

O fim dos juros negativos e as perspectivas para o Japão

“There are four kinds of countries: developed, underdeveloped, Japan, and Argentina.”

“Existem quatro tipos de países: desenvolvidos, subdesenvolvidos, Japão e Argentina.”

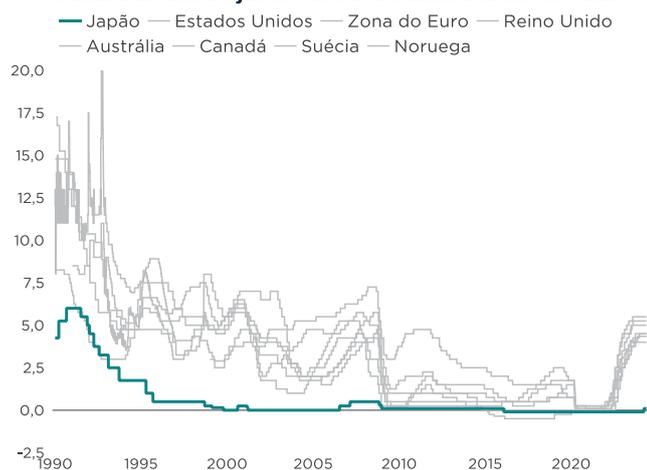
Frase atribuída a Simon Kuznets, contemplado com o Prêmio Nobel de Economia em 1971

Em abril deste ano, observamos o primeiro aumento da taxa básica de juros do Japão em quase duas décadas, encerrando a política de juros nominais negativos e promovendo uma série de mudanças no arcabouço da política monetária implementado no país. A decisão ocorre em um contexto muito diferente do observado em outros países, que elevaram suas taxas de juros de forma expressiva até o ano passado e agora estão realizando cortes de juros (notadamente economias emergentes) ou avaliando o momento adequado para iniciar os seus respectivos ciclos de flexibilização monetária (em sua maioria países desenvolvidos).

equivaler a cerca de 10% do PIB mundial ao final da década de 1980.

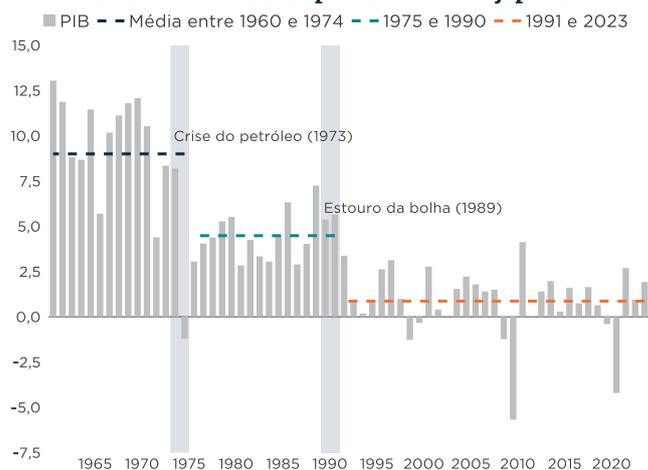
A atividade chegou a desacelerar após a crise do petróleo de 1973, mas seguiu crescendo de forma relativamente estável, ainda que em menor patamar. Foi apenas após o estouro da bolha especulativa em 1989, que o crescimento econômico japonês realmente despencou. Com isso, a média do crescimento anual do PIB passou de 9,0% entre 1960 e 1974 para cerca de 4,5% entre 1975 e 1990 e 0,9% entre 1991 e 2023. O período que sucedeu o estouro da bolha ficou conhecido como a “década perdida”¹.

Taxas básicas de juros em economias desenvolvidas



Fonte: Macrobond

Crescimento real do produto interno japonês



Fonte: Bloomberg

Esperamos, ao longo desta carta, apresentar as razões pelas quais o Banco Central do Japão (Bank of Japan ou BoJ) se encontra em uma situação tão distinta de seus pares em outras economias e porque acreditamos que a decisão de abril pode se tornar um marco de uma mudança estrutural na dinâmica do país. Para este fim, iniciaremos a discussão com uma contextualização histórica ao longo das últimas décadas, a fim de explicar os desafios que o país vivencia hoje e as perspectivas que podemos vislumbrar.

Ascensão e queda da segunda maior economia global

Algum tempo após o desfecho da Segunda Guerra Mundial, a economia japonesa passou a crescer de forma expressiva, em um período que ficou conhecido como o “milagre econômico”, levando o Japão de um país destruído à segunda maior economia do mundo. Tamanho foi seu crescimento, que a economia japonesa chegou a

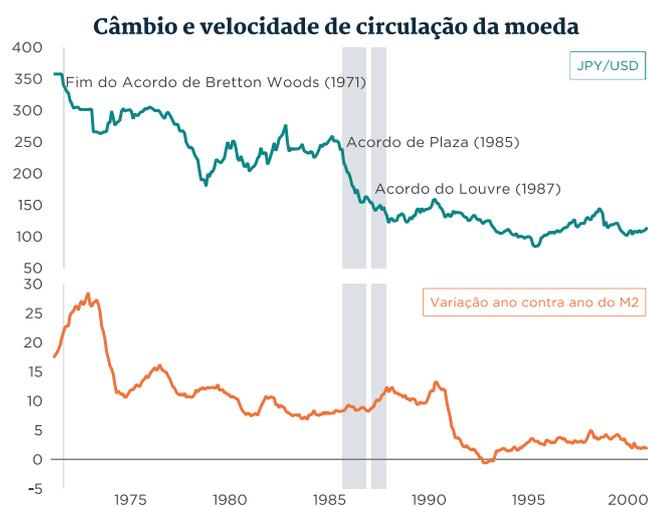
O estouro da bolha e a estagnação

Entre 1983 e 1989, o preço do Nikkei 225 (principal índice de ações do Japão) praticamente quadruplicou, assim como os preços no setor imobiliário. Estima-se que, em dado momento, o preço do Palácio Imperial de Tóquio tenha chegado a valer o equivalente a todo o estado da Califórnia nos Estados Unidos. Nesse contexto, se tornou comum a prática de *Zaitech*, em que empresas se alavancavam para realizar investimentos financeiros, a fim de elevar suas receitas para além de suas atividades principais.

As diversas explicações por trás da bolha especulativa são demasiadamente amplas para serem discutidas aqui em grandes detalhes, mas sabe-se que sua formação se deu em um contexto de aceleração da oferta de moeda e do crédito. Conforme ilustrado pelo gráfico abaixo, o crescimento anual do M2, que representa a quantidade de moeda em circulação em uma economia, aumentou de

¹O termo “década perdida” foi inicialmente designado para se referir à década de 1990, mas posteriormente passou a ser utilizado para janelas mais longas, incluindo até mesmo o período recente.

cerca de 8% em 1984 para cerca de 13% em meados de 1990. Isso pode ser associado à participação do Japão no Acordo de Plaza (1985) e no Acordo do Louvre (1987), que consistiram inicialmente em intervenções cambiais coordenadas com os Estados Unidos, com o objetivo de depreciar o Dólar devido ao elevado déficit na conta corrente americana. Posteriormente, houve tentativas infrutíferas de estabilizar o iene, que seguiu a tendência de apreciação ao longo das décadas seguintes. Argumenta-se que a compra de dólares financiada pela criação de ienes a partir de 1987 pode explicar grande parte do aumento da base monetária no período.



Fonte: Macrobond

Uma das principais explicações para a estagnação econômica durante a “década perdida” pode ser extraída das pesquisas do economista Richard Koo, que atribui o fenômeno a uma “recessão de balanços” (*balance sheet recession*). Segundo essa visão, o inchaço nos balanços das empresas, que saíram da bolha muito endividadas, teria feito com que o comportamento das firmas mudasse, privilegiando a minimização de dívida vis-à-vis a maximização de lucros. A principal implicação prática dessa mudança de preferências é que as companhias não se dispõem a tomar crédito, independentemente da taxa de juros vigente, reduzindo sensivelmente a eficácia da política monetária. Essa explicação pode ser entendida como uma extensão do conceito de armadilha da liquidez (*liquidity trap*), do renomado economista britânico John Maynard Keynes, onde a queda dos juros a certos níveis faz com que os agentes prefiram deter ativos mais líquidos (como a própria moeda) a títulos de dívida.

Não podemos deixar de citar que o país também enfrentou desafios importantes ligados ao mercado de trabalho, que incluíram o envelhecimento populacional, a baixa participação feminina na força de trabalho e a equação de formação de salários conhecida como *Shushin Koyo* (“emprego vitalício”, em tradução livre). Nesse sistema, fruto cultural do período pós-guerra, os empregados assinam contratos de longo prazo com as companhias e os salários crescem por senioridade (em detrimento de mérito), havendo pouco estímulo para mudanças de

emprego, o que reduz a rotatividade e as pressões salariais cíclicas.

Entende-se que grande parte do crescimento e da inflação aquém do esperado no país pode ser explicada por esses fatores, além da prolongada apreciação cambial, o que teria contaminado as expectativas de inflação ao longo do tempo, criando as condições para que o país entrasse em um “equilíbrio contracionista”.

O laboratório econômico

Após o estouro da bolha, o PIB japonês levou quase uma década para registrar seu primeiro recuo (1998)², diante do choque causado pela crise asiática (1997), que afetou inicialmente os tigres asiáticos (Cingapura, Coreia do Sul, Hong Kong e Taiwan), mas se espalhou rapidamente pelo restante do continente. Nesse contexto, uma série de políticas econômicas não convencionais passaram a ser adotadas, incluindo pacotes de estímulo fiscal, a redução da taxa básica de juros a 0,15% (*Zero Interest Rate Policy* ou ZIRP) em 1999 e a primeira adoção a nível global do afrouxamento quantitativo (*Quantitative Easing* ou QE).

Em sua versão inicial, durante os mandatos de Hayami e Fukui, o QE consistiu em compras de títulos do governo japonês (JGBs) e títulos de dívida de curto prazo (conhecidos como *teigata*), elevando o balanço do banco de 115,3 para 152,3 trilhões de ienes entre março de 2001 e o mesmo mês de 2006. Posteriormente, durante o mandato de Masaaki Shirakawa, o BoJ realizou uma segunda rodada de QE, que foi de outubro de 2010 até março de 2013, elevando o balanço de ativos de 121 para 164 trilhões de ienes, mantendo as compras de JGBs e *teigatas*, mas passando a incluir também ETFs e REITs listados na bolsa de Tóquio. Essa segunda versão, apesar de compreender uma lista mais ampla de ativos, pode ser considerada menos intensa do que a anterior, ponderando que o presidente do banco se mostrava relutante a adoção desse instrumento.

Essas medidas seguiram falhando em resgatar a economia japonesa do equilíbrio contracionista de forma sustentável, até que teve início o segundo mandato do então primeiro-ministro, Shinzo Abe, em 2012. O conjunto de medidas implementadas por Abe, que ficou conhecido como *Abenomics*, se baseava no tripé (“*three arrows*” no termo adotado pelo governo): expansão monetária, política fiscal flexível e reformas estruturais.

No campo monetário, Haruhiko Kuroda, apontado para substituir Shirakawa em março de 2013, anunciou um ajuste no *framework* da política monetária, introduzindo o *Quantitative and Qualitative Easing* (QQE) e se comprometendo a dobrar a base monetária e atingir uma meta para o núcleo de inflação de 2% (vinda de 1%) em até dois anos (popularizando o termo “*2-2-2 plan*”). A despeito da mudança de nome, o QQE seguiu praticamente inalterado, com compras ainda concentradas em JGBs, mas com uma implementação significativamente mais intensa do que as versões anteriores. Posteriormente, em 2016, a autoridade também introduziu a política de juros negativos (*Negative Interest Rate Policy* ou NIRP) e a

² Segundo Koo, sem os estímulos fiscais implementados pelo governo japonês, o país poderia ter mergulhado em uma grande depressão, aos moldes do que se observou nos Estados Unidos na década de 1930.

política de controle da curva de juros (*Yield Curve Control* ou YCC), a fim de reduzir a volatilidade da curva de juros, influenciando as taxas de longo prazo também através da sinalização e não apenas das compras de ativos.

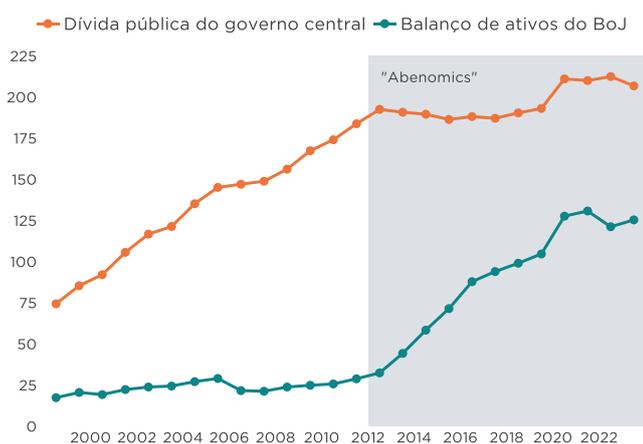
No campo fiscal, a política flexível se referia a estímulos fiscais no curto prazo e uma eventual consolidação fiscal no futuro. Nesse sentido, o governo rapidamente adotou uma política expansionista, mas também se comprometeu a zerar o déficit primário até 2020, além de elevar o imposto sobre o consumo de 5% para 8% em abril de 2014.

As reformas visavam estimular o crescimento econômico e o investimento privado, e se deram a partir de planos anuais, sendo a sua primeira versão anunciada em junho de 2013. As estratégias incluíam diversas políticas que pretendiam elevar o produto potencial japonês, incluindo desregulamentações no mercado de trabalho – relaxando leis de imigração e incentivando a participação feminina na força de trabalho – e políticas industriais voltadas a setores específicos.

Por fim, muitos dos objetivos do governo não foram alcançados. A inflação e o crescimento econômico ficaram aquém da meta e a eliminação do déficit primário foi considerada inviável. Ainda assim, o quadro econômico melhorou, permitindo que o país saísse da recessão e da deflação. Por outro lado, o período também foi marcado por uma grande expansão do balanço de ativos do BoJ, que se aproximou de 780 trilhões de ienes ao final de 2023 (cerca de 125% do PIB), e algum crescimento adicional da já elevada dívida pública, que chegou a quase 1.287 trilhões (aproximadamente 207% do PIB).

Dívida pública e balanço do banco central

Percentual do PIB



Fonte: Macrobond

Abe foi o primeiro-ministro que ocupou o cargo por mais tempo na história do país, servindo em quatro mandatos, sendo os últimos três consecutivos. Foi apenas em agosto de 2020, já próximo ao fim de seu quarto mandato, que Abe anunciou que pretendia renunciar por conta da deterioração de sua saúde³, sendo sucedido por Yoshihide Suga e, posteriormente, Fumio Kishida, que ocupa o cargo atualmente. A despeito de sua saída, as políticas estimulativas que marcaram seu governo seguiram presentes nos anos que o sucederam.

³ Abe seguiu como uma figura pública importante até ser assassinado em julho de 2022, aos 67 anos.

O desafio do Banco Central e a decisão de abril

Em 1939, ainda no contexto da Grande Depressão, o economista americano Alvin Hansen publicou um artigo apontando a possibilidade de um processo de estagnação da economia dos Estados Unidos, o qual ficou conhecido como “estagnação secular”. Anos depois, após a eclosão da crise do *subprime* (2007), esse conceito foi resgatado por economistas como o então secretário do Tesouro Americano, Larry Summers, que apontava para economias desenvolvidas como Estados Unidos, Europa e Japão como exemplos da dita estagnação, marcada por um produto persistentemente aquém do potencial, maior taxa de desemprego e inflação abaixo da meta.

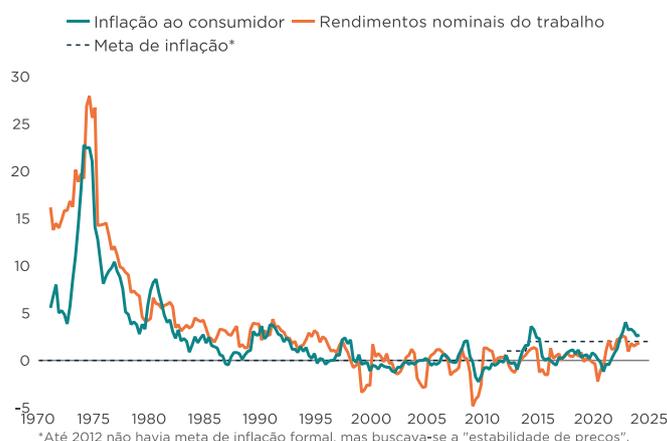
Essa teoria perdeu força após o choque causado pela pandemia de Covid-19, que levou a uma expansão fiscal e monetária sincronizada entre quase todos os países. Desde então, a economia mundial experimentou um período de forte crescimento e aceleração da inflação, o que se mostrou uma oportunidade para o Japão.

Ainda na primeira metade de 2022, a inflação ao consumidor acumulada em 12 meses ultrapassou a meta de 2% pela primeira vez desde 2015, atingindo um pico de 4,3% em janeiro de 2023, mas voltou a cair daí em diante, alcançando 2,7% em março desse ano. O principal desafio do BoJ reside em manter a inflação um pouco acima da meta de forma sustentável, o que por sua vez, depende em larga medida de dois fatores: estabelecer um “ciclo virtuoso” entre preços e salários e ancorar as expectativas de inflação em linha com a meta.

Dados recentes indicam que a relação de repasse de preços para salários, bem como de salários para preços, está voltando a demonstrar algum *pass-through* desde o ano passado. A relação entre as duas variáveis perdeu bastante força na década de 1990 e praticamente se dissipou a partir de 2010. Uma evidência emblemática da reversão desse movimento foi o resultado das negociações salariais de primavera (“*spring wage offensive*” ou “*Shunto*”)⁴, que devem resultar no maior aumento salarial em mais de três décadas.

Inflação e salários

Variação ano contra ano (%)



*Até 2012 não havia meta de inflação formal, mas buscava-se a “estabilidade de preços”.

Fonte: Macrobond

⁴ Embora apenas cerca de 16% dos trabalhadores japoneses sejam sindicalizados atualmente.

Ao mesmo tempo, podemos observar algum progresso na reancoragem das expectativas de inflação, que subiram de forma expressiva entre 2021 e 2022 e agora parecem estar se estabilizando um pouco acima da meta, em linha com os objetivos do Banco Central. Isso é retratado no gráfico abaixo, que ilustra as expectativas de inflação dos agentes econômicos que respondem à pesquisa TANKAN, realizada pelo BoJ.

TANKAN: expectativas de inflação

Média das expectativas em termos anualizados

— 1 ano — 3 anos — 5 anos



Fonte: Macrobond

Diante desses avanços, a reunião de abril do BoJ resultou em uma alta de 10 pontos base na taxa de juros de curto prazo, encerrando a política de juros negativos e abandonando formalmente o controle da curva de juros (cuja banda de tolerância já havia sido alargada gradualmente ao longo dos últimos anos). Além disso, a autoridade monetária também declarou encerrada a compra de ETFs e REITs, mantendo apenas as compras de JGBs, a fim de minimizar a volatilidade na curva de juros, mas sem defender um nível específico para as taxas. Dito isso, as condições financeiras seguem bastante acomodáticas⁵ e devem ser mantidas dessa forma, a fim de garantir a continuidade da redeflação.

A decisão foi bem telegrafada e se mostra condizente com uma normalização gradual da política monetária, o que pode reduzir a disparidade entre o país e o resto do mundo, caso o progresso atual prossiga.

Perspectivas para economia e mercados

As mudanças na política monetária do Banco Central do Japão marcam um ponto crucial na economia do país. A normalização gradual da política monetária traz tanto desafios quanto oportunidades para os investidores.

A primeira implicação do novo arcabouço monetário é a perspectiva de juros mais altos, o que afeta, entre outras coisas, o custo das dívidas de famílias, empresas e do já altamente endividado governo. Na prática, isso cria uma limitação ao quanto os juros podem subir sem colocar em risco a sustentabilidade da dívida pública.

Essas restrições à alta de juros, em meio a uma conjuntura de juros globais elevados por mais tempo, ajudam a

explicar a performance do Iene, que já depreciou mais de 50% desde 2021. Do ponto de vista do Banco Central, o câmbio mais fraco pode ser entendido como um aliado, mas o mesmo não pode ser dito do Ministério das Finanças, que encara a depreciação exacerbada como um problema político.

Pode-se especular que alguma alta das taxas de juros, se acompanhada por uma redução da participação do BoJ nas compras de títulos públicos, também pode resultar em aumento da demanda doméstica por títulos do governo, em detrimento de investimento em dívida estrangeira. Vale lembrar que o Japão hoje é um grande credor internacional, chegando a deter mais títulos do governo dos Estados Unidos do que qualquer outro país.

A despeito dos desafios, o sucesso do Banco Central no combate à deflação tende a gerar ganhos para o mercado acionário, não apenas em termos nominais, mas também em termos reais, à medida em que o crescimento econômico é retomado. Alguns setores específicos podem se beneficiar ainda mais de uma normalização monetária, como os bancos, a depender da evolução dos *spreads* de juros.

Para concluir, o fim da era deflacionária no Japão também pode se tornar um caso de estudo importante para a ciência econômica, que se habituou a observar países enfrentando cenários de hiperinflação, mas coleciona poucas experiências bem-sucedidas no lado oposto do espectro.

Referências

- Bank of Japan (2002). Market Operations under the Three-tier System.
- Bank of Japan (2016). New Framework for Strengthening Monetary Easing: "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control".
- Greenwood, John, (2017). The Japanese Experience with QE and QQE.
- International Monetary Fund (2023). 2023 ARTICLE IV CONSULTATION.
- Ito, Takatoshi; Hoshi, Takeo (2020). The Japanese Economy Second Edition.
- Keynes, John M. (1930). Treatise on Money.
- Keynes, John M. (1936). The General Theory of Employment, Interest and Money.
- Koo, Richard C. (2011). Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession.
- Orphanides, Athanasios (2003). Monetary Policy in Deflation: The Liquidity Trap in History and Practice.
- The Brookings Bulletin (1976). Understanding the Japanese 'Economic Miracle'.

⁵ Estimativas de mercado apontam para uma taxa neutra na ordem de 1% em termos nominais.