

CARTA SEMANAL

O país do sol nascente e da moeda decadente

14 DE AGOSTO DE 2026

CANÁRIO DA MINA
ED. 168

G5 Partners

Nas últimas semanas, falamos muito de política monetária – tanto dos Estados Unidos quanto do Brasil –, da guerra no Oriente Médio e das eleições presidenciais brasileiras. São temas importantes, mas, na edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM), vamos sair um pouco desse circuito para discutir outro assunto relevante que vem suscitando muitas dúvidas: a intervenção conjunta dos EUA e do Japão para conter a desvalorização do iene.

Por que a moeda japonesa perdeu tanta força? Por que os EUA entraram nessa história? Quais são as consequências dessa intervenção? Muitas perguntas às quais tentaremos responder no OCM de hoje.

No final de julho, o Ministério das Finanças (MoF) do Japão – sim, no Japão não é o banco central (BoJ) que intervém no mercado cambial, como no Brasil – e a Secretaria do Tesouro dos EUA fizeram o que já é considerada a maior intervenção no mercado de iene da história: algo como USD 90 bilhões, segundo estimativas, uma vez que não há um valor divulgado oficialmente. O objetivo era conter a desvalorização da moeda japonesa, que, em termos nominais, havia chegado a níveis que não eram vistos desde a década de 1980, após o Acordo de Plaza¹, com o dólar valendo ¥ 164 – uma perda de valor expressiva se considerarmos que, no final de 2021, o dólar era cotado a ¥ 110. Mas, por que mencionamos “em termos nominais”? Porque, se formos considerar a Taxa de Câmbio Efetiva Real (REER², na sigla em inglês), a situação seria ainda mais dramática, com a linha do tempo tendo que voltar aos idos da virada da década de 1960 para a de 1970, a fim de encontrar um nível parecido com o atual. Mas, retomando nossas perguntas iniciais, por que o iene se desvalorizou tanto frente ao dólar em tão pouco tempo?

O primeiro motivo é que houve um aumento expressivo no diferencial de juros nas duas economias. Ao final de 2021, a taxa básica americana era de 0,00%, enquanto a japonesa estava negativa em 0,10%. Pulando para julho de 2026, a primeira estava em 3,50%, tendo chegado a 5,25% no meio do caminho, enquanto a última tinha subido para 1,00%. Um nível alto para os padrões japoneses – a última vez que o BoJ tinha subido os juros para esse patamar havia sido em junho de 1995 –, mas que não diminuiu em nada a atratividade das operações de *Carry Trade* usando a moeda japonesa como *funding*. Esse é nosso segundo motivo.

Em uma operação de *Carry Trade* “clássica”, o investidor toma recursos no mercado onde os juros são mais baixos e investe naqueles onde eles são mais altos. Colocamos a qualificação “clássica” porque essa operação pode ter como destino qualquer outro mercado que não o de juros. Por exemplo, com o boom da Inteligência Artificial (AI, na sigla em inglês), muitos investidores fizeram essa operação de *Carry Trade* para alocar recursos nesse setor. Esse é o mecanismo olhando pelo lado macro, mas, olhando especificamente pelo lado micro do mercado de moedas, essa transferência de recursos do Japão para os EUA implica vender iene e comprar dólares, o que favorece a valorização do último em detrimento do primeiro.

¹ Na primeira metade da década de 1980, o dólar chegou a valer ¥ 270 em um momento de forte valorização da moeda americana. Essa situação ampliava muito o déficit comercial dos EUA, o que era visto como um perigo para a economia mundial. Então, em 22 de setembro de 1985, foi assinado um acordo no Plaza Hotel – daí o nome, Acordo de Plaza. Segundo ele, haveria, no mercado mundial de moedas, intervenções coordenadas entre os cinco signatários (EUA, Japão, Alemanha Ocidental, França e Reino Unido) com o intuito de desvalorizar o dólar. Menos de um ano depois, o dólar valia os ¥ 164 supracitados.

² Avalia o valor real da moeda ponderado pelo fluxo de comércio exterior e pelas diferenças de inflação entre os países.

Um terceiro motivo seria a elevação da inflação japonesa, que saiu de uma variação negativa de 0,3% em 2021 para uma alta de 3,2% em 2025. Mas isso não era exatamente o que o Japão queria? Escapar dos anos de deflação? Sim, mas “cuidado com o que você deseja, porque você pode conseguir”, principalmente quando não se está preparado para isso. Com uma inflação dessa magnitude, a expectativa era que o BoJ já tivesse elevado os juros acima do nível atual de 1,0%; por isso, no jargão do mercado, ele seria classificado como estando “atrás da curva”, ou, em bom português, “teria que correr atrás do prejuízo”. Uma forma de ver o tamanho desse “prejuízo” é calcular uma Regra de Taylor para a economia japonesa, que indicaria que os juros por lá deveriam estar entre 2,25% e 2,50%, e não em 1,0%. Essa diferença cobra um prêmio de risco sobre a moeda japonesa. Sem dúvida um motivo importante, mas que sozinho não faria tanto estrago; porém, em conjunto com o primeiro, tem seu impacto potencializado.

Por fim, o quarto motivo, que deve pesar na decisão do BoJ de ficar “atrás da curva”: o alto endividamento japonês. Uma coisa é ter uma dívida acima de 200% do PIB com juro zero ou mesmo negativo; outra coisa é ter o mesmo endividamento com os juros positivos e tendência de crescimento. Essa questão fica ainda mais sensível quando consideramos que a atual primeira-ministra japonesa, Sanae Takaichi, pode ter várias características, mas o rigor fiscal sem dúvida não é uma delas. Isso significa que o Japão está em dominância fiscal? Não, porque um aumento de juros ainda é considerado benéfico para conter a inflação, mas podemos dizer que o país está andando sobre gelo fino.

Essa lista dos motivos para a desvalorização do iene certamente não é exaustiva, mas vamos à pergunta seguinte: por que os EUA atuaram de forma conjunta com

o Japão para conter a desvalorização da moeda japonesa?

A tentação é voltar para o Acordo de Plaza e dizer que isso se deu pelos mesmos motivos, mas essa seria uma leitura rasa do que está acontecendo. Sim, a política MAGA de Donald Trump com certeza vê a desvalorização do dólar com “bons olhos”, mas não foi esse o principal motivo. E, para entender o que ocorreu, temos de lembrar que o Japão detém USD 1,1 trilhão em títulos do tesouro americano (*treasuries*) – o maior valor entre países – e que, para intervir no mercado, teria de vender parte dessas reservas, o que impactaria, além do mercado de câmbio, o mercado de *treasuries*. Inclusive, para haver o menor impacto possível no mercado americano, a parte dos EUA na intervenção foi feita em euros, o que causou desconforto na Europa, dado que o Banco Central Europeu (BCE) não foi avisado da operação. Portanto, a participação americana na intervenção no mercado de iene teve um motivo mais prático de evitar pressões no mercado de *treasuries* – que por sinal já estão bastante pressionados – do que estratégico de melhorar a competitividade das exportações dos EUA, como na época do Acordo de Plaza.

Já vimos o pano de fundo, as causas e as motivações. Agora, vamos às consequências.

A literatura econômica sobre intervenções cambiais é unânime em afirmar que elas só têm efeitos duradouros quando vêm acompanhadas de mudanças estruturais nas condições que levaram à desvalorização combatida. Ou seja, sem alterações nos fatores listados neste OCM, tentar conter a desvalorização do iene é como “enxugar gelo”, como bem sabemos. E os resultados até agora corroboram essa tese. Após a intervenção, o dólar caiu de

¥ 164 para ¥ 157, subindo para quase ¥ 160 nesta semana. Entretanto, ainda no mote “cuidado com o que você deseja, porque você pode conseguir”, combater as causas da desvalorização da moeda japonesa, principalmente no que se refere à elevação dos juros, pode ter consequências nefastas em vários mercados, inclusive o brasileiro.

Como vimos, um dos motivos da desvalorização do iene eram as operações de “Carry Trade”, que alavancavam investimentos que iam da AI aos ativos brasileiros, e que, para funcionar, precisam dos juros baixos no Japão. Portanto, se as taxas japonesas subirem como forma de combater a inflação e, de lambuja, a desvalorização da moeda japonesa, essas operações podem perder seu *funding*, acarretar uma desalavancagem de investimentos e gerar consequências importantes para ativos ao redor do mundo.

Nas últimas décadas, nos acostumamos a ver a economia japonesa como algo insosso, que não atraía atenção para além da curiosidade de como seria investir em um mercado onde há deflação e as taxas de juros são negativas. Esse tempo passou. Agora, os preços sobem, e os juros são positivos. Entretanto, uma coisa não mudou: o Japão tem uma dívida de mais de 200% do PIB. Isso não era um problema quando os juros eram negativos, mas passa a ser quando eles têm que subir por conta de uma inflação mais alta. Ou seja, se antes o Japão não era um problema para a economia mundial, agora é, e a intervenção recente no mercado de iene é apenas a ponta do iceberg.

Frase da Semana

“Há pessoas tão chatas que nos fazem perder um dia em cinco minutos.”

Jules Renard

G5 Partners	2024	2025	2026	2027
IPCA (%)	4,83	4,26	5,10	4,15
SELIC F.P (%)	12,25	15,00	14,00	12,00
USDBRL	6,18	5,50	5,30	5,30
PIB (%)	3,40	2,30	2,10	2,00

Sobre O Canário da Mina

Durante os séculos XIX e XX, uma das atividades econômicas mais importantes do Reino Unido foi a extração de carvão de mina. Nesse contexto, uma das principais causas de acidentes com mortes dos mineiros era decorrente do vazamento de monóxido de carbono, um gás inodoro (difícil de detectar sem equipamentos) que, em grandes quantidades, pode provocar explosões ou morte por intoxicação. Como o monóxido de carbono é um resultado natural da extração do carvão, problemas de ventilação nas minas poderiam gerar acidentes mortais.

Em uma era pré-detectores de gases, o jeito de os mineiros se protegerem era levar um canário dentro de uma gaiola para a mina. Por ser muito mais sensível ao monóxido de carbono do que os humanos, a agitação do pássaro servia de alerta para que os trabalhadores deixassem a mina antes que um acidente ocorresse.

Esse é o objetivo de “O Canário da Mina”, artigo semanal que a G5 Partners divulga todas as sextas-feiras. O objetivo é ser um instrumento relevante e gerador de reflexões para o final de semana.

Boa leitura.

G5 Partners. Além dos resultados.