentemente forçaria as instituições financeiras a concederem empréstimos com uma taxa de juros mais baixa, incentivando e facilitando o acesso ao crédito para as famílias.

Geralmente o QE é aplicado para prevenir que crises maiores aconteçam em momentos de instabilidade econômicas, evitando também o caos no mercado de capitais.

Quando as opções tradicionais para impulsionar a economia se esgotam - como a redução taxas de juros, compra ou venda de títulos ou retirada de reservas do sistema bancário, também para revisar as taxas de juros - é necessário fazer uma política monetária um tanto quanto agressiva. O QE foi a ferramenta de estímulo monetário mais comumente usada para estimular a economia durante esta crise econômica e assim tentar superá-la sem causar grandes danos.

Em suma, o QE ajuda a garantir que a inflação não se desvie muito dos níveis que os bancos centrais julgam como estáveis. Desta forma, pode trazer alguns possíveis riscos como o aumento da inflação, elevando-a no longo prazo.

O Japão usou a flexibilização quantitativa pela primeira vez em 2001, juntamente com o ZIRP e visava revitalizar a economia e acabar com a deflação. Entre 2001 e 2006, o Banco do Japão atuou de forma agressiva no mercado por meio de flexibilização quantitativa, comprando ativos financeiros públicos e privados de diversos vencimentos. (WILLIAMS, 2013)

O argumento de Bernanke a favor da flexibilização quantitativa é baseado na suposição de que o dinheiro, ao contrário de outras formas de dívida do governo, não pagam juros e tem vencimento indefinido (pelos padrões econômicos normais). Além disso, se o nível de preços for independente da emissão de moeda, as autoridades monetárias podem usar o dinheiro criado para adquirir quantidades ilimitadas de bens e ativos.

Portanto, a emissão de moeda acaba tendo o efeito de elevar o nível de preços, mesmo que a taxa de juros nominal seja zero.

A ideia por trás da flexibilização quantitativa é proporcionar aos bancos um substancial excesso de liquidez na esperança de que eles escolham usar alguma parte dessa liquidez para fazer empréstimos ou comprar outros ativos. Tais compras devem, em princípio, tanto aumentar o preço dos ativos como aumentar o crescimento de medidas monetárias, o que pode, por sua vez, induzir as empresas a comprar ativos não monetários ou a gastar mais em bens e serviços. (BERNANKE, 2009).

3 QUANTITATIVE EASING NORTE AMERICANO

Neste segundo capítulo apresentam-se os principais pontos relacionados ao uso do QE no Estados Unidos após a grande crise econômica de 2007, demonstrando alguns dados econômicos após a utilização.

Após a crise de 2008, o *Federal Reserve* (FED) viu na política de compra de títulos, o *quantitative easing* do governo uma de suas únicas chances de sair da crise e estimular a economia americana, sendo que esta política foi dividida em três “momentos” diferentes: QE1, QE2 e QE3. Embora cada uma destas rodadas de intervenção tivessem objetivos específicos, todas elas aumentaram a base monetária da economia americana em resposta aos desencadeamentos da crise financeira (FAWLEY; NEELY, 2013).

Este teria o intuito de injetar dinheiro em sua economia, visando aumentar a liquidez. A política de QE nos Estados Unidos se concentrou na redução dos prêmios de risco e na recompra de títulos do governo. Essa política trouxe enorme liquidez para os EUA e que afetou outras economias.

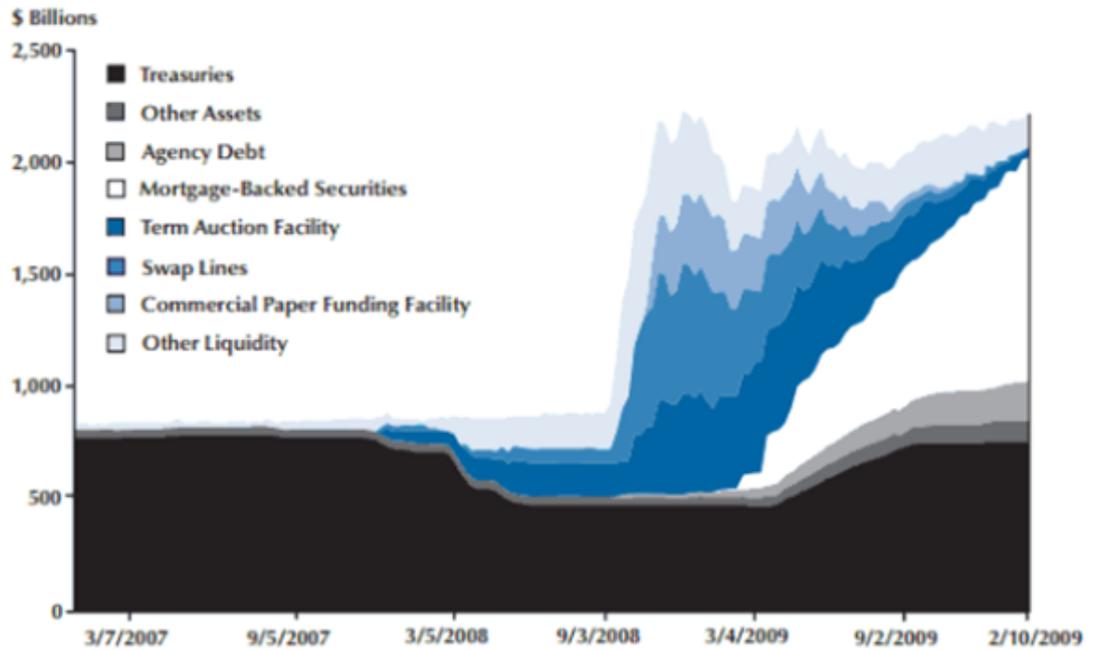
Com as taxas de juros americanas já em patamares muito baixos, entre 0 e 0,25%, a melhor solução que o FED encontrou foi amplificar a liquidez da economia norte-americana. Isso envolve basicamente a aquisição de grandes quantidades de títulos, geralmente emitidos por governos e em poder de bancos comerciais, como forma de alocar recursos no sistema financeiro. Com isso, as reservas dos bancos comerciais aumentaram e os bancos comerciais começaram a usar essas reservas maiores como empréstimos.

Na teoria econômica, maior liquidez impulsiona o crescimento econômico, aumenta as perspectivas de inflação e reduz as taxas de juros reais, mas na prática isso nem sempre acontece.

Com o agravamento da crise e com o programa de compra de títulos, o governo dos EUA injetou aproximadamente de US\$ 1.4 trilhões na economia. Porém, segundo o Fundo Monetário Nacional (FMI), este valor poderia facilmente ter ultrapassado US\$ 2 trilhões caso o Fed não contivesse o programa.

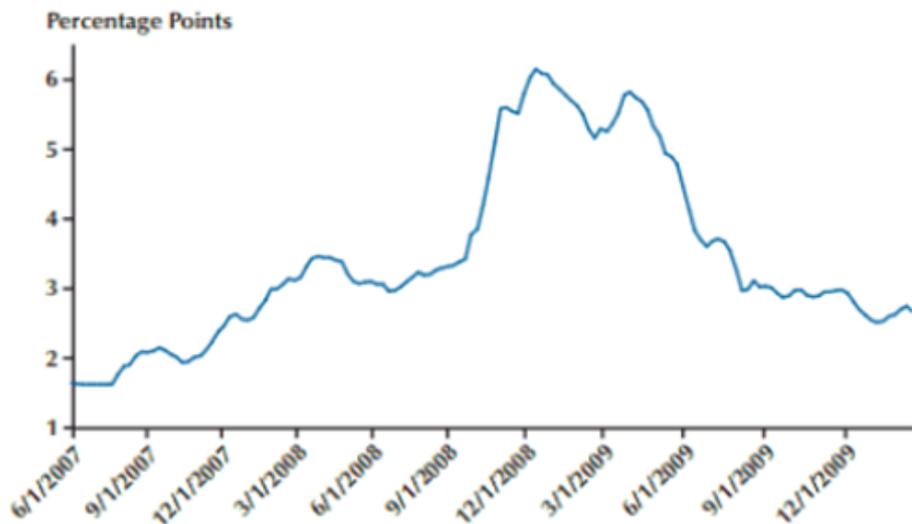
Podemos analisá-lo visualmente (conforme a Figura 1 e Figura 2), a partir de 2008, quando o FED mudou sua política. Primeiro descobrimos que ele começou a vender suas “tesourarias” (títulos) e passou a comprar títulos menos líquidos. Posteriormente, as operações foram transferidas para o passivo do FED. Quando a crise estourou em 2008 e o Lehman Brothers e outros grandes bancos americanos quebraram, tudo mudou, inclusive suas políticas. (*BBC Newspaper*).

Figura 1 – Composição do Balanço do FED (US\$ Bilhões)



Fonte: Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies –Alan S. Blinder

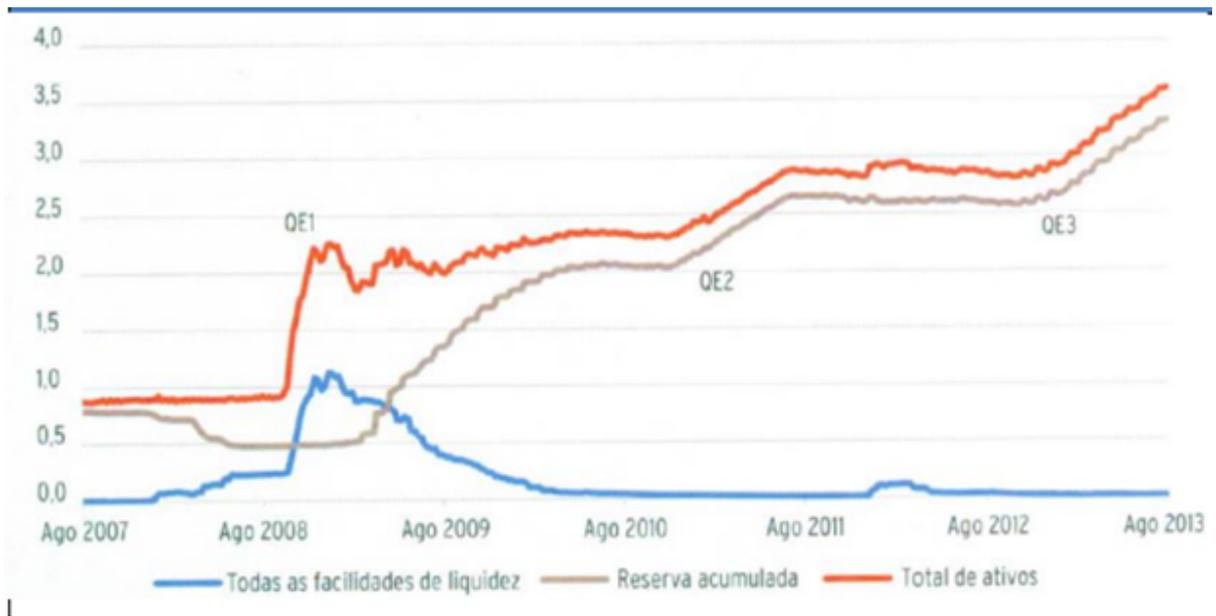
Figura 2 – Corporate Bond x Risk Spread (US\$ Bilhões)



Fonte: Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies –Alan S. Blinder

De acordo com dados divulgados pelo FED, o tamanho do balanço do banco aumentou de US\$ 900 bilhões (6% do PIB dos EUA) em agosto de 2007 para US\$ 3,6 trilhões (6% do PIB) em agosto de 2013, ou seja, a participação do FED no PIB dos EUA aumentou 15 pontos percentuais nos seis anos que sucederam a crise. Este fato se deve à política de compra de títulos, demonstrado na Figura 2.

Figura 3 – Composição do Balanço Patrimonial do FED (em US\$ trilhões)

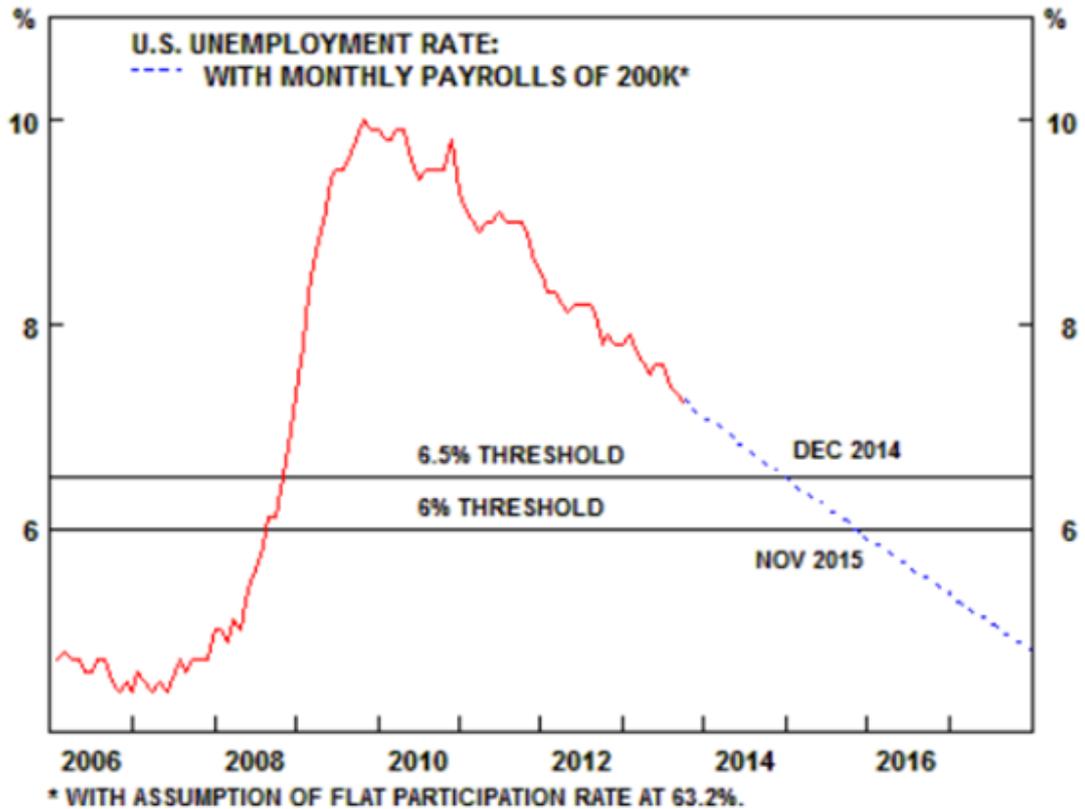


Fonte: Citi Perspectivas – Wealth Management

A principal análise deve ser a taxa de desemprego nos EUA, considerando que o FED tinha como meta uma taxa de desemprego abaixo de 6,5% (atualmente esta taxa se encontra próxima de 4%, segundo divulgação da CNN Brasil). As expectativas iniciais sugeriam que levariam vários anos para que a mudança se iniciasse e voltasse ao curso anterior à crise, onde de fato durou aproximadamente 7 anos em níveis altíssimos.

Também é importante analisar a taxa de desemprego nos Estados Unidos, que realmente caiu acentuadamente desde o período da crise de 2009 devido às políticas adotadas, conforme mostra a seguir. Vários relatórios da *BCA Research* descobriram que a redução da meta da taxa de desemprego de 6,5% para 5,5%, conforme a figura 4, traria uma melhoria significativa na restauração do pleno emprego.

Figura 4 – Taxa de desemprego americano (com pagamento mensal de 200k)

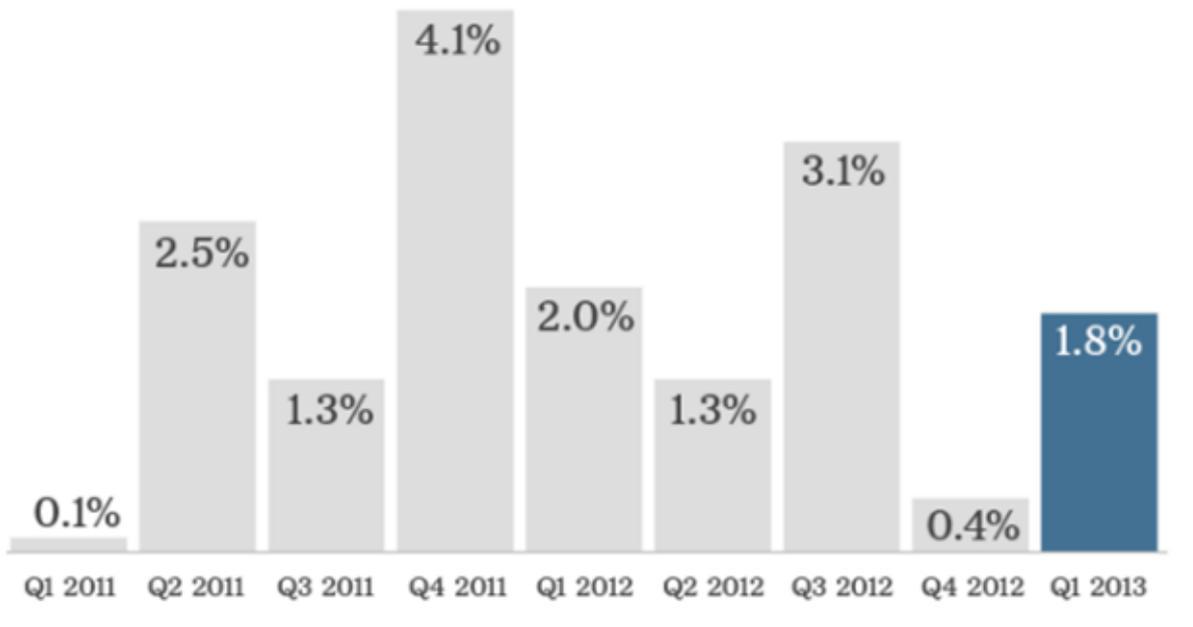


Fonte: BCA Research

A economia dos Estados Unidos mostrou ótimos sinais de recuperação nos anos pós crise. O desemprego caiu conforme a figura acima, e por outro lado, o PIB dos Estados Unidos apresentou taxas de crescimento significativas nos trimestres seguintes. Ao mesmo tempo, os mercados financeiros já apresentavam sinais de recuperação, com o S&P (índice ponderado pelo limite) apresentando números impressionantes, com o índice acima dos níveis pré-crise.

A figura abaixo demonstra um gráfico com o crescimento do PIB americano separado por trimestre, o que indica uma variação e uma recuperação bem significativa no decorrer dos anos.

Figura 5 – Crescimento do PIB Americano por Trimestre



Fonte: Bureau of Economic Analysis

Conforme a economia americana foi recuperando-se gradativamente, uma questão foi levantada pelo mercado sobre quando o FED sinalizaria uma mudança de política e passaria a comprar títulos cada vez menos. Este fato levou diversas implicações para as economias emergentes. Por outro lado, a economia dos EUA obteve um problema orçamentário devido aos gastos excessivos com a compra de títulos do governo. O teto da dívida, de US\$ 16,7 trilhões, foi atingido em maio de 2013. A partir deste momento, os EUA mobilizaram tantos recursos que o Departamento do Tesouro refinanciou US\$ 100 bilhões por semana em títulos do governo, conhecidos como dívida nacional. O teto orçamentário estabelecido criou um impasse entre os republicanos, que se recusaram a aprovar um novo desde que o presidente concordasse em eliminar ou reduzir os gastos com financiamento da saúde, conforme determinava a lei de reforma do setor aprovada em 2010.

3.1 CRONOGRAMA DE EVENTOS

A implantação do QE foi dividida em três grandes momentos: QE1 (02/01/2008 - 01/07/2010), QE2 (02/07/2010 - 03/01/2012) e QE3 (04/01/2012 - 02/03/2015). Estes três períodos de utilização desta política, foram marcados por eventos importantes:

25 de novembro de 2008 (QE1): O FED anuncia que irá comprar mais de 100 bilhões de dólares em títulos emitidos por agências estatais (GSEs) e mais de 500 bilhões em títulos lastreados em hipotecas (*Mortgage-Backed Security* – MBS).

18 de março de 2009 (QE1): O FED anuncia que irá comprar 300 bilhões de dólares em títulos de longo prazo, 750 bilhões de dólares em MBS e 100 bilhões para compra de

títulos das agências. (BBC News)

27 de agosto de 2010 (QE2): O FED anuncia que irá fornecer mais liquidez ao sistema financeiro e reinvestirá o pagamento dos títulos comprados na rodada anterior. (ANPEC)

3 de novembro de 2010 (QE2): O FED compra 600 bilhões de dólares em títulos de longo prazo do governo americano. (BBC News)

13 de setembro de 2012 (QE3): O FED comunica ao mercado que comprará 40 bilhões de dólares por mês em títulos lastreados em hipotecas (*Mortgage-Backed Security* – MBS).

12 de dezembro de 2012 (QE3): O FED faz o anúncio da compra não esterilizada (sem venda de títulos públicos) de 45 bilhões de dólares por mês em títulos de longo prazo. (BBC News)

Contudo, a utilização do *quantitative easing* não teve sua primeira incidência nos EUA. Para entendermos um pouco melhor sobre a primeira necessidade em utilizar esta política, precisamos retroceder alguns anos e analisar o problemático caso da crise do Japão.

4 A CRISE QUE LEVOU O JAPÃO À DÉCADA PERDIDA

Este capítulo tem como objetivo apresentar os principais fatores que levaram o Japão à crise econômica de 1990, ocasionada pelas bolhas especulativas e problemas no setor bancário, até o período dos anos 2000, após a aplicação do *quantitative easing*.

Para Minsky (1986), em sua teoria da instabilidade financeira, a adoção de políticas fiscais contracionistas e a atuação do Banco Central como prestador de última instância pode evitar ou agravar uma depressão. Sendo assim, as políticas públicas devem ter como papel principal evitar que instituições financeiras e empresas industriais sejam destruídas. A tendência a manter níveis de emprego abaixo da plena capacidade produtiva (KEYNES, 1936) e a tendência à gerar desigualdade e riqueza, fazem com que as políticas públicas se tornem necessárias para combater essas desigualdades.

Assim, não há dúvida, que a intervenção do Estado é necessária, por meio da implementação de reformas e políticas que visam reduzir possibilidades de crises, ou caso ocorram, os efeitos colaterais delas.

O crescimento econômico que se deu até o fim de 1980 proporcionou uma grande taxa de crescimento do país, dentre os países desenvolvidos. Esse crescimento se deu devido ao aumento no preço das ações, imóveis e terras. Porém logo após esse período se inicia um baixo crescimento e redução no preço de todos esses ativos. Os principais fatores para explicar essa crise foram: a prolongada crise no setor bancário e a baixa taxa de resposta macroeconômica a estímulos, provavelmente insuficientes, de políticas fiscais e monetárias. (ITO, 2003).

A valorização forçada do iene, após o Acordo do Plaza de 1985, a desregulamentação financeira, excesso de liquidez na economia japonesa causado pela adoção de uma política monetária expansionista e pela explosão nos preços dos ativos causados pelas especulações, deram origem as bolhas nos preços imobiliários, nos mercados acionários e futuramente à crise do setor bancário japonês. Para Mckinnon e Ohno (1997), a apreciação do iene diminuiu as exportações em consequência da redução no consumo. Após o Acordo do Plaza, uma forte pressão inflacionária aconteceu no Japão, o que valorizou ainda mais sua moeda, por outro lado, a pressão que aconteceu também nos EUA, foi muito menor, causando assim um impacto extremamente negativo na economia japonesa. A política monetária expansionista foi uma forte responsável pelo aumento do valor dos ativos, formando assim uma bolha especulativa.

4.1 BOLHAS ESPECULATIVAS NA ECONOMIA JAPONESA

As bolhas podem ser definidas como uma situação na qual o preço de mercado dos ativos financeiros aumenta de forma contínua, com relação ao preço de oferta dos bens de

capital. A teoria convencional supõe que essas expectativas são formadas com base na hipótese de expectativas racionais; o que leva a mesma a definir as “bolhas” simplesmente como aquela parte do valor dos ativos financeiros que não é explicada pelos “fundamentos”, ou seja, pelas expectativas sobre dividendos futuros (OREIRO, 2001). Essa definição não corresponde à definição clássica de “bolhas”, segundo a qual:

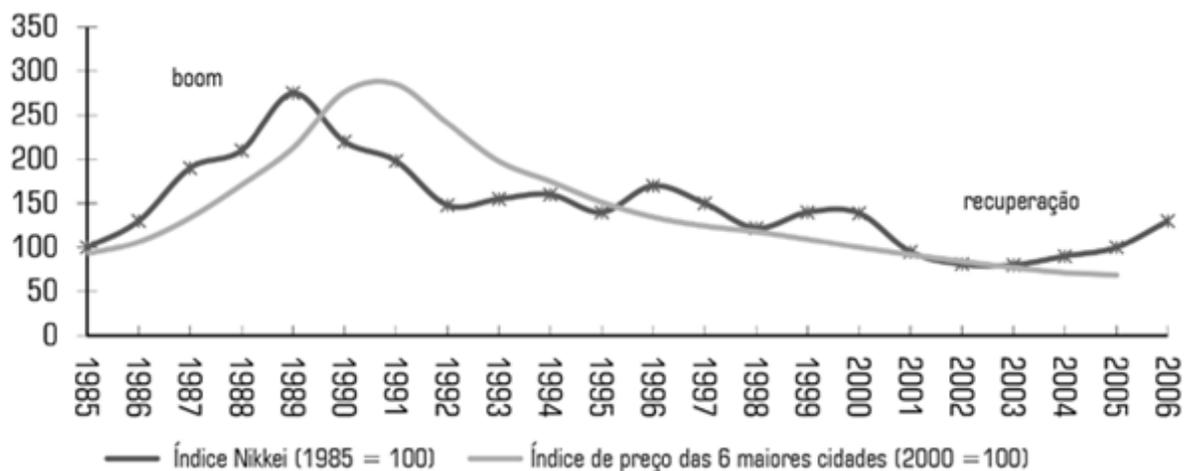
As bolhas podem ser definidas como um aumento acentuado no preço de um ativo ou no conjunto deles, em um processo contínuo, com o aumento inicial gerando expectativa de mais aumentos e atraindo novos compradores, geralmente especuladores, interessados em lucros do comércio desses ativos, em vez do seu uso. O aumento é normalmente seguido por uma reversão de expectativas e um declínio acentuado nos preços, resultando em uma crise financeira (KINDLEBERGER, 1992, p. 199).

De forma resumida, pode-se dizer, portanto, que o *boom* que originou a bolha especulativa na economia japonesa foram:

- A desregulamentação do sistema financeiro, na década de 1980;
- O Acordo do Plaza, de 1985;
- A condução da política monetária.

Assim, o mercado de ações no Japão começou a ver uma queda enorme no preço dos ativos em 1990 (Figura 6) e nos anos seguintes.

Figura 6 – Preço de ativos no Japão



Fonte: Bank of Japan

Entre 1991 e 1998, a economia japonesa se encontra em um cenário em que a taxa de inflação cai para quase 0, e entre 1999 e 2006 torna-se negativa, fora os dois anos (2004 e 2006) em que nula (FMI, 2011). Apesar dos fatos, por acreditar que se tratava de uma depressão cíclica comum, o cenário era otimista em relação a uma recuperação rápida

na economia japonesa, sendo assim permanecia a ideia de que não seria necessário o governo aplicar uma política mais agressiva. Porém em 1997, quando ocorreu a crise no setor bancário japonês, a crise que estava por vir fica muito mais evidente.

4.2 Aplicação do *Quantitative Easing* pelo BOJ em 1990

O BOJ se vê diante de diversos desafios à medida em que a crise japonesa piora. Após alguns atrasos, a condução da política monetária foi gradualmente flexibilizada, ao longo dos anos 1990, porém os impactos dessa flexibilização foram atenuados, em grande medida, pelas deficiências do setor bancário. Considerando a impossibilidade de reduzir as taxas nominais de juros abaixo de zero, o BOJ tomou algumas medidas inovadoras. Uma política de *quantitative easing* foi aplicada, visando uma taxa nominal de juros próxima de zero. Porém, em momento inicial a política monetária não se fez muito eficaz, pois a demanda por crédito ainda era muito baixa.

As primeiras respostas do BOJ à crise foram por meio de políticas monetárias comuns, ou seja, com sucessivas pequenas reduções na taxa de juros nominais.

Com o colapso do setor bancário em 1997, o cenário econômico se deteriora e ocorre uma liquidez generalizada na economia japonesa. Com isso o BOJ precisa tomar medidas para que houvesse concessão de crédito facilitada, ou seja, necessitava haver mudanças na política monetária.

A primeira foi a criação de novos canais de crédito pelo BOJ, a fim de combater essa liquidez em excesso e substituir o mercado interbancário que se encontrava extremamente debilitado. Os principais focos dessas medidas foram:

- a) Aumentar o número de colaterais aceitáveis, incluindo títulos privados, empréstimos em ações, *asset-backed commercial paper* (ABCP) e outras formas de *asset-backed securities* (ABS);
- b) Proporcionar liquidez em prazos maiores, estendendo a maturidade das *bill purchases* e títulos do governo japonês (JGB);
- c) Aumentar o número de contrapartidas, operações de reposição, para as compras dos (JGB) e *commercial papers*. Essas políticas aumentaram o balanço do BOJ, porém a liquidez também aumentou.

A redução das taxas de juros da economia para zero, em contrapartida, fez com que a rentabilidade dos empréstimos bancários caíssem, em consequência de uma margem de lucro menor. Para Goyal e McKinnon (2003), a causa para a queda de crédito bancário para o setor privado se dá devido a dificuldade de obter lucros por bancos que tiveram problemas de *no-performing loans*, este lucro que serviria como recuperação de seus capitais.

Com a crise no setor bancário a obtenção de crédito, mesmo com taxas de juros zeradas, não deu certo. Sendo assim necessário que se haja uma reforma na estrutura do setor bancário japonês. A partir desse momento que o BOJ decide mudar seu instrumento de política monetária e faz a implantação do *quantitative easing*, com operações de mercado aberto, compra de títulos públicos diretamente do setor secundário, o BOJ consegue aumentar as reservas do setor bancário, aumentando assim também a base monetária do país.

4.2.1 Impactos da aplicação do QE na economia japonesa

Com o passar do tempo, os ativos que poderiam ser comprados pelo BOJ foram expandidos gradualmente. A política *de quantitative easing* elevou o balanço do BOJ de ¥ 91 trilhões, em 1998, para cerca de ¥ 155 trilhões, em 2006.

Durante 2002 e 2004, as compras de ações realizadas pelo BOJ atingiram ¥ 2,1 trilhões, representando cerca de 6% do total do capital dos bancos. no início de 2004, o Ministério das Finanças (MOF) propôs uma mudança cambial de grande escala, fazendo assim com que o iene se estabilizasse em um período de baixa do dólar. Essa agressiva intervenção cambial, principalmente 2003 e 2004, auxiliava na proteção da política monetária contrachocos externos, mas não alcançou a depreciação esperada do iene: em 2003, \$ 1 = ¥ 115,93; em 2004, \$ 1 = ¥ 108,19, e em 2005, \$ 1 = ¥ 110,21.

A *quantitative easing* não freou imediatamente a deflação e também não conduziu a uma expansão no crédito bancário, tronando assim uma demanda inexpressiva de crédito. Para Ito e Mishkin (2004), mesmo com todo o empenho, o BOJ não conseguiu acabar com a deflação, pois a expectativa dos agentes era de que por mais expansiva que fosse a política monetária, em algum momento teria de ser revertida.

A economia japonesa se mantém deflacionária por quase todo período dos anos 2000, pois as políticas adotadas pelo BOJ, durante os anos 90, provaram-se fracas em relação ao declínio de preços. No período em que a *quantitative easing* foi implantada, os preços já estavam muito baixos e os rendimentos de longo prazo havia projeções negativas. Ajustes precipitados e a falta de coordenação na aplicação da política foram fatores que também prejudicaram o funcionamento da política QE.

As políticas de taxas de juros zero e *quantitative easing* produziram, altos custos, mas sem uma certeza de que o problema seria resolvido. A liquidez em excesso e baixas taxas de juros fizeram com que os devedores preferissem se manter regular em seus pagamentos de juros, a troco de maquiarem suas verdadeiras situações devido à empréstimos problemáticos e mercado financeiro desorganizado. E o achatamento da curva de rendimentos dificultou o aumento de rentabilidade dos bancos, pois as consequências dos *non-performing loans* foram severas para este setor.

5 COMPARAÇÃO DA APLICAÇÃO DA POLÍTICA ENTRE JAPÃO E ESTADOS UNIDOS

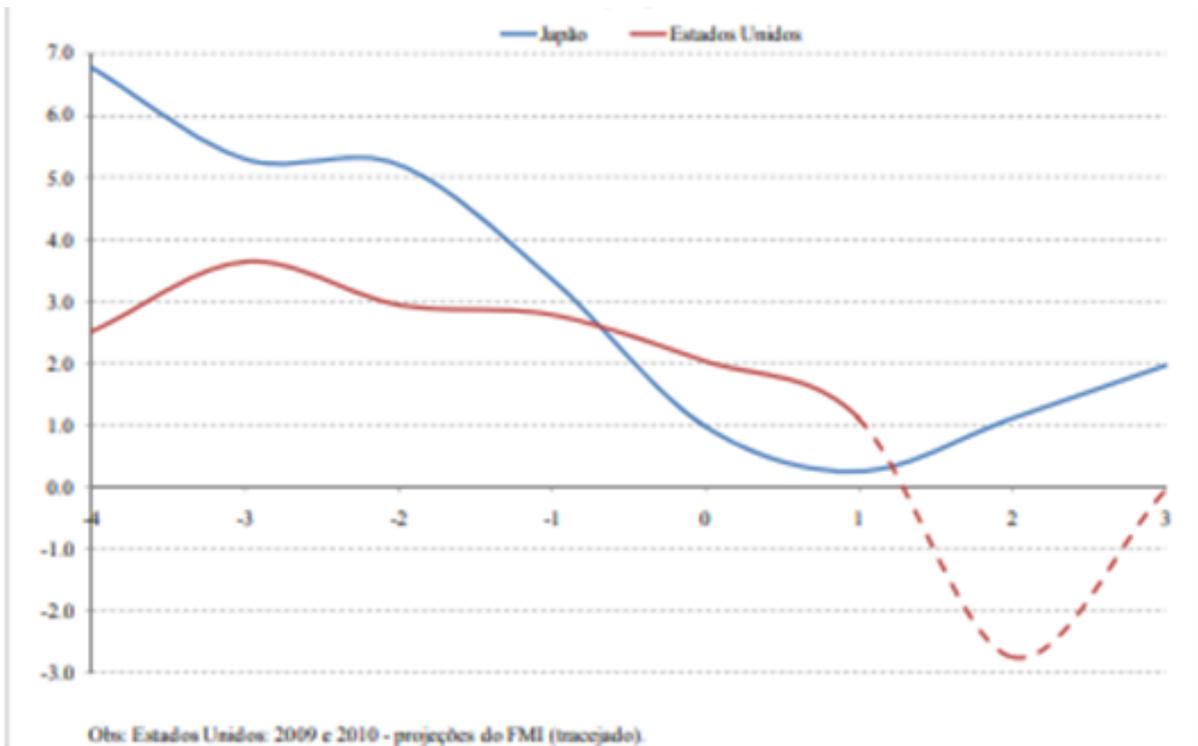
Anteriormente analisamos a crise econômica do Japão entre os anos 90 e o início dos anos 2000, juntamente com a crise norte americana iniciada em 2007. Observamos algumas semelhanças, bem como algumas diferenças o qual nos faz questionar se haverá crise semelhante nos EUA.

Comparamos os casos e compilamos as lições que os Estados Unidos podem aprender com o caso japonês. Utilizando a mesma metodologia proposta por Reinhart e Rogoff (2008), comparamos os preços de ativos, taxas de crescimento real e dívida pública. Concordamos com o período 0 como 1992 no Japão e 2007 nos EUA. Na sequência, avaliamos os olhamos para os primeiros quatro anos e os próximos três anos no Japão e 2008 nos Estados Unidos.

Vimos que em ambos os países, as autoridades monetárias implementaram políticas monetárias expansionistas devido às recessões ocorridas antes das bolhas. As expansões ajudaram as economias a se recuperar, mas foram mais longas que o necessário, fomentando as bolhas de ativos sobretudo imobiliários e de renda variável.

A Figura 7 mostra a evolução do PIB, onde podemos verificamos que o PIB do Japão, embora tenha desacelerado consideravelmente e a sua recuperação foi bem lenta, não apresentou crescimento negativo durante o período analisado (1988-1995), embora tenha desacelerado consideravelmente. Em 1998 o PIB japonês caiu novamente e ficou negativo em 1998 (-2%, segundo o FMI). Com relação aos EUA, vemos o fundo (e vários outros analistas) prevendo um declínio muito mais rápido (-2,8% em 2009), mas uma recuperação mais rápida em uma recessão em forma de V.

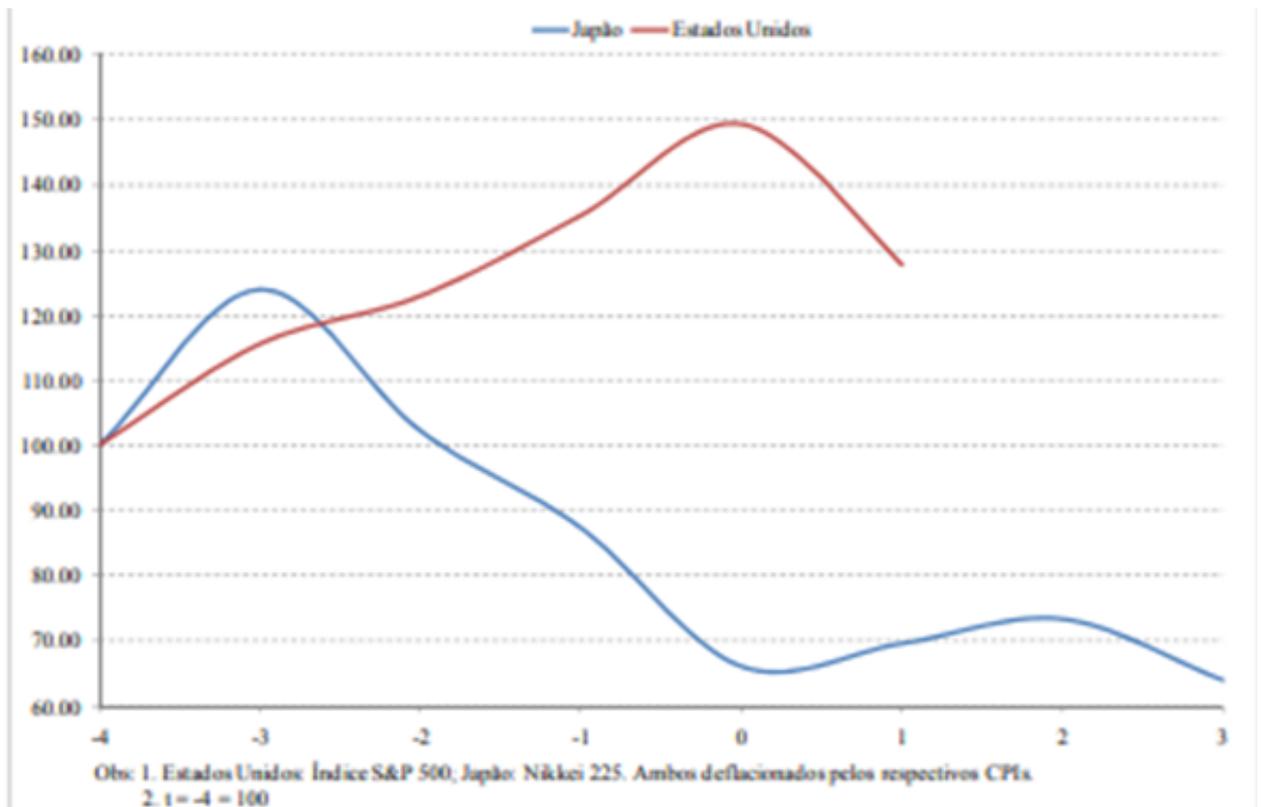
Figura 7 – Crescimento do PIB Real (Variação Percentual)



Fonte: FMI

No mercado de ações, o Nikkei 225 atingiu o pico em dezembro de 1989, enquanto o S&P 500 atingiu o pico em outubro de 2007 (assim como o *Dow Jones Industrial Average*). Vale lembrar que todos esses picos são máximos históricos da série.

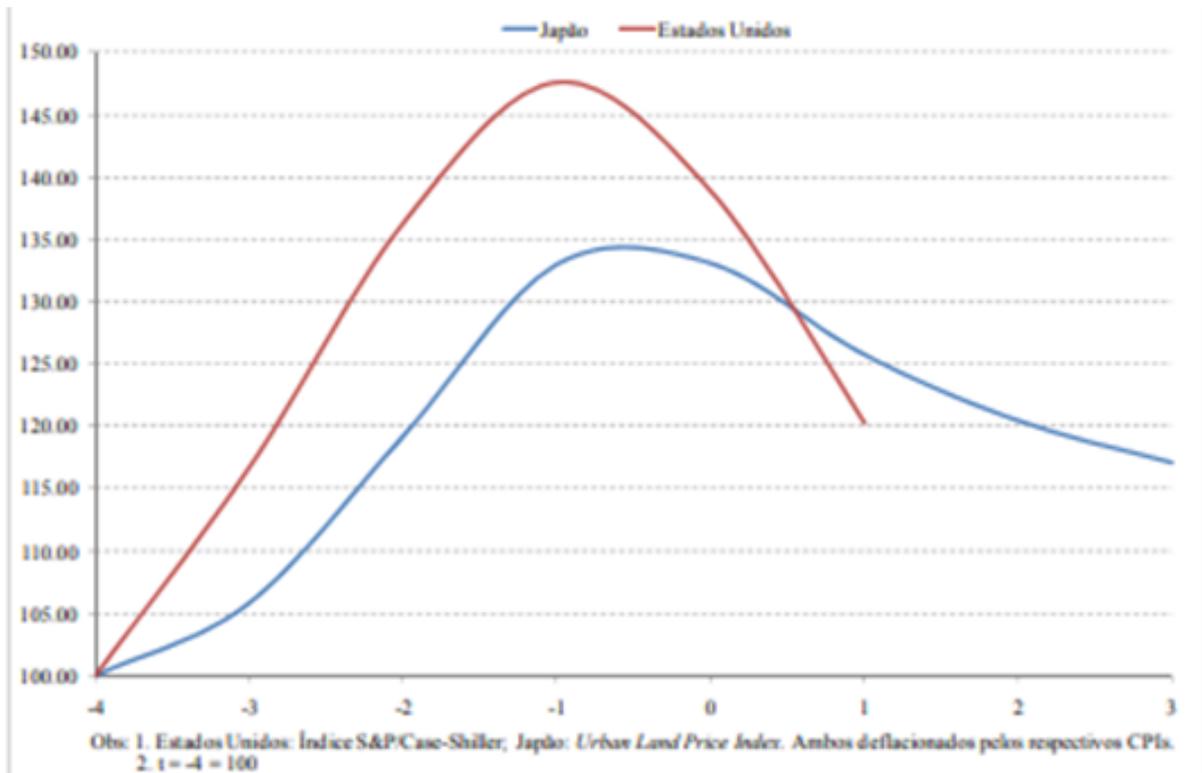
Figura 8 – Índices Reais de ações



Fonte: Bureau of Labor Statistic

No setor imobiliário, o índice de preços de terrenos urbanos do Japão atingiu o pico em 1991, enquanto nos EUA o índice OFHEO atingiu o pico em junho de 2007 e o índice S&P/Case-Shiller atingiu o pico em junho de 2006. Podemos ver no gráfico abaixo que os preços dos imóveis nos EUA valorizaram mais e caíram mais.

Figura 9 – Preços Reais dos Imóveis



Fonte: Bureau of Labor Statistic

A expansão monetária e o aumento dos preços fizeram com que os investidores japoneses e norte-americanos ignorassem os riscos mais elevados inerentes aos retornos mais elevados que buscavam, o que levou as instituições financeiras a tomar empréstimos em excesso e emprestar sem avaliar adequadamente o risco de inadimplência da contraparte. O estouro da bolha imobiliária e a subsequente depreciação das garantias causaram problemas de balanço para esses proprietários, pois, seus ativos depreciaram, enquanto seus passivos permaneceram os mesmos.

Conseqüentemente, com a queda nos preços dos imóveis, os clientes dos bancos não conseguiram quitar seus empréstimos, poluindo os balanços bancários. Os bancos reduziram a oferta de empréstimos a fim de manter os níveis de capital exigidos por lei.

A aversão ao risco leva os investidores a procurar ativos menos arriscados, enquanto os credores cobram spreads muito altos quando decidem emprestar. Assim, embora as autoridades monetárias aumentem os saldos reais da economia, elas permanecem nas instituições.

Sem crédito, a economia estagna. Se os pontos de gatilho para as duas crises foram os mesmos, sua velocidade e gravidade foram muito diferentes. Nishimura (2009) apontou que no momento inicial da crise, um mês de desenvolvimento da crise na América do Norte equivalia a três meses de desenvolvimento da crise no Japão; após isso, com a aceleração desenfreada da crise, a equivalência em meses foi de 1:5 relação Estados Unidos – Japão

5.1 ECONOMIAS E SISTEMA FINANCEIRO

A diferença fundamental entre as duas economias citadas é a organização de seus sistemas financeiros. Como se sabe, os bancos desempenham um papel importante no sentido de reduzir a assimetria de informação entre tomadores e emprestadores.

Os bancos cobram de seus clientes uma taxa a fim de repassar informações sobre os financiamentos. Com o desenvolvimento e a sofisticação dos mercados financeiros, os bancos perderam parte de sua importância, já que os clientes (sobretudo grandes empresas) podiam se financiar diretamente nos mercados. Além disso, pequenos investidores podem investir diretamente no mercado ou através de instituições especializadas em investimento e gestão de recursos.

A maioria das famílias deixavam parte de seu patrimônio nos bancos, já que os mesmos mantinham uma relação próxima com os clientes e facilitavam a tomada de empréstimos. Também há que se considerar que o mercado de capitais era pouco desenvolvido e havia grande participação das finanças públicas no sistema.

Diante da perda da rentabilidade, os bancos tornaram-se mais agressivos, o que os levou a conceder empréstimos mais arriscados que depois, com a queda dos preços dos imóveis, se tornaram *non-performing loans*, travando o mercado de crédito em sua economia. Enquanto que nos EUA, o mercado de capitais é bastante desenvolvido, predominando outras instituições, como por exemplo: bancos de investimento, fundos de pensão, fundos de hedge e muitos outros.

As famílias americanas mantêm seu capital principalmente em fundos de pensão, além de terem parcela considerável de sua renda investida diretamente no mercado de capitais.

Uma economia baseada no mercado de capitais é tida por muitos analistas como mais eficiente na alocação de recursos e mais estável. Esta última qualificação pode ser questionada, pois, nesse tipo de organização, a renda da economia em geral está mais sujeita a variações nos preços dos ativos. De fato, os mais diversos setores da economia norte-americana foram afetados pela queda nos preços dos ativos.

O problema no caso da atual crise foi o fato de que essas instituições não estão sujeitas a regulação e nem contam com a rede de segurança com que contam os bancos comerciais, tal como a proteção da FDIC. A falta de regulação permitiu que elas se endividassem em demasia (havia instituições alavancadas 35 vezes, como o Bear Stearns) e assumissem riscos excessivos. Além disso, as transações de balcão, principalmente no mercado de derivativos, conectavam todas as instituições, de forma que problemas em uma instituição gerariam risco sistêmico: ela se tornou grandes demais para falir (*"too big to fail"*).

5.2 Inteligência Financeira

Considerando as diferenças em um mundo com inúmeras inovações financeiras e muito mais interconectado graças aos avanços tecnológicos e à globalização, a crise inicialmente localizada em um setor específico se expandiu rapidamente para a economia real e para o resto do mundo. A crise japonesa nos ensina que, enquanto os balanços dos bancos não forem limpos, eles não retomarão a concessão de novos empréstimos e reterão a liquidez fornecida.

É preciso interromper o círculo vicioso em que a confiança do mercado é cada vez mais erodida, o que dificulta o financiamento dos bancos que contraem o crédito, afetando negativamente a economia real.

Após setembro de 2008, este fato foi comprovado na crise norte-americana uma vez que os bancos passaram a reter liquidez, o que fez os multiplicadores monetários caírem acentuadamente mesmo com a forte expansão da base monetária. Além disso, injeções de capitais nos bancos são necessárias para recompor o capital, depois que tais baixas forem feitas.

A opinião pública vê como injusta a ajuda com dinheiro público a instituições que lucraram sozinhas enquanto a economia crescia e assumiram riscos excessivos por sua conta e risco. De fato, este fator atrasou a implementação da medida no Japão, uma vez que o público somente aceitou quando sentiu o aperto mais forte do crédito em 1997. O mesmo problema surtiu efeito nos Estados Unidos principalmente em meio à disputa das eleições presidenciais. O risco de *moral hazard* claramente existe; no entanto, é preciso primeiro combater a crise e depois pensar em reformas que afastem esse risco.

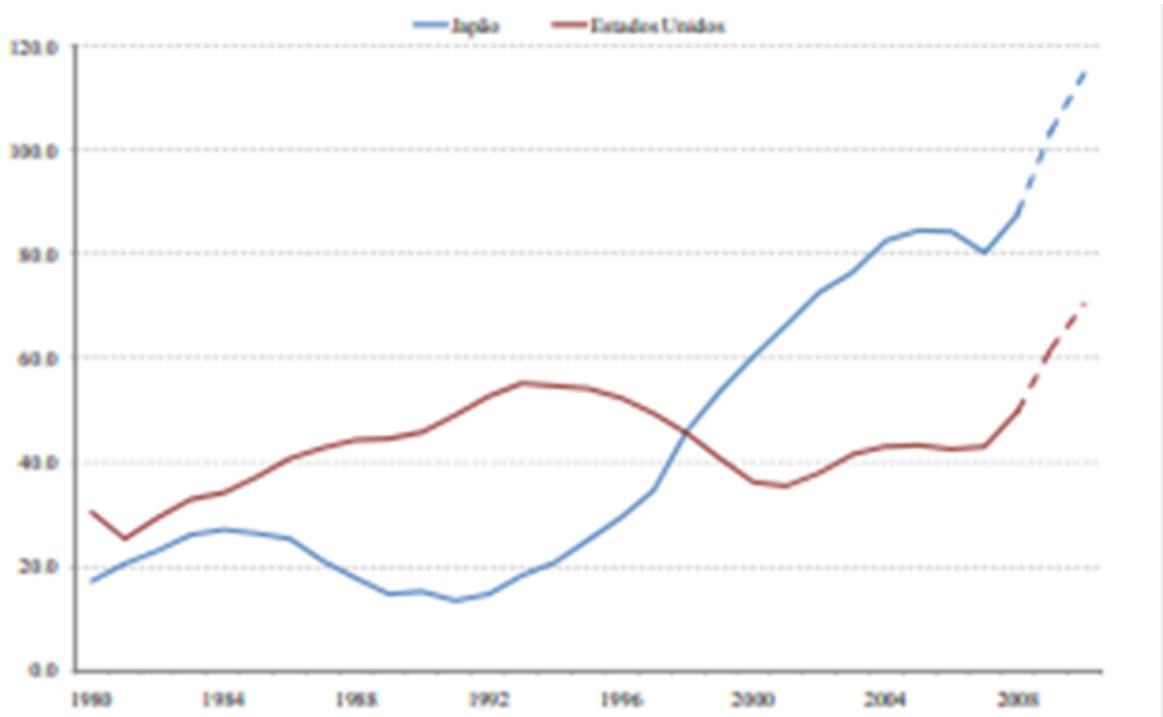
A política monetária é um dos pontos importantíssimos no processo de recuperação da economia. Outro ponto também importante é a política fiscal. Como observamos, no caso japonês, não apenas a oferta de crédito estava retraída, mas também a demanda, pois as empresas (mais endividadas que as famílias no caso japonês) estavam tentando reestruturar seus balanços e não desejavam contrair mais dívidas.

Assim, o governo deve expandir seus gastos de forma eficiente e inteligente, com o objetivo de estimular a demanda agregada e, conseqüentemente, o crescimento autossustentável da economia. Obviamente, o aumento resultante da dívida pública é preocupante e deve-se pensar em maneiras de reduzi-la, mas é importante que a economia já dê sinais de que pode crescer com base no consumo e nos investimentos privados. É importante que o erro das autoridades japonesas de aumentar o imposto sobre consumo em 1997 não seja repetido.

Na Figura 10 (Comparativo da relação Dívida/PIB Japão x EUA) vemos que o endividamento público japonês não aumentou muito no início da crise. Mas, teve forte aceleração no fim da década de 1990, época em que o governo implementou novos pacotes fiscais (de quase ¥14 trilhões de ienes), além de diversas injeções de capital nos bancos

japoneses.

Figura 10 – Dívida Líquida do Governo em Relação ao PIB



Fonte: FMI

Importante salientar que o Japão em sua recuperação, obteve uma ajuda com que os Estados Unidos não contaram: o crescimento econômico mundial foi bastante acelerado – principalmente nos países emergentes (com destaque para a vizinha China) até o estouro da bolha nos Estados Unidos, de forma que o Japão pôde contar com as exportações para estimular sua indústria e os investimentos.

Enquanto que os Estados Unidos tiveram diante de si um cenário externo bastante adverso, pois, graças aos avanços tecnológicos, ao processo de securitização e à enorme interligação entre os diversos mercados financeiros, o mundo todo foi contaminado pela crise dos empréstimos subprime.

6 CONCLUSÃO

O desenvolvimento deste trabalho teve como objetivo analisar um modelo excêntrico de política monetária utilizada pelo FED nos EUA e Japão após o surgimento da crise conhecida por subprime, denominado *Quantitative Easing* (QE) e compará-las dado o respectivo momento de seus acontecimentos. Por ser uma política monetária de duração limitada, é extremamente difícil determinar um tempo médio de duração, entretanto, no Japão esta política foi utilizada por exatos 5 anos, enquanto que nos EUA a duração foi de 7 anos.

A crise enfrentada pelo Japão que posteriormente foi vivida no EUA, foram marcadas como uma das maiores crises mundiais. Esses acontecimentos trouxeram diversas mudanças na economia mundial, mas com muito mais intensidade na economia do EUA durante a crise. Os principais bancos de investimentos, alguns com mais de 60 anos de história, contribuíram com o fracasso econômico durante a crise.

Quando comparadas, as crises possuem diversas semelhanças econômicas, dado que ambas foram desencadeadas pelo estouro de bolhas relacionadas a precificação de ativos e foram ditas como, no caso dos EUA, crises de balanços privados, e das grandes indústrias, no caso do Japão. Atingiram drasticamente grandes instituições financeiras que em anos antes do estouro das bolhas concederam descuidadamente crédito, que como decorrência, tiveram balanços com diversos ativos inadimplentes, os quais prejudicam seu capital.

A política monetária foi um aspecto muito importante em ambas as crises, e nos dois casos esta política foi vista como um dos fatores desencadeantes destes acontecimentos e posteriormente vista como fundamental para a sua solução. Analisamos que tanto no Japão quanto nos Estados Unidos o uso de métodos econômicos incomuns foi efetivo, tais como a aquisição de ativos privados, com o intuito de prover liquidez à economia, mesmo com taxas de juros nominais extremamente baixas.

Além disso, medidas fiscais, como por exemplo alguns programas de estímulo implementados pelo governo, também foram fundamentais. Embora existam diferenças de estrutura e tamanho econômico entre o Japão e os Estados Unidos, bem como suas próprias crises, o que aconteceu no Japão deve ser lembrado para não repetir os mesmos erros e deixar que o sucesso seja um exemplo.

De certa forma a economia do Japão só começou a se recuperar de forma sustentável após o problema do nonperforming loans ter sido resolvido e o crédito restaurado, confirmando a importância da intermediação financeira para uma economia de mercado. Portanto, é importante que os EUA lidem com os ativos ruins em seus balanços bancários o mais rápido possível. Nesse caso, o problema é muito maior.

A crise japonesa nos ensinou uma lição sobre a importância de usar a crise para resolver problemas estruturais: Mesmo que o momento pareça inadequado para mudanças

profundas, pois a economia já está em dificuldades e o fato de atrasar as reformas necessárias pode acabar prejudicando toda a recuperação econômica. Portanto, a reforma no sistema regulatório das instituições financeiras foi extremamente importante nos Estados Unidos.

O aumento contido pelo FED nas alíquotas de imposto de consumo foi importante para a economia, tal como o governo do Japão realizou em 1997, e o banco japonês acabou com a política de juros zero em 2000, o que depois teve que ser feito novamente, junto com a flexibilização quantitativa.

A solução de crises da magnitude das estudadas neste trabalho implica custos para a sociedade, sobretudo aos contribuintes, muitos dos quais podem não ter nenhuma relação com os fatores que levaram à crise. Porém, como já foi dito muitas vezes por autoridades e analistas, o impacto de não fazer nada diante de tamanhas crises é muito maior e mais amplo que o custo das intervenções das autoridades. No Japão, grande parte dos recursos envolvidos nos esforços de ajuda ao setor financeiro e à economia em geral foi recuperada, mas após uma “década perdida”. Uma estagnação tão prolongada na economia seria desastrosa não só para os norte-americanos, mas para a economia mundial. A resolução da crise acabou sendo muito mais rápida nos Estados Unidos do que foi no Japão, tanto quanto sua recuperação econômica, mesmo com o tempo utilização da política sendo menor no Japão do que nos EUA.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANK OF JAPAN . **Comparative economic and financial statistics – Japan and other major countries**. Bank of Japan, 1999.

BERNANKE, B. **Japanese Monetary Policy: A case of Self-Induced Paralysis?**, Princeton University, 1999.

BERNANKE, B. **The Crisis and the Policy Response**, Stamp Lecture, London School of Economics, 2009.

BERNANKE, B. **The Federal Reserve Balance Sheet: An Update, Federal Reserve Conference on Key Developments in Monetary Policy**, Washington D.C., 2009.

BERNANKE, B. **Monetary policy since the onset of the crisis**. The Federal Reserve Bank de Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 31 Aug. 2012.

CAGNIN, R F. **O ciclo dos imóveis e o crescimento econômico nos Estados Unidos 2002-2008**. Estudos Avançados 23 (66), 2009.

CURDIA, V.; WOODFORD, M. **Conventional and unconventional monetary policy**. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, May 2010.

FAWLEY, B. W.; NEELY, C. J. **Four stories of quantitative easing**. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2013.

FRAGA, JEFFERSON. S. **A crise econômica no Japão após os anos 90. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Ciências e Letras da UNESP, Araraquara, 2011.**

ITO, TAKATOSHI , (2003) **Retrospective on the bubble period and its relationship to developments in the 1990´s**. Blackwell Publishing Ltd, 9600 Garsington Road, Oxford, OX4 2DQ, UK and 350 Main Street, Malden, MA 02148 , USA .

KEYNES, JOHN M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London: Macmillan, 1936 .

KINDLEBERGER, C. Bubbles. In: EATWELL, J.; MILGATE, M. (Org.). **The New Palgrave Dictionary of Money and Finance**, 1992

MCKINNON, R.; OHNO K. **Dollar and yen: Resolving economic conflict between the United States and Japan**. Cambridge, Mass.: The MIT Press, 1997.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986

OREIRO. J. L. **Bolhas, incerteza e fragilidade financeira: uma abordagem pós-keynesiana**. 2001. Disponível em: <<http://www.joseluisoreiro.ecn.br/artacademicos.asp>>. Acesso em: 15 de Outubro de 2022.

PINKUSFELD, C B; TEIXEIRA, L. **Política econômica em tempos de crise: a reação do governo norteamericano à crise subprime**. Rio de Janeiro: IE/UFRJ 2014.

SARAIVA, P J; MODENESI, A M; DE PAULA, L F. **Crise financeira americana e as políticas monetárias não-convencionais**. Economia e Sociedade, Campinas, v. 26, n. 1

abr. 2017.

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

TONOOKA, K. EDUARDO. **A década perdida da economia japonesa**. Política Externa, São Paulo, vol. 12 , n. 4 , p. 35-41, mar./abr. 2004

TORRES Fº, E. T. **Japão: características estruturais da crise econômica atual**. Rio de Janeiro, Mimeo., 2000 .

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

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