

The Weekly Globe



20

jan/26



Tempo
de leitura
6 min

A dívida do Japão preocupa investidores de títulos japoneses? E por que isso importa?



Alejandro Estevez-Breton
Estrategista-chefe de renda fixa
Banco Itaú International
alejandro.estevez-breton@itau.us



Resumo

Durante décadas, a combinação de juros baixos e inflação baixa fez do Japão o lugar ideal para investidores fazerem arbitragem, ou seja, pegarem dinheiro barato emprestado para aplicar no resto do mundo – e embolsar a diferença. No entanto, neste artigo, explicamos como a inflação persistentemente alta, a necessidade de juros mais altos e a trajetória da dívida pública japonesa estão mudando esse cenário e gerando preocupação entre investidores, com impactos potenciais no mundo todo.

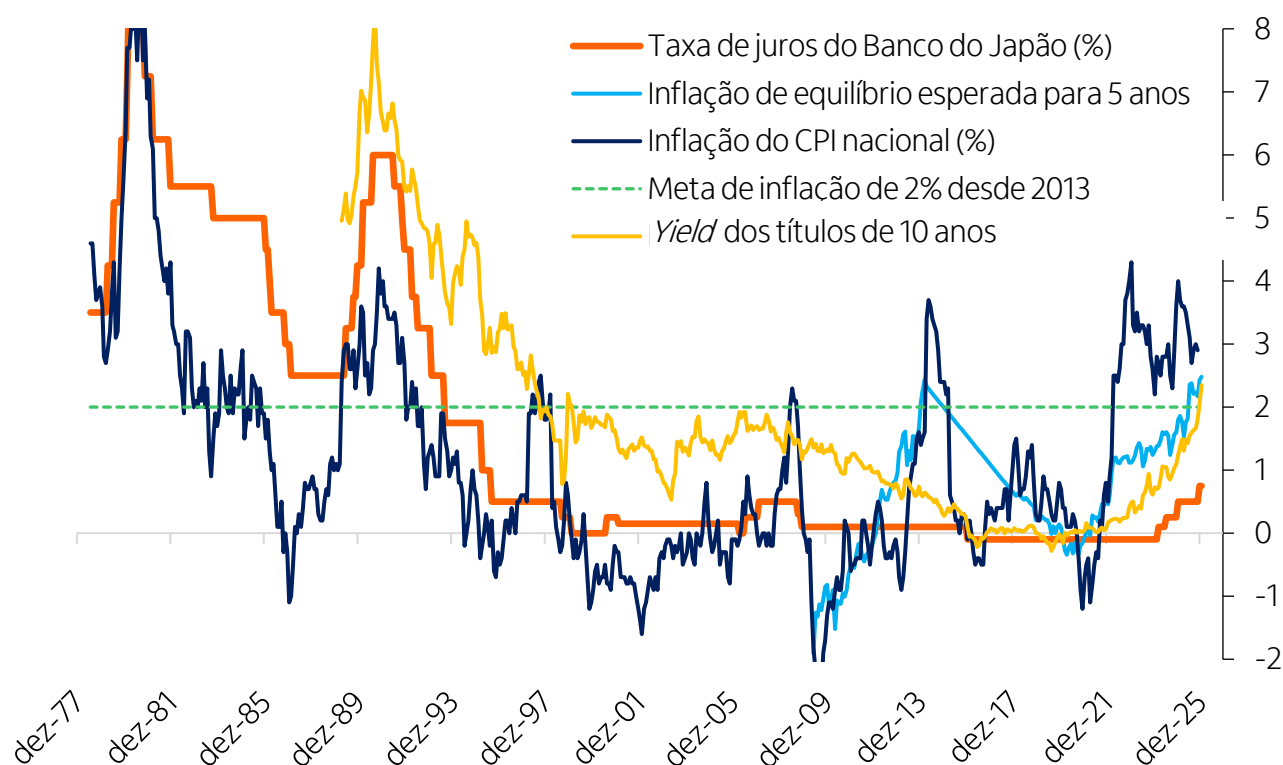
Há décadas, o Japão é considerado um exemplo perfeito de experimentação agressiva com grandes gastos públicos e políticas expansionistas por parte do seu banco central. Desde o início dos anos 1990, o país tem apostado em taxas de juros ultrabaixas e altos níveis de gasto público para tentar reanimar o crescimento após o colapso econômico de 1990.

O resultado? A dívida do governo saltou de 63% do PIB em 1990 para um recorde mundial de 237% atualmente (segundo a definição de dívida do governo geral do FMI). Em outras palavras, o governo deve quase 2,4 vezes tudo o que a economia japonesa produz em um ano.

Ao mesmo tempo, o crescimento real do PIB japonês foi fraco, com média de apenas 0,9% ao ano desde 1990 – bem abaixo de países desenvolvidos como EUA, França, Austrália ou Canadá (entre 1,5% e 2,9%) e também abaixo da média histórica japonesa de 6,8% entre 1956 e 1989. Apenas alguns poucos países desenvolvidos, como Grécia e Itália, apresentaram crescimento médio inferior a 1% desde 1990.

Durante as duas primeiras décadas do século 21, os investidores em títulos não se mostraram muito preocupados com a escalada da dívida pública japonesa, já que as taxas de juros estavam próximas de zero. Entre 1995 e 2024, a inflação anual ao consumidor, de 0,16%, os juros dos títulos públicos de 10 anos (JGBs, na sigla em inglês), de 0,50%, e a taxa do Banco do Japão (BoJ, na sigla em inglês), de 1,11%, se mantiveram em níveis extremamente baixos. Na verdade, a maior preocupação dos investidores era com a deflação (quedas contínuas nos preços), e não com inflação elevada.

Taxa de juros do BoJ, taxas dos títulos do governo e inflação ao consumidor



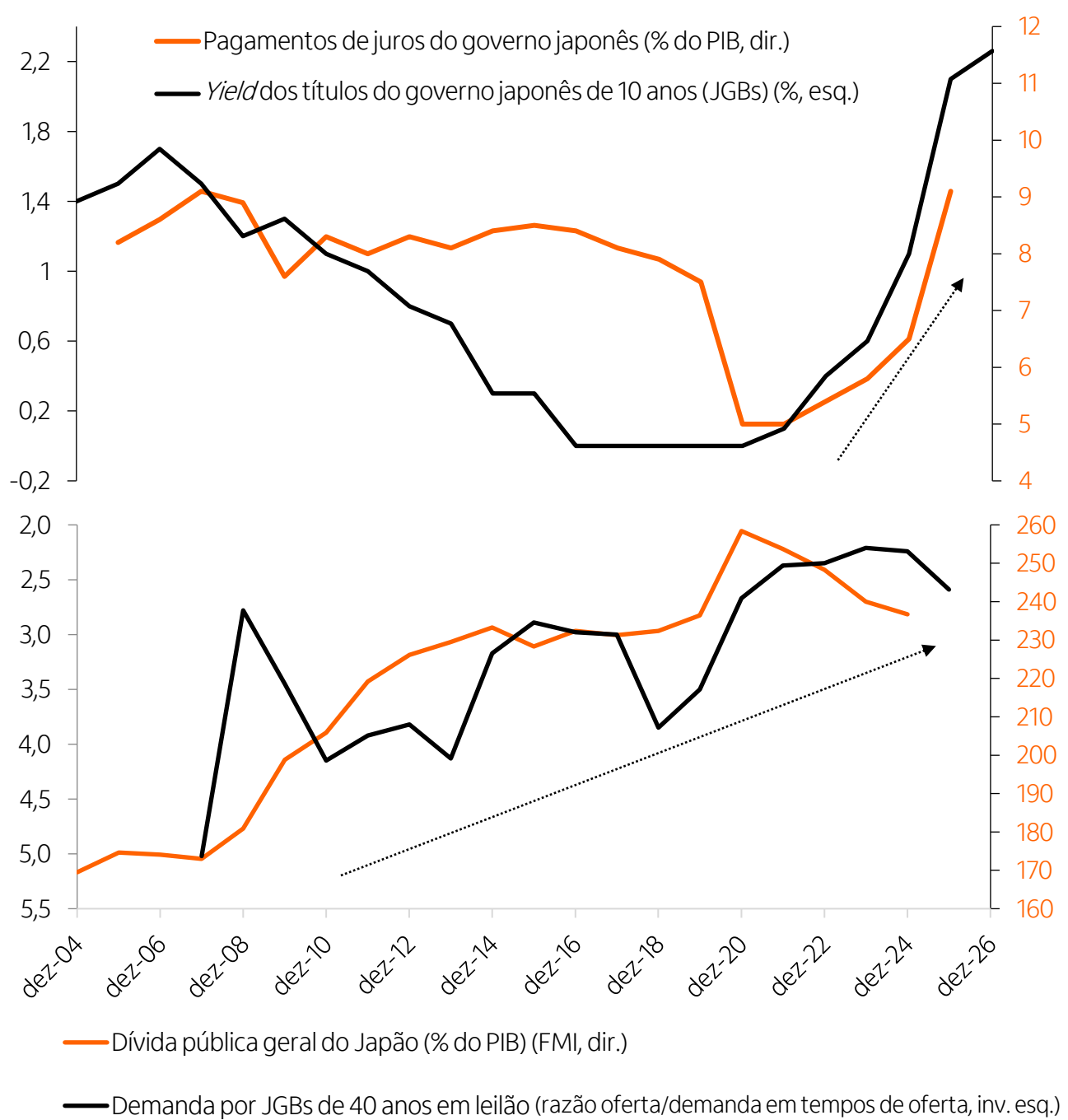
Fonte: Bloomberg e Itaú Private Bank

No entanto, preocupações com a sustentabilidade da dívida começaram a surgir no mercado de títulos japonês devido à inflação persistentemente elevada, que permanece acima da meta de 2% (em vigor desde 2013) desde abril de 2022 – com média de 3,1%. Dois sinais indicam que os investidores estão cada vez mais atentos a esse risco.

Primeiro, os pagamentos de juros aumentaram rapidamente desde 2021, atingindo 9,1% do PIB em 2025 – o maior nível desde 2007. Isso reflete o impacto combinado da inflação persistente e da alta nos juros ao longo da curva de títulos públicos (JGBs). Para um país cuja dívida é mais que o dobro do seu PIB, mesmo aumentos modestos nas taxas de juros geram um grande peso fiscal.

Segundo, a demanda por títulos de prazo muito longo caiu significativamente nos últimos anos. A razão entre oferta e demanda (*bid-to-cover*) nas últimas emissões de títulos do governo japonês com vencimento em 40 anos atingiu seu nível mais baixo desde 2008.

Indicadores fiscais e de títulos do governo japonês (JGBs)



Fonte: Bloomberg e Itaú Private Bank

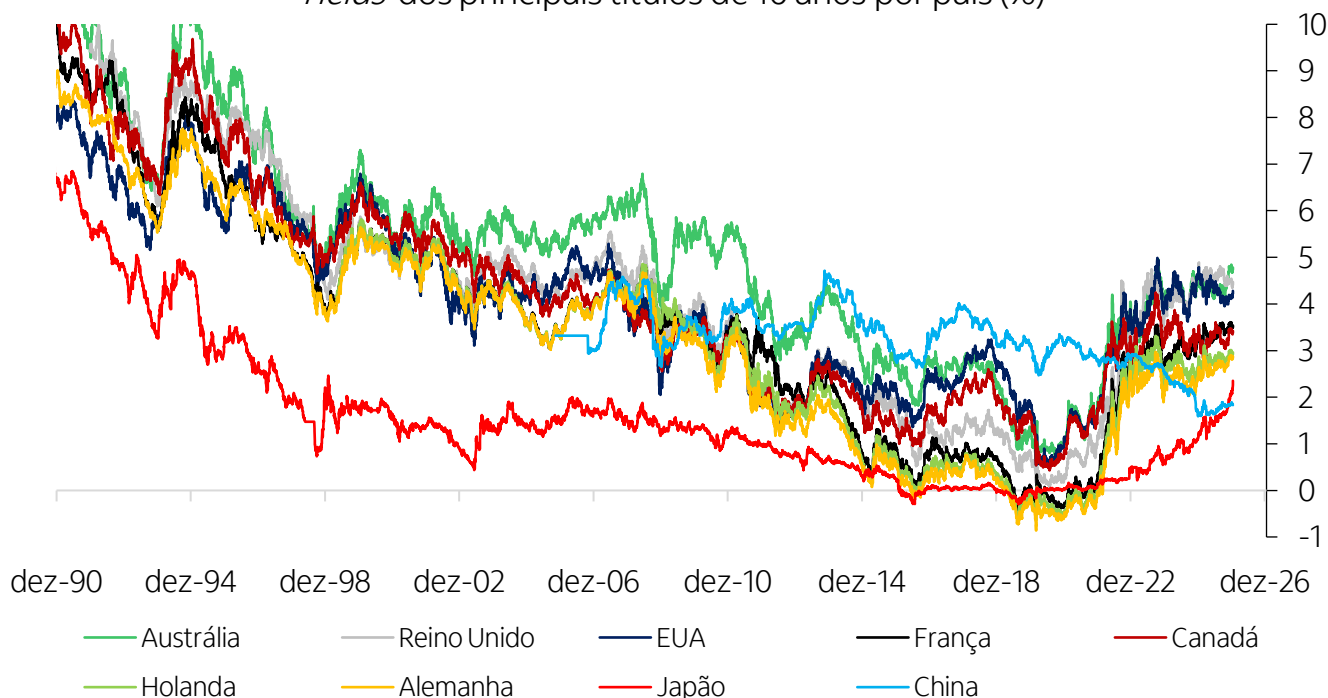
Essa queda sinaliza uma perda de apetite por parte dos investidores em manter exposição de prazo muito longo à dívida japonesa – já que quanto maior a *duration*, maior a sensibilidade do preço à variação nos juros. Historicamente, a forte demanda por esses papéis refletia confiança na estabilidade fiscal do Japão. Hoje, essa confiança parece estar se deteriorando.

A crescente preocupação com a sustentabilidade da dívida no Japão é relevante para outros países, porque os juros dos JGBs funcionaram como um “pisso” implícito para a maior parte dos mercados líquidos de títulos ao redor do mundo. A combinação de inflação muito baixa (com risco de deflação), crescimento econômico extremamente fraco e envelhecimento populacional permitiu ao Japão sustentar um regime de juros ultrabaixos entre 1995 e 2024. No entanto, esse modelo está sendo desafiado pela inflação persistentemente alta desde 2022.

O principal canal de transmissão entre os juros dos títulos japoneses e o restante do mundo é o chamado *carry trade*, pelo qual investidores e *traders* tomam dinheiro emprestado no Japão a taxas muito baixas para investir em ativos mais rentáveis fora do país. Em outras palavras, os juros muito baixos (e a expectativa de que se manteriam baixos) viabilizavam a arbitragem de custos financeiros e a exportação de grandes volumes de capital para o resto do mundo. A inflação persistentemente alta desde a pandemia – inclusive no Japão – e a estratégia de *carry trade* ajudam a explicar como os juros dos títulos japoneses passaram a pressionar para cima os *yields* de outros países.

A exceção notável? Os títulos do Tesouro dos EUA (UST, na sigla em inglês), que vêm se ajustando mais lentamente em relação a outros mercados desde o último ano. Desde as eleições presidenciais americanas de novembro de 2025, os juros dos títulos de 10 anos dos EUA permaneceram praticamente estáveis, enquanto a média de sete mercados desenvolvidos* viu um aumento de cerca de 40 pontos-base – com o Japão liderando com +136 pbs.

Yields dos principais títulos de 10 anos por país (%)



Essa diferença sugere que as taxas dos USTs ainda têm espaço para subir, especialmente se o crescimento americano continuar resiliente e a pressão fiscal persistir. Durante as reuniões do FMI de outubro de 2025, investidores destacaram que os juros dos títulos de 10 anos dos EUA tendem mais a subir para perto de 5% do que a cair para 3%, dados os riscos altistas sobre crescimento e inflação. Nós concordamos com essa avaliação.

Uma pergunta-chave, portanto, é: o Japão está atingindo os limites de suas políticas econômicas? A abordagem japonesa – grandes gastos públicos combinados com uma política monetária ultraflexível – foi elogiada por décadas como inovadora. Mas o cenário atual de inflação persistente, aumento no custo da dívida e demanda enfraquecida por títulos traz uma dúvida crítica: o modelo ainda é sustentável?

A hesitação do BoJ em elevar juros de forma mais agressiva, mesmo com a inflação acima da meta de 2% desde abril de 2022, evidencia o dilema entre sustentar o crescimento e manter a sustentabilidade fiscal.

Na nossa visão, o Japão pode estar servindo como um alerta para outros países desenvolvidos. Sua experiência pode antecipar os desafios que economias avançadas, como os EUA, também enfrentarão. Déficits fiscais persistentes, maior custo da dívida e inflação estruturalmente mais alta podem forçar ajustes semelhantes nos mercados de títulos ao redor do mundo. E se a confiança dos investidores na sustentabilidade da dívida japonesa começar a ruir, isso pode servir de alerta para outros mercados vulneráveis – inclusive para emissores de moedas de reserva global.

De forma geral, trajetórias fiscais insustentáveis podem provocar episódios pontuais de estresse em 2026, mas dificilmente levarão a crises fiscais generalizadas. Embora as despesas com juros estejam subindo em muitos países, incluindo os EUA, a demanda por títulos soberanos – com exceção do Japão – segue firme.

Muitos investidores estão preferindo papéis com vencimentos mais curtos, como forma de mitigar o risco de *duration* (já que papéis longos são mais sensíveis à variação dos juros). Essa demanda pode estar ligada à necessidade de proteção contra choques negativos (os juros costumam cair em períodos de incerteza ou recessão) e ao uso desses títulos como colateral nos mercados de empréstimo de curto prazo.

A regulação bancária internacional classifica os títulos soberanos como ativos líquidos e seguros, o que gera uma demanda estrutural crescente por esses papéis à medida que o sistema financeiro se expande. No entanto, em algum momento nos próximos anos, o volume de emissão de títulos causado pelos gastos crescentes dos governos pode superar a capacidade de absorção dessa demanda institucional.

É difícil prever quando e o que poderia desencadear uma reação significativa do mercado, pressionando os *yields* para cima. Mas o Japão pode estar chegando a esse ponto. Os juros dos JGBs subiram rapidamente e, pela primeira vez na história recente, superaram os *yields* dos títulos de 10 anos da China.

Essa saída do Japão da função de “ piso global de juros ” pode indicar que os riscos de deflação estão migrando do Japão para a China, por exemplo. O mercado de títulos japoneses pode ser o grande tema a ser observado em 2026, dado que o país carrega a maior dívida pública do mundo e uma população que envelhece rapidamente.

A mudança substancial no cenário inflacionário, combinada com uma política fiscal ativa, pode acabar forçando o BoJ a continuar elevando juros. Se isso acontecer sem ajustes do lado fiscal, o Japão pode se tornar a rachadura na parede dos riscos fiscais nos mercados globais, ou seja, o aumento da pressão sobre os *yields* dos JGBs pode ser o primeiro sinal de que os investidores estão exigindo mais responsabilidade fiscal – mesmo dos países mais desenvolvidos do mundo.

**Os sete mercados desenvolvidos de títulos públicos foram: Austrália, Canadá, França, Alemanha, Japão, Holanda e Reino Unido.*

Principais conclusões

- O Japão tem sido o exemplo perfeito de experimentação agressiva com grandes gastos públicos e políticas expansionistas por parte do seu banco central desde o início da década de 1990.
- A dívida pública saltou de 63% do PIB em 1990 para um recorde mundial de 237%, enquanto o crescimento real do PIB tem apresentado uma média modesta de 0,9% ao ano desde 1990.
- Os investidores em títulos não estavam preocupados com a sustentabilidade da dívida japonesa durante o período de 1995 a 2024, porque as taxas de juros eram baixas, mas as preocupações estão surgindo à medida que a inflação permanece acima da meta de 2% desde 2022.
- A combinação do aumento dos pagamentos de juros do governo e da demanda enfraquecida por títulos de longo prazo destaca as crescentes preocupações dos investidores.
- As crescentes preocupações com a sustentabilidade da dívida no Japão são relevantes para outros países, porque os *yields* dos títulos do governo japonês têm sido um "piso" implícito para a maioria dos mercados de títulos líquidos do mundo.
- Os déficits fiscais persistentes do Japão, o aumento do endividamento e a inflação alta por um período prolongado podem eventualmente forçar avaliações semelhantes no mercado de títulos em outros lugares.

Veja também



Perspectivas para os títulos de mercados emergentes em 2026

 [acessar relatório](#)



Como se proteger e onde encontrar oportunidade no mercado de crédito privado com isenção fiscal

 [acessar relatório](#)



S&P 500: retrospectiva de 2025 e perspectiva para 2026

 [acessar relatório](#)

Este e muitos outros conteúdos **você encontra em um só lugar**

[Acesse o Private Insights](#)

O que achou deste conteúdo?



Informações relevantes



Este material foi preparado pelo Banco Itaú International e disponibilizado pelo Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este documento contém informações obtidas de fontes consideradas confiáveis pelo Banco Itaú International e reproduzidas no todo ou em parte e na forma original ou modificada. Ele está sendo fornecido apenas para fins informativos e não pretende ser uma recomendação ou oferta para um produto, serviço ou opinião legal.

Este relatório não deve ser considerado um relatório de análise para os fins da regulamentação que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.

Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição.

As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem a precisão das informações contidas neste material e não são responsáveis por quaisquer danos diretos ou indiretos que possam resultar do uso deste material e de seu conteúdo. Este documento e qualquer informação relacionada a ele são fornecidos com a condição de que sejam estritamente confidenciais e que nenhuma responsabilidade ou obrigação relacionada a ele se vincule ao Banco Itaú International, ao Itaú Unibanco ou a qualquer de seus executivos, funcionários ou agentes.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem que essas informações sejam atuais e não tem obrigação de atualizá-las no futuro.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco se reservam o direito de alterar ou excluir qualquer parte das informações aqui contidas sem aviso prévio.

Este documento não leva em consideração objetivos individuais de investimento, condição financeira ou necessidades dos investidores. As informações contidas no documento não devem, em circunstância alguma, por si só, constituir fundamento para qualquer decisão de investimento. Além disso, não exclui nem substitui a análise que deve ser realizada por qualquer investidor antes de tomar uma decisão de investimento. Nem as informações nem as opiniões aqui expressas constituem uma oferta ou convite para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou produtos de investimento.

Os investidores devem procurar consultoria financeira tributária jurídica e/ou contábil independente, conforme o caso, antes de tomar qualquer decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. As decisões de investimento só devem ser tomadas após a compreensão dos riscos envolvidos, a análise dos objetivos pessoais e a leitura cuidadosa do material de vendas e outros documentos relacionados ao investimento desejado.

As contas mantidas no Banco Itaú International são regidas pelos termos e condições específicos sob a jurisdição dos Estados Unidos da América.

Este documento e qualquer informação fornecida em conexão com este documento são estritamente confidenciais e não podem ser reproduzidos ou redistribuídos a terceiros sem o consentimento expresso por escrito do Banco Itaú International ou do Itaú Unibanco.