CARTA DE CONJUNTURA

NÚMERO 72 — NOTA DE CONJUNTURA 15 — 3 ° TRIMESTRE DE 2026

ipea Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

ECONOMIA MUNDIAL

Panorama da economia mundial[1]

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Técnico de planejamento e pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea)

estevao.bastos@ipea.gov.br

Caio Rodrigues Gomes Leite
Assistente de Pesquisa Pleno do Programa de Incentivo à Pesquisa Aplicada (Pipa) na Dimac/Ipea

caio.leite@ipea.gov.br

Tarsylla da Silva de Godoy Oliveira
Assistente de Pesquisa Pleno do Pipa na Dimac/Ipea

tarsylla.oliveira@ipea.gov.br

Marcelo Guedes Pecly
Assistente de Pesquisa Pleno do Pipa na Dimac/Ipea

marcelo.pecly@ipea.gov.br

Ana Muanis Roquete
Assistente de Pesquisa e Ciência de Dados Iniciante do Pipa na Dimac/Ipea

ana.roquete@ipea.gov.br

Divulgado em 29 de setembro de 2026.

Sumário

A economia mundial manteve crescimento próximo ao ritmo de longo prazo no segundo trimestre de 2026, apesar do prolongamento dos conflitos no Oriente Médio, das tensões comerciais e dos efeitos defasados de políticas monetárias restritivas. A expansão tornou-se mais disseminada e passou a ser liderada pela indústria e por um novo ciclo de investimento, enquanto os serviços seguem em expansão. Esse dinamismo, porém, convive com inflação mais alta, elevação dos preços de energia e aumento dos juros de longo prazo, sobretudo nas economias avançadas. As projeções para 2026 indicam menor crescimento nos Estados Unidos e na área do euro em relação às estimativas de seis meses antes, estabilidade na China e aceleração do comércio mundial para 3,5%, ainda abaixo dos 5,0% registrados em 2025. Para 2027, espera-se relativa estabilidade das economias americana e chinesa e pequena melhora da zona do euro.

Nos Estados Unidos, o PIB cresceu 2,1% no primeiro trimestre e 1,5% no segundo, em taxas trimestrais anualizadas, com fortalecimento do consumo das famílias e contribuição negativa das exportações líquidas e dos estoques. Indicadores de alta frequência sugerem manutenção do crescimento no terceiro trimestre, e a indústria passou a apresentar maior dinamismo, acompanhada por retomada dos serviços. Ao mesmo tempo, a inflação permanece elevada: o IPC acumulado em doze meses atingiu 3,4% em agosto, após pico de 4,2% em maio. Nesse contexto, o Federal Reserve elevou a taxa básica para a faixa de 3,75% a 4,00%, diante da resiliência da atividade, da robustez do investimento e da persistência inflacionária. A curva de juros do Tesouro deslocou-se para cima, com a taxa de dez anos alcançando 5%, refletindo principalmente a elevação dos juros reais e do prêmio exigido pelos investidores.

Na China, o crescimento interanual desacelerou de 5,0% no primeiro trimestre para 4,3% no segundo, abaixo das expectativas e do limite inferior da meta oficial. A economia continua marcada por forte contraste entre o setor exportador, mais dinâmico, e a demanda doméstica enfraquecida. As vendas no varejo e o investimento em ativos fixos perderam força, enquanto a crise imobiliária prossegue, com quedas expressivas do investimento e das vendas de moradias. A produção industrial e os indicadores de empresas privadas exportadoras permanecem mais resilientes, ao passo que os PMIs[2] oficiais apontam maior fraqueza das grandes empresas e dos segmentos voltados ao mercado interno. A inflação ao consumidor recuou para 0,5% em julho e a inflação ao produtor para 3,5%, reforçando o quadro de baixa pressão de demanda.

1. Informações até 23 de setembro de 2026.
2. Índices de gerentes de compras, conhecidos por sua sigla em inglês, PMI, de *Purchasing Manager's Index*. Esse tipo de índice é calculado para muitos países e largamente utilizado mundialmente. Os participantes da pesquisa respondem se as condições de negócios, levando em conta algumas variáveis, melhoraram, pioraram ou ficaram estáveis em relação ao mês anterior. Os índices são calculados de maneira que fiquem no intervalo entre 0 e 100, sendo 50 o nível neutro. Acima de 50, indica aumento; abaixo de 50, diminuição. Ficam disponíveis com antecedência em relação aos indicadores de produção, vendas e prestação de serviços.

Na área do euro, o PIB avançou 0,4% no segundo trimestre, após estagnação no período anterior, com destaque para a Espanha e recuperação moderada da França. A produção industrial mostra melhora gradual, embora ainda sem evidência de retomada consolidada, e os PMIs de setembro indicam expansão tanto da manufatura quanto dos serviços, com desempenho ligeiramente mais forte da indústria. A inflação, contudo, voltou a subir e alcançou 3,3% em agosto, enquanto o núcleo ficou em 2,4%. O Banco Central Europeu revisou para 3,0% sua projeção de inflação em 2026, refletindo sobretudo o encarecimento da energia decorrente dos conflitos no Oriente Médio. O cenário combina, portanto, recuperação cíclica ainda moderada com necessidade de manutenção de condições monetárias restritivas.

A seção apresenta ainda dois boxes: o primeiro investiga a questão da alta dos juros longos nos Estados Unidos e em outros países e o segundo analisa a economia do Japão, a partir do episódio de desvalorização do iene e intervenção cambial de julho, com participação do Tesouro dos Estados Unidos.

1 Introdução e projeções

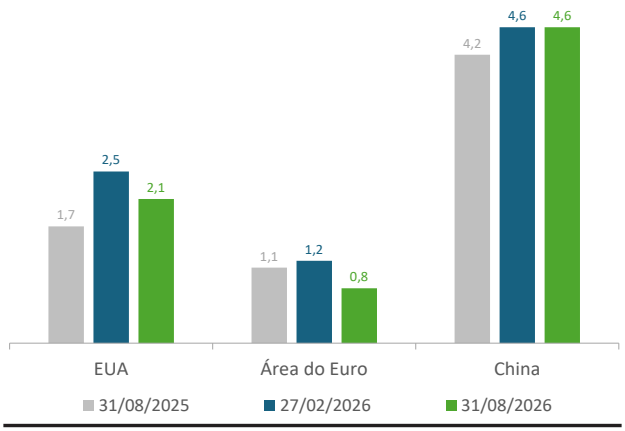
Após um ano de tarifas, guerra e os efeitos defasados de políticas monetárias apertadas, o crescimento global se manteve bem no segundo trimestre, próximo ao ritmo de longo prazo. A expansão tem sido ampla e, na maioria das grandes economias, está se acelerando. Não é apenas um aumento impulsionado pelo consumo e pelos serviços, como foi a norma nos últimos anos. Está sendo capitaneado, em muitas partes do mundo, pela indústria. A manufatura passou para a vanguarda, com os serviços acompanhando, em vez de impor o ritmo. A onda de investimentos em inteligência artificial (IA) em andamento ocorre majoritariamente nos Estados Unidos. Em 2025, segundo a OCDE, os investimentos de capital de risco (*venture capital - VC*) em empresas de IA no mundo representaram 61% de todo o investimento de VC (US$ 427 bilhões), o dobro de 2022 (30%). As empresas nos Estados Unidos atraíram a maior fatia de capital de risco por uma ampla margem, compreendendo aproximadamente 75% (US$ 194 bilhões) do valor global dos investimentos em IA, seguidas pela União Europeia (6%), pela China (5%) e pelo Reino Unido (5%). No seu *Economic Outlook, Interim Report September 2026*, publicado em 23 de setembro deste ano, a OCDE concluiu que, no primeiro semestre, os efeitos econômicos negativos do conflito no Oriente Médio foram parcialmente compensados pelo crescimento rápido e contínuo dos investimentos e da produção relacionados à inteligência artificial em muitas economias. Em algumas delas, como Estados Unidos, Canadá e Austrália, o crescimento do PIB real no segundo trimestre foi impulsionado por investimentos em infraestrutura de centros de dados e equipamentos tecnológicos. Isso, por sua vez, estimulou o crescimento em países que produzem intensivamente os componentes tecnológicos e de construção associados. A Coreia e o Japão, dois grandes fabricantes de semicondutores, registraram um forte aumento nas exportações de tecnologia. O mesmo ocorreu na China, enquanto o crescimento em várias outras economias de mercado emergentes do G20 — como Índia, Indonésia e Brasil — foi sustentado por uma demanda interna resiliente e por políticas governamentais que protegeram famílias e empresas do impacto da alta nos preços de energia. Diversas economias europeias, incluindo o Reino Unido e a Espanha, também apresentaram um crescimento sólido da demanda interna no segundo trimestre, ao passo que a recuperação das exportações impulsionou uma retomada da atividade na Alemanha. Assim, embora o investimento em IA seja, como dito, majoritariamente feito nos Estados Unidos, seus efeitos têm se espalhado. A contraparte negativa desse ciclo é a alta dos rendimentos dos títulos de longo prazo dos Estados Unidos, quase totalmente impulsionada pela taxa real, não pela inflação esperada, significando uma reprecificação do custo de capital (o primeiro box desenvolve essa questão).[3]

Em meio ao prolongamento da guerra no Oriente médio e a manutenção de bom ritmo de crescimento da atividade econômica, a inflação tem subido e trazido, como consequência, o aperto das políticas monetárias.

3. Parágrafo baseado em: 1) "Resilient Growth, Restless Yields", por Andy Cates, da Haver Analytics, 26 de agosto de 2026, disponível em (2) Resilient Growth, Restless Yields | LinkedIn; 2) Full Report: Venture capital investments in artificial intelligence through 2025 | OECD; 3) Full Report: OECD Economic Outlook, Interim Report September 2026 | OECD.

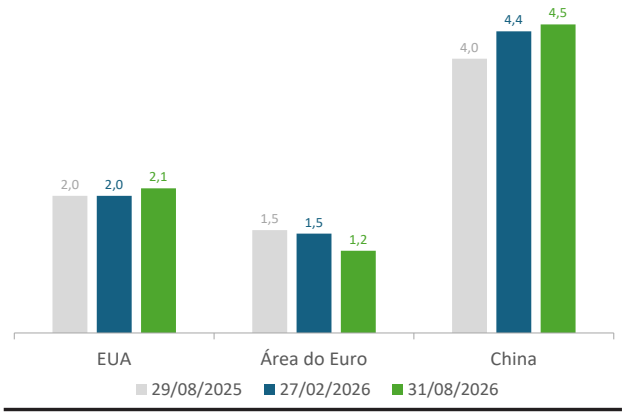
O gráfico 1 mostra a evolução da mediana das projeções para 2026 para o crescimento do PIB, coletadas pela Bloomberg, para Estados Unidos, área do euro e China, no fim de agosto deste ano, seis meses e um ano antes. A previsão para os Estados Unidos caiu em relação a fevereiro, mas continua superior à expectativa de um ano atrás. Para a área do euro, também houve redução, enquanto a projeção para a China se manteve nos últimos seis meses. Para 2027 (gráfico 2), o crescimento esperado do PIB nos EUA é o mesmo de 2026 e não tem sofrido grandes alterações. Na área do euro, a taxa é maior do que em 2026, mas foi revista para baixo. Em relação a um ano antes, a previsão para o PIB da China teve revisão para cima.

GRÁFICO 1
Estados Unidos, área do euro e China: evolução do crescimento do PIB previsto para 2026
(Em %)



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Mediana das projeções coletadas pela Bloomberg.

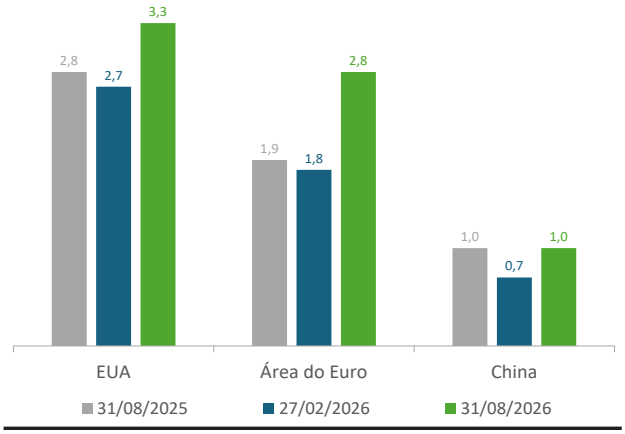
GRÁFICO 2
Estados Unidos, área do euro e China: evolução do crescimento do PIB previsto para 2027
(Em %)



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Mediana das projeções coletadas pela Bloomberg.

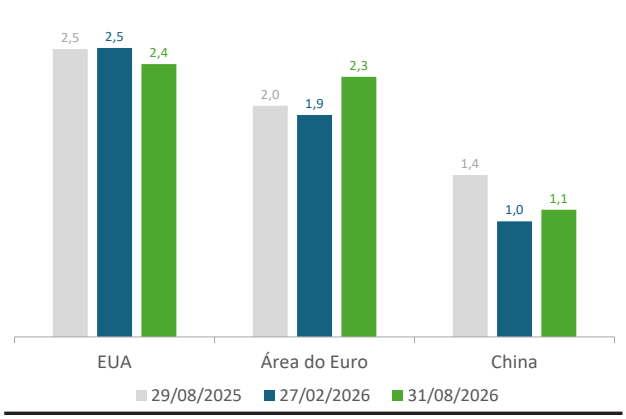
As projeções de inflação para 2026 sofreram maiores altas: nos Estados Unidos, há seis meses, antes da guerra, sua mediana era de 2,7%; agora, é de 3,3%. Na área do euro, passou de 1,8% para 2,8% e até na China subiu, de 0,7% para 1%. Para 2027 (gráfico 4), a expectativa é de redução da inflação nos Estados Unidos e na área do euro, provavelmente pela previsão de redução do preço do petróleo e por efeito das políticas monetárias mais restritivas, que transparecem no gráfico 5 e no gráfico 6.

GRÁFICO 3
Estados Unidos, área do euro e China: evolução da inflação prevista para 2026
(Em %)



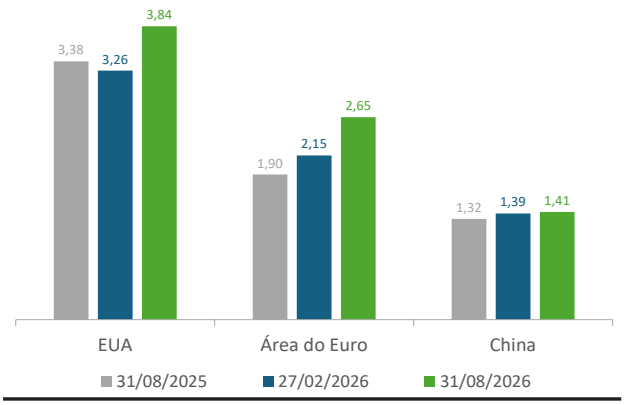
Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Mediana das projeções coletadas pela Bloomberg.

GRÁFICO 4
Estados Unidos, área do euro e China: evolução da inflação prevista para 2027
(Em %)



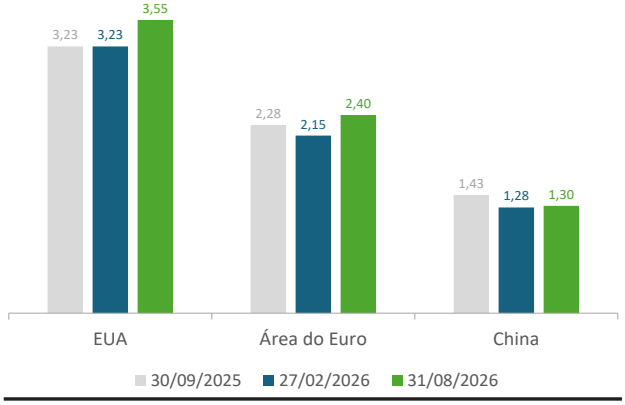
Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Mediana das projeções coletadas pela Bloomberg.

GRÁFICO 5
Estados Unidos, área do euro e China: evolução da taxa de juros prevista para o fim de 2026
(Em %)



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Mediana das projeções coletadas pela Bloomberg.

GRÁFICO 6
Estados Unidos, área do euro e China: evolução da taxa de juros prevista para o fim de 2027
(Em %)

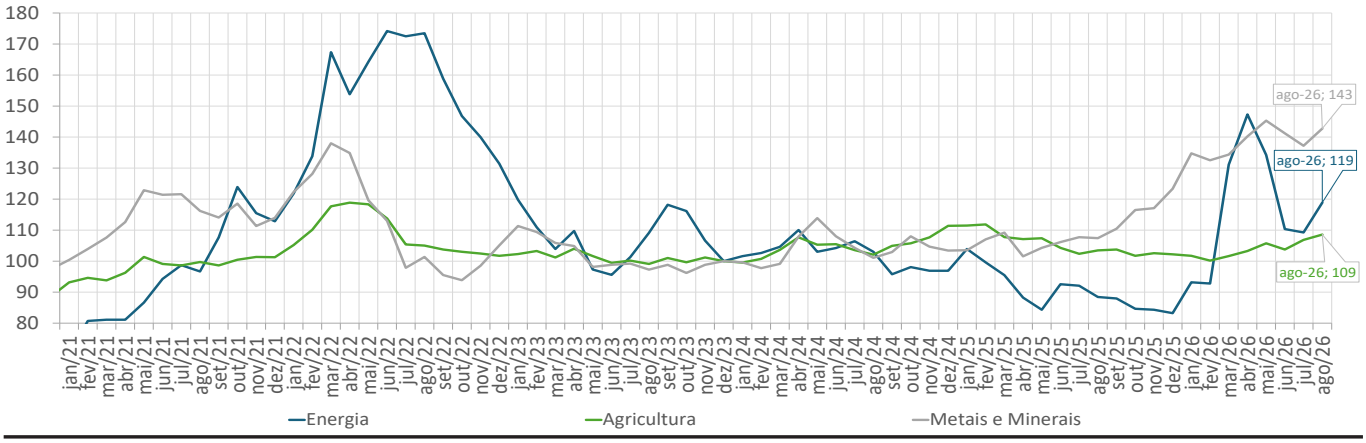


Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Mediana das projeções coletadas pela Bloomberg.

De acordo com as projeções do FMI, divulgadas em julho, o comércio mundial deve crescer 3,5% em 2026, em revisão significativa em relação à projeção divulgada em abril, de 2,8%; de qualquer maneira, representa redução em relação ao crescimento de 2025, de 5,0%. Para 2027, a expectativa também foi revista para cima, de 3,8% para 4,3%.

Em 2026, até agosto, o índice mensal de preços de *commodities* de energia calculado pelo Banco Mundial subiu 43%, mesmo estando bem abaixo do pico atingido em abril (por sua vez, menor do que o da invasão da Ucrânia). O índice de metais e minerais está 16% mais alto do que em dezembro de 2025 e o de mercadorias agrícolas, 6% (gráfico 7).

GRÁFICO 7
Índices de preços de *commodities*
(Dez. 2023 = 100)



Fonte: Banco Mundial.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Índices mensais baseados em dólares nominais dos Estados Unidos.

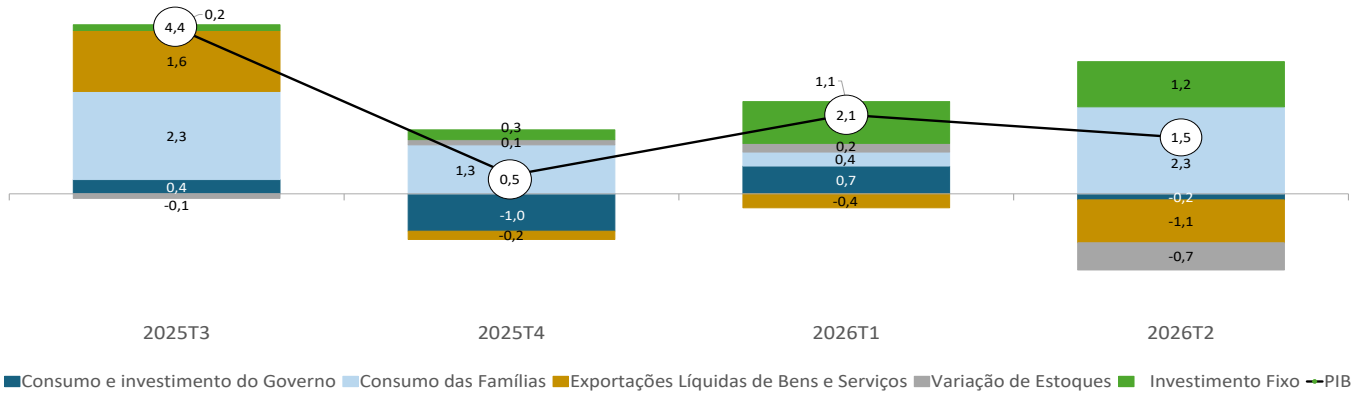
2 Estados Unidos

O PIB, após revisão, cresceu 2,1% no primeiro trimestre de 2026, na comparação com o trimestre imediatamente anterior, em taxa dessazonalizada e anualizada. O aumento na taxa de crescimento em relação ao quarto trimestre de 2025 (quando cresceu 0,5%) se deveu à maior contribuição, em p.p., do investimento fixo e do consumo e in-

vestimento fixo do governo, que passou de negativo a positivo. O desempenho do setor governamental no último trimestre do ano passado havia sido prejudicado pelo *shutdown* – paralisação parcial do governo entre 1º de outubro e 12 de novembro por demora na votação da lei orçamentária. O consumo das famílias teve sua contribuição reduzida, enquanto as exportações líquidas tiveram contribuição negativa ainda mais significativa do que no trimestre anterior. No segundo trimestre, a taxa de crescimento do PIB caiu para 1,5%, porém com significativo aumento da contribuição do consumo das famílias, que passou de 0,4 para 2,3 p.p. Os grandes componentes que contribuíram para a redução do crescimento foram as exportações líquidas e a variação de estoques (gráfico 8).

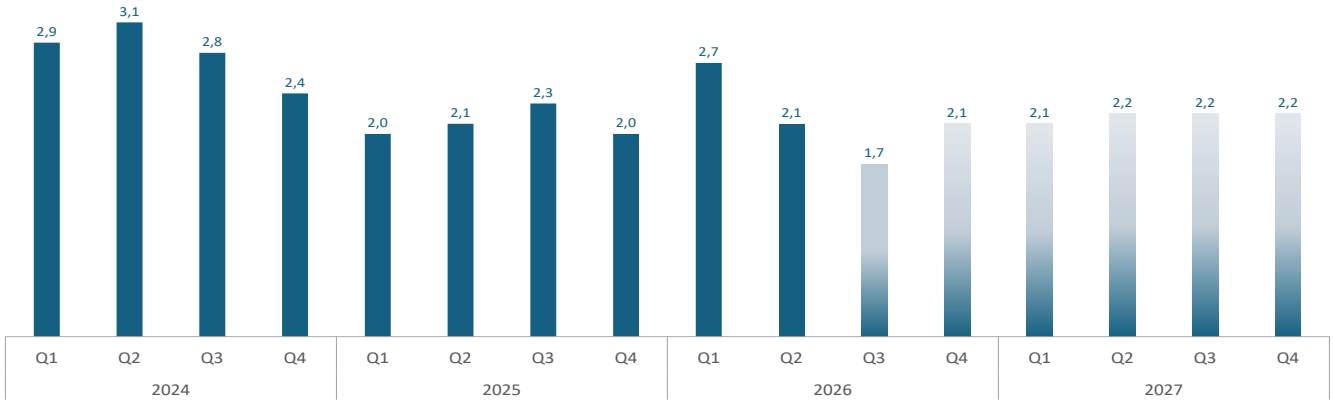
Considerando a taxa sobre o mesmo trimestre do ano anterior, o crescimento no primeiro trimestre deste ano foi o maior desde o terceiro de 2024 e será o maior deste ano, caso a mediana das projeções coletadas pela Bloomberg se confirme, o que ocorreu, aproximadamente, no segundo trimestre, que registrou 2,1%, contra previsão de 2,2% feita no início de junho (gráfico 9). Ainda segundo essas previsões, a economia americana deverá manter, em 2027, o ritmo de crescimento interanual entre 2,1% e 2,2%.

GRÁFICO 8
Estados Unidos: variação do PIB e contribuição para a variação total sobre o trimestre imediatamente anterior
(Em % e p.p.)



Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Variação percentual da série dessazonalizada; taxa anualizada.

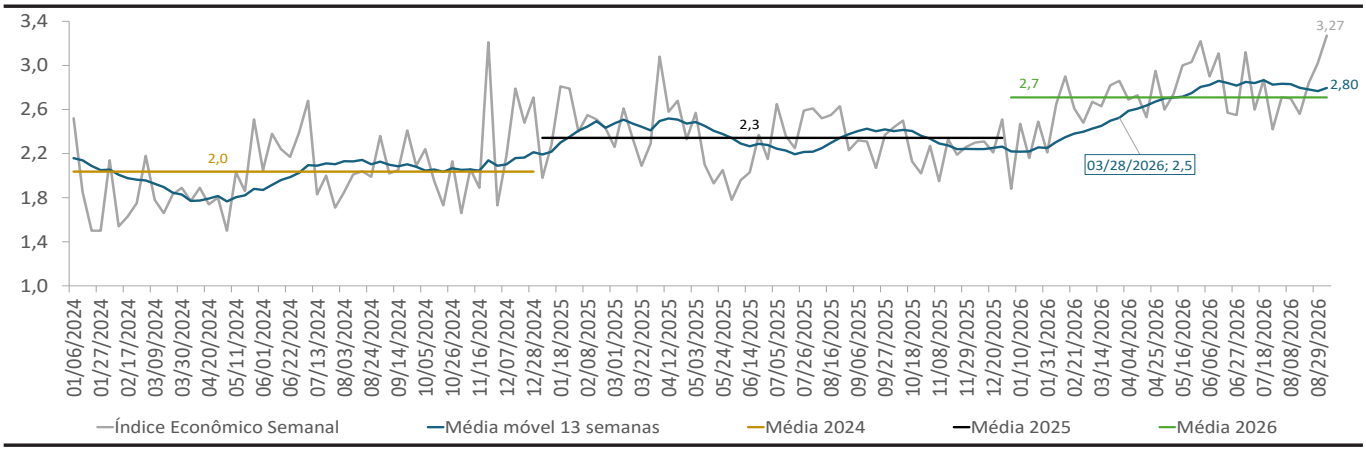
GRÁFICO 9
PIB dos Estados Unidos: variação sobre o mesmo trimestre do ano anterior
(Em %)



Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA) e Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Para os trimestres a partir do terceiro de 2026, mediana das projeções coletadas pela Bloomberg.

O Índice Econômico Semanal (*Weekly Economic Index* – WEI), elaborado pelo *Federal Reserve Bank of Dallas* aponta, no terceiro trimestre, com dados até 05 de setembro, para a manutenção do ritmo de crescimento interanual do segundo trimestre, de 2,8%, segundo esse indicador (o PIB do segundo trimestre, como visto, cresceu 2,1%; no primeiro, o WEI apurou 2,5% e o PIB, 2,7%).[4] Ver o gráfico 10.

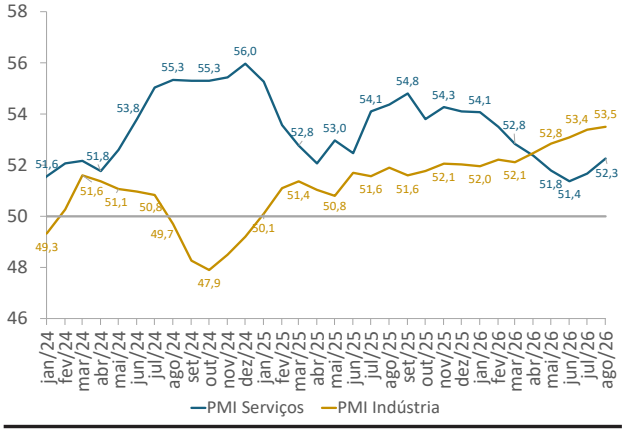
GRÁFICO 10
Estados Unidos: índice econômico semanal
(Em %)



Fonte: Federal Reserve Bank of Dallas.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Datas no formato norte-americano (mês/dia/ano).

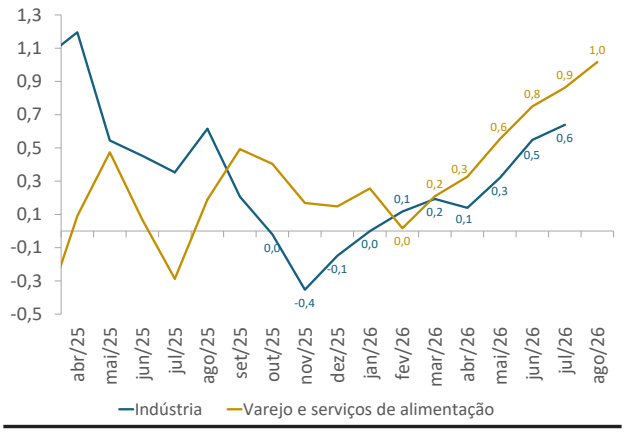
Nos dados do *Purchasing Manager's Index* (PMI), nos últimos dois anos os serviços vinham mostrando mais dinamismo que a indústria, o que se inverteu recentemente (gráfico 11), em linha com o observado na Introdução a respeito da prevalência da indústria no atual ciclo. Não obstante, o PMI Serviços mostra uma retomada nos últimos dados, corroborada pelo crescimento na margem das vendas no varejo e serviços de alimentação. A aceleração da taxa de crescimento da produção industrial deixa cada vez mais para trás as quedas observadas no fim do ano passado (gráfico 12).

GRÁFICO 11
Estados Unidos: PMI indústria e serviços – média móvel de três meses
(Neutro = 50)



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Nível acima de 50 aponta crescimento sobre o mês anterior e, abaixo, queda.

GRÁFICO 12
Estados Unidos: indústria de transformação e vendas no varejo e de serviços de alimentação – variação em três meses da média móvel de três meses[1]
(Em %)



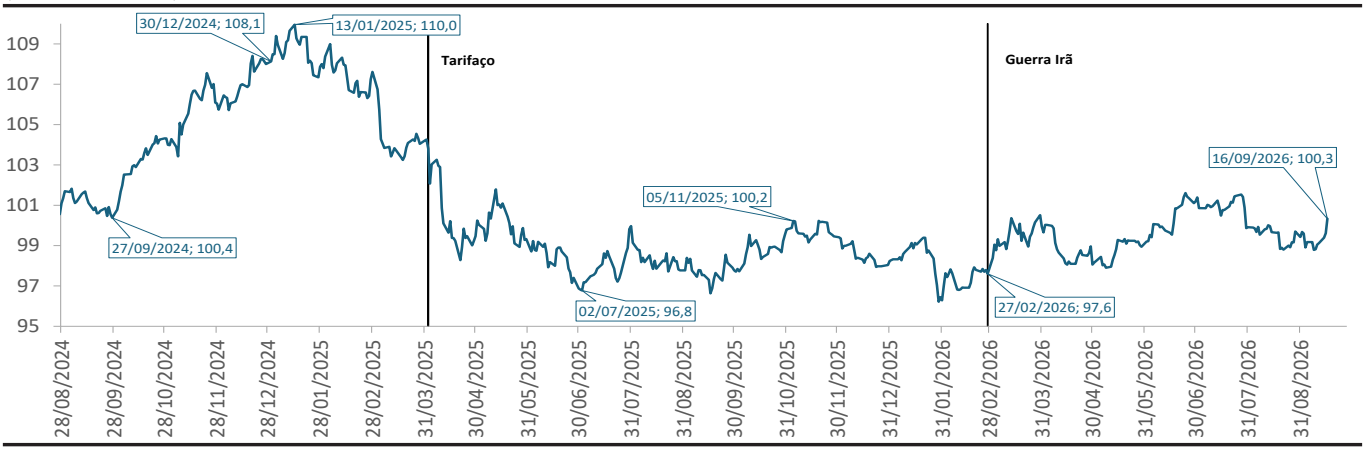
Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System (US); U.S. Census Bureau; via FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Nota: [1] Produção industrial: produto real; varejo e serviços de alimentação: valores correntes deflacionados pelo CPI.

4. O WEI fornece uma estimativa do estado da economia dos Estados Unidos, com base em dados disponíveis com frequência diária ou semanal. O índice representa o componente comum de dez séries diárias e semanais diferentes que abrangem o comportamento do consumidor, o mercado de trabalho e a produção. É calculado de modo a representar a taxa interanual do PIB trimestral. Por exemplo, se ele mostrar +2% e seu nível atual persistir por um trimestre, seria esperado, em média, que o PIB naquele trimestre seria 2% maior que no mesmo trimestre do ano anterior.

O dólar, comparado com uma cesta internacional de moedas, depois de "devolver", no primeiro trimestre de 2025, a valorização que teve no último quarto de 2024, movimento intensificado pelo evento de elevação de tarifas no início de abril, vem se mantendo aproximadamente estável, embora com oscilações – desde o início da guerra contra o Irã, apresenta alguma tendência de alta (gráfico 13).

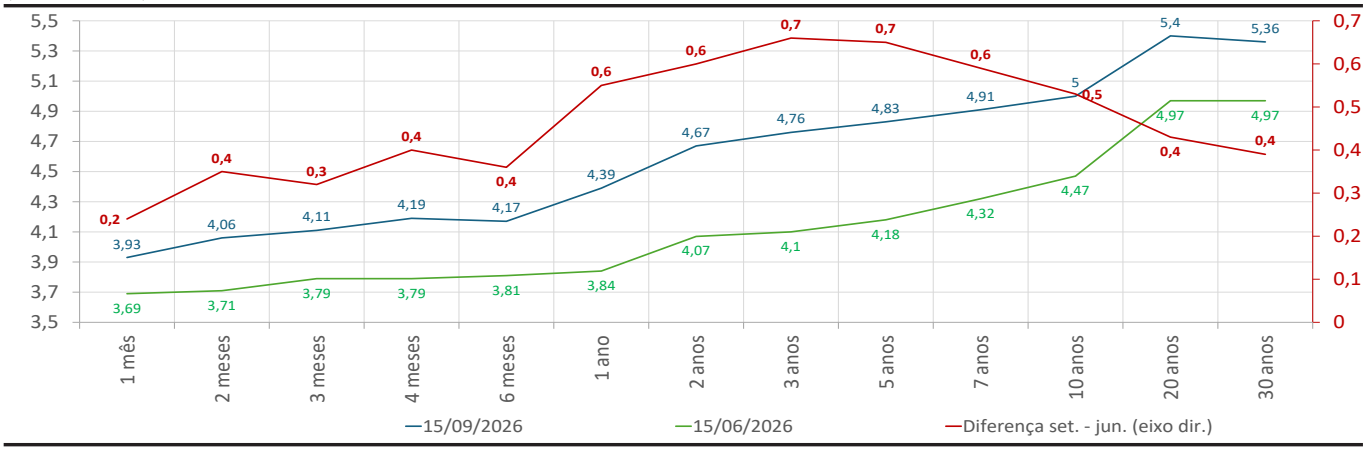
Em comparação com a última edição desta seção, Economia Mundial,[5] divulgada em junho, a curva de juros de títulos do Tesouro norte-americano se elevou significativamente, com a maior alta tendo ocorrido nos vértices de três e cinco anos (0,7 p.p.). A taxa de dez anos passou de 4,5% para 5% (gráfico 14).

GRÁFICO 13
Índice do dólar norte-americano (cesta de moedas/dólar)
(Mar. 1973 = 100)



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: O índice do dólar americano (DXY) representa a média das taxas de câmbio entre o dólar e as principais moedas mundiais, com as taxas fornecidas por cerca de quinhentos bancos. As moedas são o euro, o iene, a libra esterlina, o dólar canadense, a coroa sueca e o franco suíço. Elevação do índice significa valorização do dólar americano.

GRÁFICO 14
Estrutura a termo dos rendimentos dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos
(Em % ao ano)



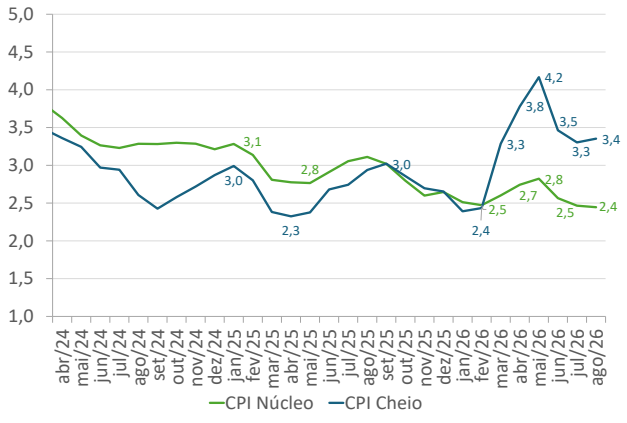
Fonte: Departamento do Tesouro dos Estados Unidos.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

A inflação ao consumidor, medida pelo IPC acumulado em doze meses, por efeito da guerra, sofreu repentina alta, atingindo o pico de 4,2% e maio deste ano. Depois, o movimento foi de queda, mas permanece elevada, com 3,4% em agosto (gráfico 15).

5. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2026/06/panorama-da-economia-mundial-11/.

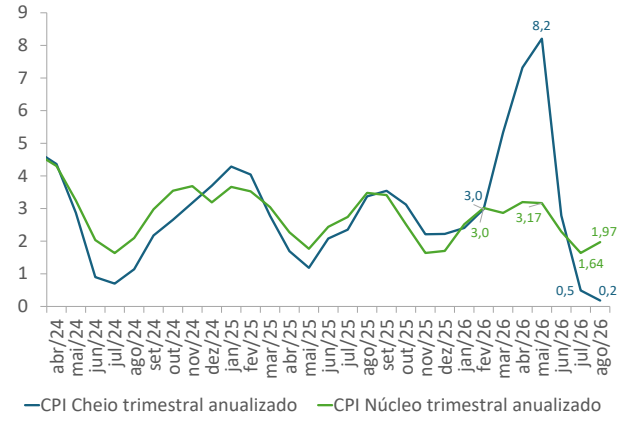
A inflação dos últimos três meses anualizada alcançou, em maio último, 8,2%, mas caiu depois abruptamente, registrando 0,2% em agosto (gráfico 16).

GRÁFICO 15
Estados Unidos: Índice de Preços ao Consumidor (IPC) – cheio e núcleo[1]
(Em %, variação acumulada em doze meses)



Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Nota: [1] O índice cheio representa o total; já o núcleo exclui alimentos e energia.

GRÁFICO 16
Estados Unidos: Índice de Preços ao Consumidor (IPC) – cheio e núcleo[1]
(Em %, variação trimestral anualizada)

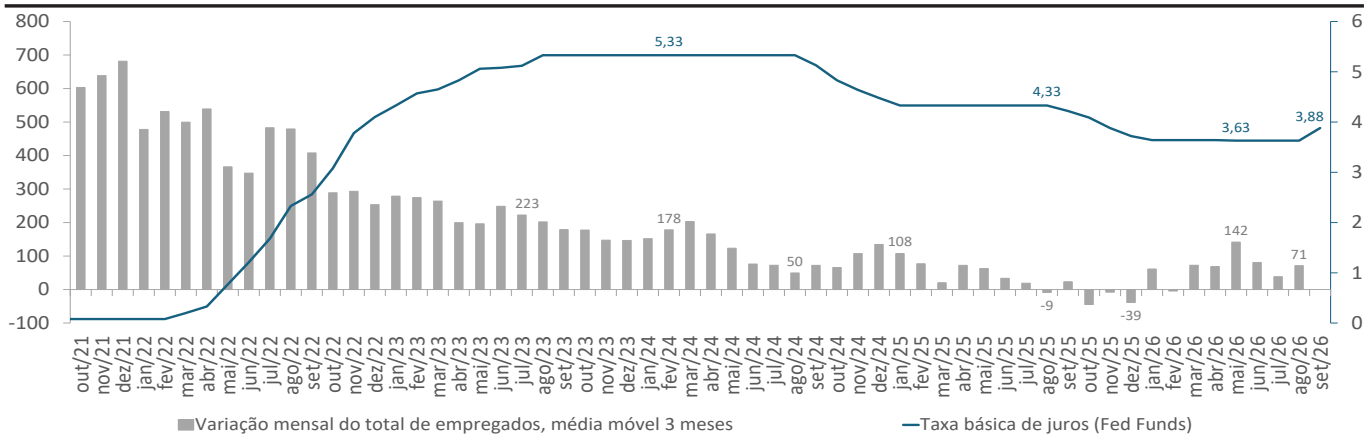


Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Nota: [1] O índice cheio representa o total; já o núcleo exclui alimentos e energia.

Não obstante, o *Federal Open Market Committee* (FOMC) elevou a taxa básica por unanimidade na reunião de 16 de setembro último em 0,25 p.p., para 3,75%/4,00%. Em seu comunicado, disse (em tradução livre) que "A atividade econômica está se expandindo a um ritmo sólido. Embora a incerteza permaneça elevada devido, em parte, a desdobramentos geopolíticos, os gastos internos têm se mostrado resilientes. O crescimento da produtividade é forte e o investimento de capital é robusto. Os ganhos de empregos acompanharam o ritmo da força de trabalho, e a taxa de desemprego mudou pouco. A inflação continua elevada. A ação de política monetária de hoje apoiará um retorno mais tempestivo à meta de 2 por cento. O Comitê entregará a estabilidade de preços."

O gráfico 17 ilustra, com a variação do pessoal ocupado, o comportamento do mercado de trabalho – os dados mais recentes indicam moderado reaquecimento – e mostra também a evolução da taxa efetiva dos FED Funds, a "Selic" dos Estados Unidos, já incorporando a recente alta.

GRÁFICO 17
Estados Unidos: taxa básica de juros (FED Funds, taxa efetiva) e variação do total de pessoas ocupadas, exceto agropecuária
(Em % ao ano e milhares de pessoas)



Fonte: Bureau of Labor and Statistics (BLS).
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: A variação do total de empregados foi calculada a partir da série dessazonalizada.

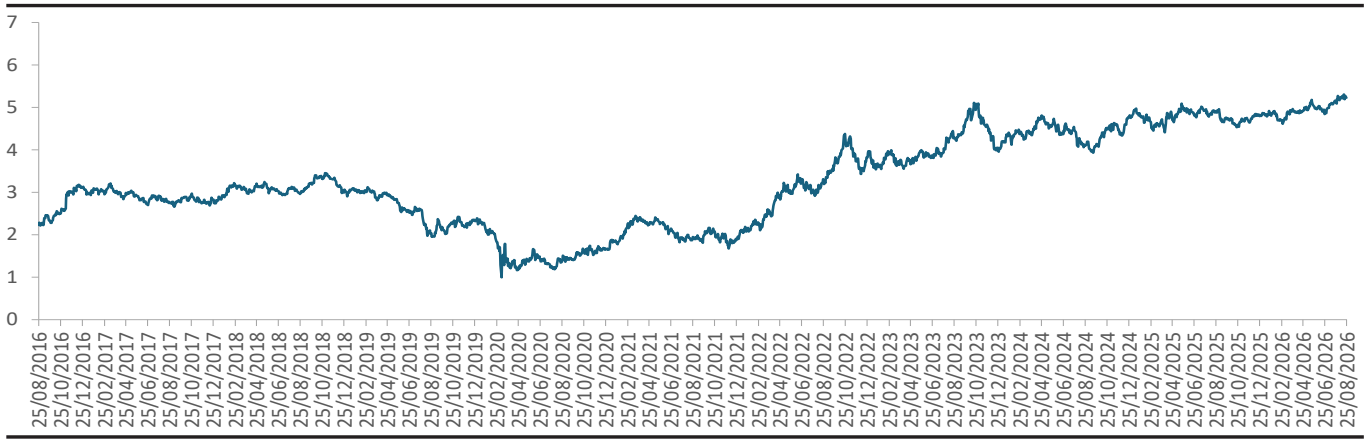
BOX

A alta dos juros longos globais e seus fatores estruturais

A alta dos juros longos voltou a pressionar os mercados globais de títulos soberanos. A alta dos *yields* longos nas economias avançadas parece refletir a atuação conjunta de múltiplos fatores estruturais: o risco fiscal, o prêmio de prazo (*term premium*), a dificuldade dos bancos centrais de estabilizar simultaneamente inflação e crescimento, a própria dinâmica de oferta e demanda por títulos e o risco geopolítico.

Como demonstra a gráfico B1.1, nos Estados Unidos, o *yield* de 30 anos fechou a 5,22% em 24 de agosto (com pico de 5,31% em 17 de agosto, o maior nível desde 2007), enquanto o título de dez anos chegou a 4,70%. O movimento ocorre em um contexto de aumento persistente da dívida federal, déficits e maior necessidade de financiamento do Tesouro americano. Diante do cenário, a reação do Tesouro americano foi ampliar operações de recompra de títulos longos, como medida de suporte à liquidez. A postura mais ativa na gestão do perfil de emissão pode inclinar futuras emissões para prazos mais curtos.

GRÁFICO B1.1
***Yield* 30 anos EUA**
(Em %)



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

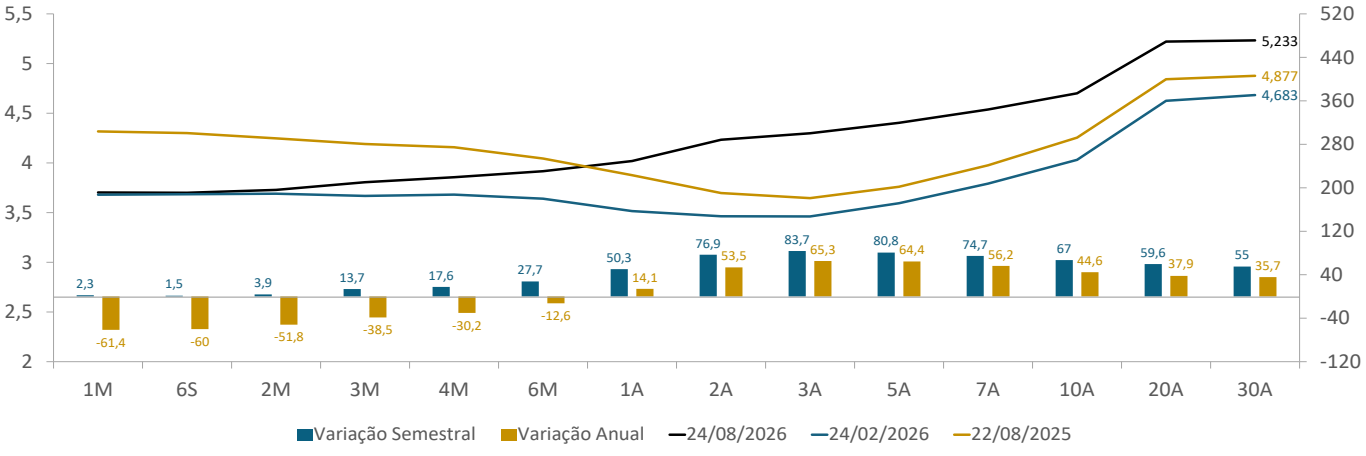
Como relatado no Financial Times[6], a dívida bruta dos Estados Unidos ultrapassou US$ 40 trilhões, tendo crescido US$ 3 trilhões apenas no último ano. Tal crescimento é o mais rápido fora da pandemia, além de representar um estoque financiado gradualmente a taxas mais altas. Estima-se que a dívida em poder do público chegará a 120% do PIB em 2036, superando o pico de 106% observado logo após a Segunda Guerra Mundial.

Prêmio de prazo e a demanda por *treasuries*

Apesar da pressão fiscal, outras hipóteses apresentam poder explicativo. Entre elas, temos o prêmio de prazo (*term premium*). Enquanto a ponta curta da curva caiu em relação a um ano atrás, acompanhando os cortes do Fed, a ponta longa subiu. Esse comportamento relativo sugere que a alta dos *yields* longos não decorre apenas da trajetória esperada da política monetária, mas também de um prêmio maior exigido para manter títulos de *duration* elevada.

6. US government debt hits $40tn as borrowing rises at historic rate; https://www.ft.com/content/673f8c35-1433-479f-803f-0597cbe7ef74?syn-25a6b1a6=1.

GRÁFICO B1.2
Curva de juros dos EUA (1M–30A)
(Em % e pontos-base)



Fonte: Bloomberg.
Obs: 24/08/2026 vs. 6 meses e 1 ano atrás.

Como podemos observar na gráfico B1.2, a curva de 24/08/2026, comparada a um ano atrás, apresenta queda nas pontas curtas entre 51 e 61 bps, enquanto a ponta longa subiu 37,9 bps no vértice de 20 anos e 35,7 bps no vértice de 30 anos. A curva passou de invertida para positivamente inclinada em toda a extensão.

Alguns pontos interessantes reforçam o argumento e constam na análise da Bloomberg Economics[7]: (i) as participações do *Federal Reserve* e de bancos centrais estrangeiros em *Treasuries*, como proporção do PIB dos EUA, caíram cerca de 12 p.p. e 8 p.p., respectivamente, desde 2020; (ii) a retração de compradores institucionais - historicamente pouco sensíveis a preço - adicionou cerca de 105 pontos-base ao prêmio de prazo do título de 10 anos desde a pandemia; (iii) a redução da participação desse grupo de compradores concedeu maior espaço ao investidor privado.

O conjunto de detentores estrangeiros de dívida dos EUA corresponde hoje a cerca de 30% do total, abaixo do pico de quase 50% observado em 2008. Dentro desse quadro, o Japão é o maior credor estrangeiro individual dos EUA, com cerca de US$ 1,2 trilhão em *Treasuries*, seguido pelo Reino Unido (~US$ 938 bilhões) e a China (~US$ 651 bilhões). Diferentemente dos bancos centrais e de outros investidores institucionais com objetivos associados à gestão de reservas, liquidez ou regulação, o investidor privado compara o retorno dos *Treasuries* com alternativas como ações e crédito corporativo e, portanto, exige um prêmio de retorno maior para alocação de capital. Observa-se, assim, uma mudança relevante na função econômica e, consequentemente, no perfil de demanda por esses títulos.

Dentro desse contexto, temos também a emissão corporativa associada à inteligência artificial. Conforme a The Economist[8], as *big techs* emitiram cerca de US$ 75 bi em *bonds* para financiar data centers; a emissão quase dobrou ante o ano anterior. Essa disparada de emissões destinadas a *CAPEX* também tem influenciado o contexto altista acima.

Choque de energia

O conflito no Irã já dura seis meses. Com ele, a oscilação do petróleo pode ser tratada como um choque que afeta simultaneamente inflação e crescimento, provoca incerteza e piora o quadro fiscal – afetando assim a vola-

7. Global Insight: Yields Up as Demand Turns Picky, Less Sticky (Bloomberg Economics, 01/09/2026, E. Ou, R. Saiedi e A. Galvao).
8. Why bond markets are unnerving rich-world politicians; https://www.economist.com/finance-and-economics/2026/08/19/why-bond-markets-are-unnerving-rich-world-politicians.

tilidade dos *yields*. Nesse caso, há um somatório de pressão inflacionária e dispêndios com defesa militar, muito impactante para o caso americano e grande fator explicativo do quadro fiscal crescente.

Podemos, em certa medida, observar o efeito do cenário acima comparando a curva recente com a de seis meses atrás na gráfico B1.2. Existem acentuadas pressões altistas a partir do vértice de 1 ano. Vértices curtos como de 2 e 3 anos apresentam variações respectivas de 76,9 e 83,7 bps. Enquanto as pontas longas apresentam oscilações de +59,6 para 20 anos e +55 para 30 anos.

Dimensão internacional

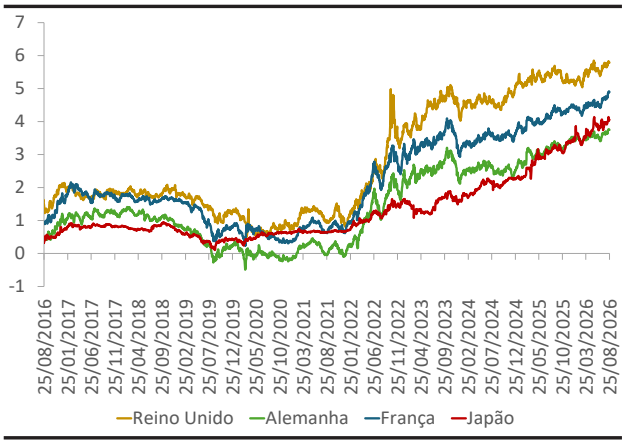
O movimento altista não é exclusividade americana. Em 24 de agosto, os *yields* de 30 anos estavam em 5,79% no Reino Unido, 4,89% na França, 3,75% na Alemanha e 4,05% no Japão. Todos os países seguem em trajetória de alta desde 2021-2022. Na Europa, o Banco Central Europeu sinaliza esse risco em seu *Financial Stability Review*[9], onde aponta uma escalada de risco geopolítico mais prolongado e preocupação crescente com a sustentabilidade fiscal, expondo vulnerabilidades soberanas.

Movimento na direção oposta ocorre na China: o yield do título soberano de 30 anos opera hoje entre 2,15% e 2,17%, longe dos valores máximos de 5,25%, refletindo em certa medida a fraqueza da demanda interna e a inflação persistentemente baixa no país, como apresentado na seção dedicada à China. O contraste reforça que a pressão altista sobre os *yields* longos é, por ora, um fenômeno concentrado nas economias avançadas.

Em 2022, o BCE respondeu à turbulência nos *yields* italianos e espanhóis com intervenção emergencial e, em seguida, criou o TPI (*Transmission Protection Instrument*) como ferramenta permanente para esse tipo de episódio. Segundo Brooks[10], em 2024 as pontas curtas caíram na maioria dos países desenvolvidos, porém *yields* longos continuaram subindo - sinal de que o mercado passou a embutir prêmio de risco e de prazo na ponta longa, independentemente da trajetória dos juros básicos.

Entre os pontos que reforçam a tendência, economias avançadas fizeram estímulos fiscais em escala semelhante durante a pandemia. Os déficits orçamentários seguem, de forma generalizada, bem mais amplos do que na década anterior ao Covid, provocando perda de ancoragem das políticas fiscais. Apesar disso, os *breakevens* de inflação permanecem estáveis em todo o G10, o que sugere que a alta da ponta longa é, por ora, um fenômeno de *yields* reais, e não de expectativas de inflação mais alta.

GRÁFICO B1.3
***Yields* de 30 anos: Reino Unido, Alemanha, França e Japão**
(Em %)



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

No caso japonês, o *yield* de 30 anos opera pouco acima de 4%, mas a relação histórica entre dívida e *yields* entre países sugeriria um patamar bem mais alto. O Banco Central Japonês (BoJ) segue comprando títulos para evitar uma alta descontrolada, além da recente recompra do Tesouro americano para ajudar a conter a desvalorização do iene. O contexto indica que os *yields* japoneses devem continuar em tendência de alta. Dada a complexidade do caso japonês, que também envolve aspectos como a desvalorização do iene e *carry trade*, o tema está aprofundado em outro box.

Elaboração: Marcelo Guedes Pecly.

9. Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/ecb.fsr202605~50566915a7.en.html.
10. Anatomy of the Global Bond Market Sell-Off; disponível em: https://robinjbrooks.substack.com/p/anatomy-of-the-global-bond-market.

3 China

A economia chinesa desacelerou para 4,3% no segundo trimestre de 2026, na comparação interanual, ante crescimento de 5,0% no trimestre anterior. O resultado ficou abaixo das expectativas de mercado, de 4,5%, e do limite inferior da meta de crescimento estabelecida pelo governo, de 4,5% a 5,0%. Trata-se do crescimento interanual mais fraco desde o quarto trimestre de 2022 (gráfico 18). A desaceleração ocorreu apesar do desempenho robusto da produção industrial, impulsionada pelas exportações, enquanto o consumo e os investimentos permanecem pressionados pela prolongada crise do setor imobiliário. No acumulado do primeiro semestre, a economia chinesa registrou crescimento de 4,7%.

No segundo trimestre, as exportações chinesas aumentaram 20,0% na comparação interanual, impulsionadas pela forte demanda por produtos tecnológicos relacionados à inteligência artificial (IA).[11] Em julho, o crescimento das exportações desacelerou para 23,9%, depois de registrar crescimento de 27% em junho (gráfico *19*), refletindo tanto a continuidade da demanda por esses produtos quanto a antecipação de embarques por parte dos fabricantes, que buscaram enviar mercadorias aos Estados Unidos antes da possível imposição de novas tarifas. No final de julho, os Estados Unidos aplicaram uma nova tarifa de 12,5% sobre produtos chineses, substituindo a alíquota temporária de 10% que havia expirado.

Dados mais recentes seguem apontando para um enfraquecimento da demanda interna. As vendas no varejo cresceram, em média, apenas 0,2% no segundo trimestre, ante 5,4% no mesmo período do ano passado, e avançaram apenas 0,6% em julho. O investimento em ativos fixos reforça esse quadro: após crescer 1,9% no segundo trimestre de 2025, recuou, em média, 10,6% no segundo trimestre deste ano e 11,7% em julho. Em contraste, a produção industrial apresentou desempenho mais robusto, com crescimento de 4,6% no segundo trimestre e de 4,5% em julho (gráfico 20).

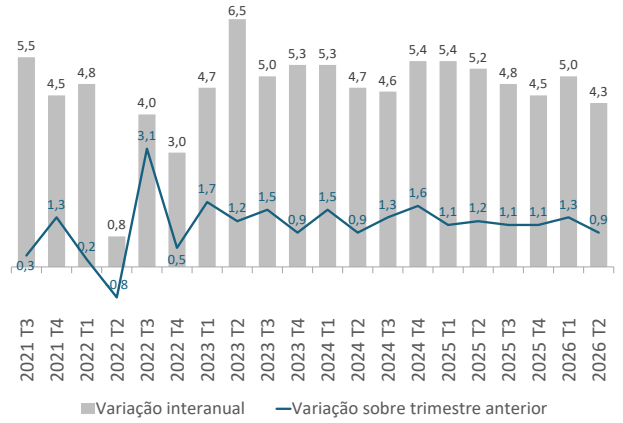
Os indicadores de atividade medidos pelos PMIs apresentam sinais divergentes. O PMI industrial divulgado pela RatingDog[12] indica expansão do setor, com o indicador acima de 50 pontos e tendência de alta. Em contraste, o PMI industrial oficial, divulgado pelo *National Bureau of Statistics* (NBS), registrou, em agosto, o segundo mês consecutivo de contração, embora em ritmo menos intenso (gráfico 21).

No setor de serviços, o PMI da RatingDog apresentou, em julho, a menor expansão desde setembro de 2024, ao atingir 50,4 pontos. Em agosto, contudo, o indicador acelerou para 51,4 pontos. Já o PMI de serviços divulgado pelo NBS apontou retração pelo segundo mês consecutivo (gráfico 22).

A diferença entre os indicadores está na amostra e em qual parte da economia chinesa cada índice captura. O PMI oficial (NBS) é mais concentrado em grandes empresas, empresas estatais, indústria pesada e companhias ligadas à infraestrutura e à construção, refletindo a China industrial estatal mais voltada para o mercado interno, enquanto a pesquisa da RatingDog possui uma amostra menor, traçando o perfil de produtores na região de Xangai e nas províncias do sudoeste da China e refletindo melhor a China privada exportadora. Sendo assim, podemos observar, por meio dos indicadores do NBS, uma China doméstica mais fraca; já com o índice da RatingDog, notamos que a China exportadora ainda segue bastante resiliente.

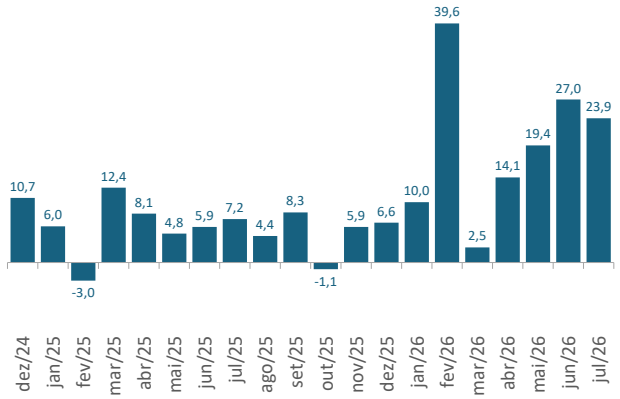
11. Como amplamente noticiado, inclusive para meses seguintes; por exemplo: 1) https://www.reuters.com/world/asia-pacific/chinas-exports-up-25-yy-august-imports-surge-282-2026-09-08/; 2) https://www.infomoney.com.br/economia/exportacoes-da-china-saltam-com-demanda-por-alta-tecnologia-e-inteligencia-artificial/; 3) https://pt.euronews.com/2026/07/14/china-exportacoes-de-junho-sobem-27-com-procura-forte-impulsionada-pela-ia.
12. Em 2025, a RatingDog obteve o direito exclusivo de patrocínio para o S&P Global China PMI (anteriormente Caixin PMI). A partir de agosto de 2025, esse índice passou a se chamar oficialmente RatingDog China PMI.

GRÁFICO 18
China: PIB - variação anual e trimestral
(Em %)



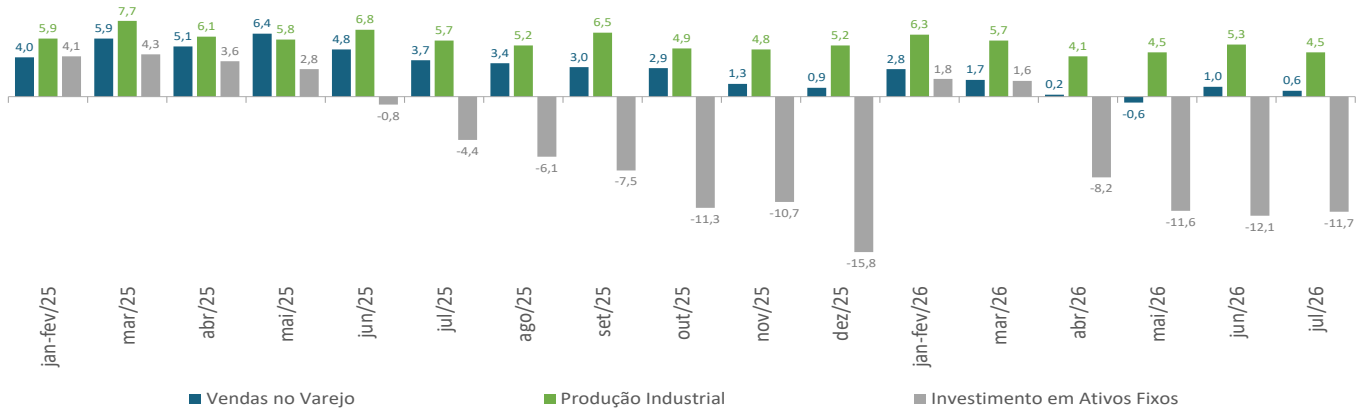
Fonte: NBS.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 19
China: Exportações
(Variação interanual)



Fonte: NBS.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 20
China: Vendas no varejo; produção industrial; investimento em ativos fixos
(Variação interanual, em %)

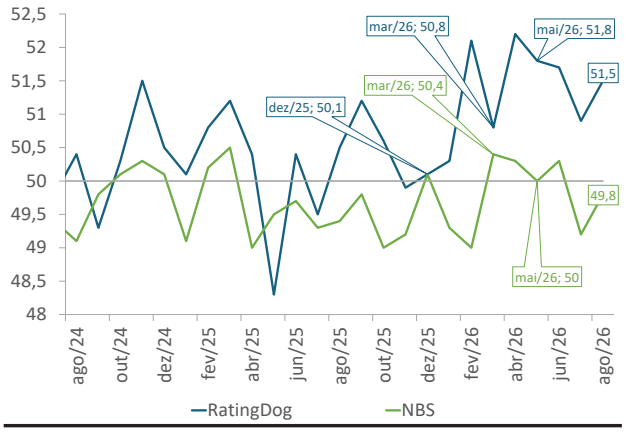


Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Como citado, o setor imobiliário é fonte de preocupação do governo chinês e segue demonstrando debilidade, com quedas nos investimentos e nas vendas. No segundo trimestre, o investimento imobiliário recuou 24% em relação ao mesmo período do ano anterior e, em julho, recuou 29%. Outro indicador em contração é o de vendas de moradias, que caiu 9,8% no segundo trimestre e 9,9% em julho. Apesar de estarem em queda, os indicadores sinalizam melhora no ritmo de contração em comparação com dez./25, como pode ser observado no gráfico 23.

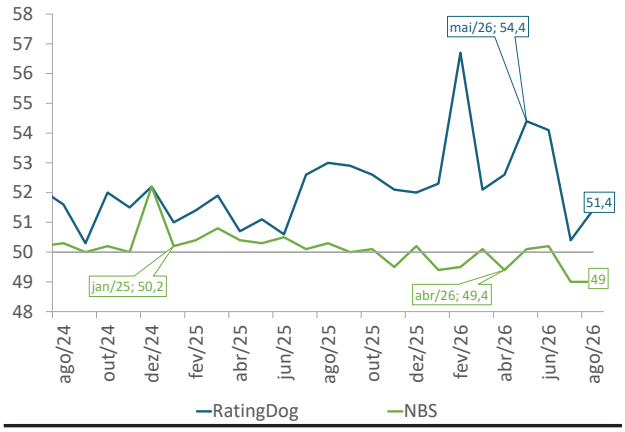
A inflação desacelerou recentemente, puxada pela queda nos preços dos alimentos. A inflação ao consumidor foi de 0,5% em julho, ante 1,0% no mês anterior, atingindo o menor nível desde janeiro (gráfico 24). Já a inflação ao produtor, que serve como indicativo da trajetória futura dos preços ao consumidor, recuou para 3,5% em julho, menor nível desde abril, em um contexto de demanda interna fraca e de redução das pressões sobre os custos de energia, à medida que os choques globais nos preços do petróleo, associados às interrupções no Estreito de Ormuz, arrefeceram por um período (gráfico 25).

GRÁFICO 21
China: PMI da indústria
(Neutro=50)



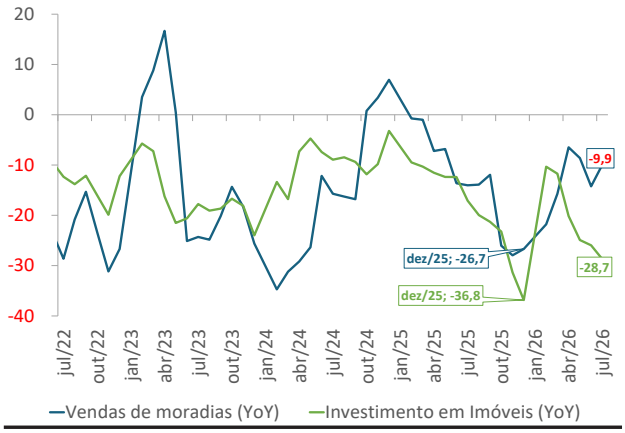
Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 22
China: PMI de serviços
(Neutro=50)



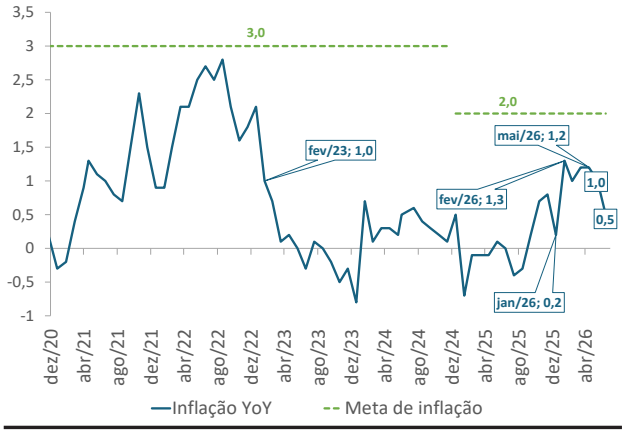
Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 23
China: Investimento imobiliário e vendas mensais de moradias
(Variação interanual, em %)



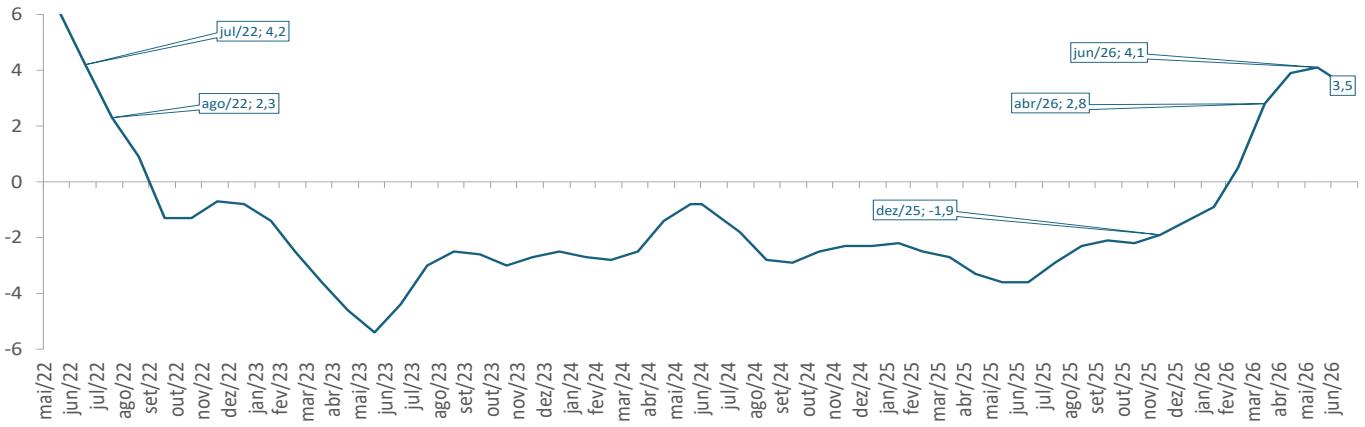
Fonte: NBS.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 24
China: Inflação anual e meta de inflação
(Em %)



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 25
China: Preços ao produtor
(Variação interanual, em %)



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

4 Área do euro

No gráfico 26, apresenta-se o comportamento da variação trimestral do PIB da área do euro e de suas quatro economias mais representativas. Os dados do segundo trimestre de 2026, últimos disponibilizados, mostram que o agregado apresentou crescimento de 0,4%. Trata-se de um resultado promissor, que demonstra recuperação em relação ao trimestre anterior, quando houve estagnação, e representa um nível de crescimento que não era alcançado desde o segundo trimestre de 2025.

O destaque positivo do bloco foi o crescimento espanhol, que, nos últimos cinco trimestres, apresentou taxas trimestrais superiores a 0,6%. A França, apesar do crescimento tímido de 0,2%, também mostrou recuperação em relação ao resultado negativo apurado no trimestre anterior.

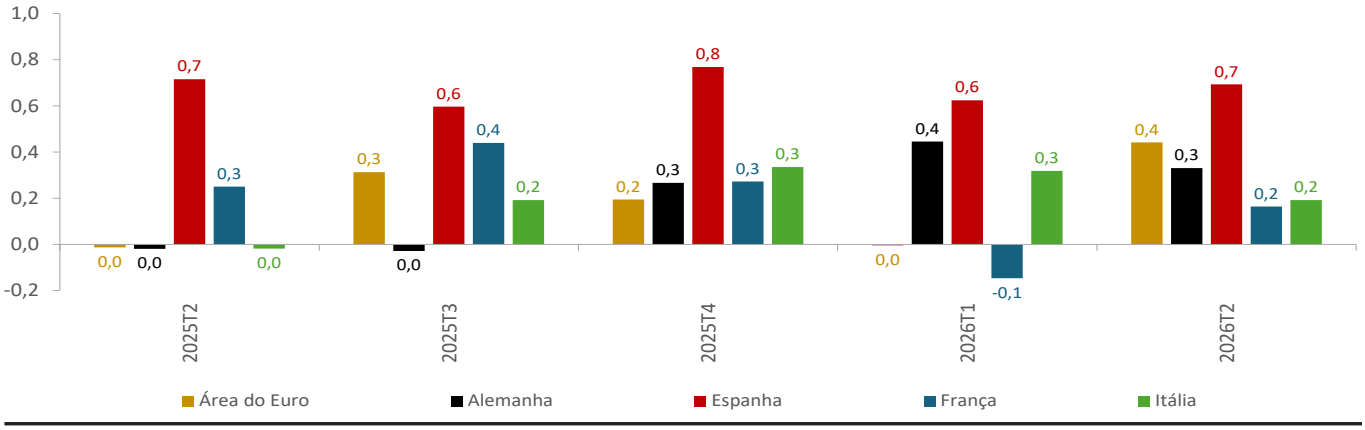
Os dados da produção industrial (gráfico 27), divulgados até junho de 2026, mostram que, pela segunda vez no ano, a variação interanual não apresentou resultado negativo. Em junho, a produção industrial cresceu 0,1% em comparação com o mesmo mês de 2025, após registrar queda de 0,1% em maio. Embora positivo, o resultado apresenta magnitude modesta e permanece abaixo do crescimento de 1,0% observado em junho de 2025. Ao longo de 2026, a produção industrial apresentou comportamento volátil, com quedas de 1,0% em janeiro e fevereiro e de 2,8% em março, seguidas de crescimento de 0,4% em abril. Dessa forma, o resultado de junho representa uma melhora em relação aos primeiros meses do ano, mas ainda não permite afirmar que existe uma trajetória consistente de recuperação. A confirmação de uma retomada dependerá da manutenção de resultados positivos nos próximos meses.

A série dessazonalizada da produção industrial, apresentada no gráfico 28, mostra uma trajetória de recuperação ao longo do primeiro semestre de 2026. O índice passou de 97,4 pontos em janeiro para 98,8 pontos em junho, com acréscimos sucessivos até maio e estabilidade entre maio e junho. Apesar de as variações interanuais não apresentarem resultados tão favoráveis em 2026, a evolução do índice dessazonalizado sinaliza uma melhora gradual da atividade industrial na comparação com os meses imediatamente anteriores. Entretanto, o nível de produção ainda permanece abaixo dos 100 pontos (nível médio de 2021) e dos patamares observados em alguns períodos de 2022, 2023 e 2025. Assim, os resultados recentes são promissores, mas ainda é necessário observar a continuidade desse movimento nos próximos meses para confirmar uma recuperação mais consistente da indústria.

O gráfico 29 apresenta a evolução dos índices PMI de Serviços e de Manufatura entre setembro de 2022 e setembro de 2026. No último mês analisado, ambos os indicadores ficaram acima de 50 pontos, sinalizando expansão da atividade em relação ao mês anterior e uma percepção mais favorável dos respondentes. Em setembro de 2026, o PMI de Manufatura atingiu 53 pontos, superando o PMI de Serviços, que alcançou 52 pontos. Os resultados são promissores para os dois setores, embora indiquem um ritmo de expansão ligeiramente mais intenso na manufatura.

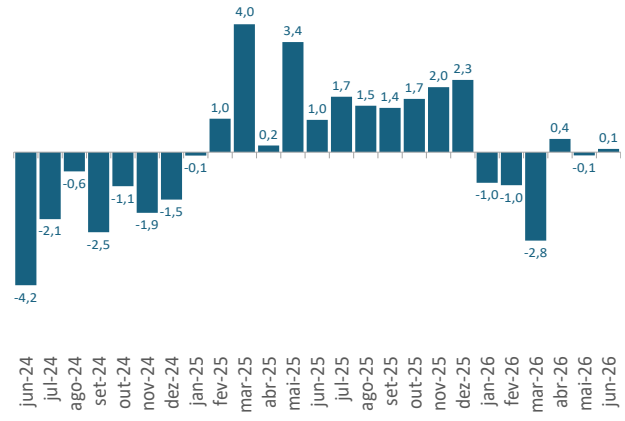
Conforme apresentado no gráfico 30**,** a inflação na Área do euro atingiu 3,3% em agosto de 2026, enquanto o núcleo da inflação registrou variação de 2,4%. Desde setembro de 2023, a inflação não alcançava patamar igual ou superior a 3%. Em 2026, o indicador atingiu 3% em abril, 3,2% em maio e 3,3% em agosto. Além disso, a taxa média ao longo do ano está em torno de 2,7%. As projeções de inflação para 2026 foram revisadas pelo BCE e passaram para 3%, valor superior anteriormente divulgado (2,6%). A pressão inflacionária deve-se, principalmente, ao aumento dos preços da energia, provocado pelos conflitos no Oriente Médio, que encareceram os componentes energéticos. Como visto na introdução, a mediana de coleta da Bloomberg prevê 2,8% para este ano e 2,3% par 2027.

GRÁFICO 26
Área do euro e países selecionados: PIB
(Variação trimestral, em %)



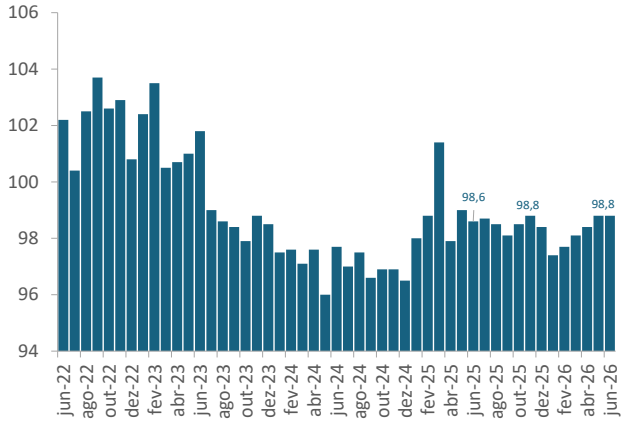
Fonte: Eurostat.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 27
Área do euro: Produção industrial
(Variação interanual, em %)



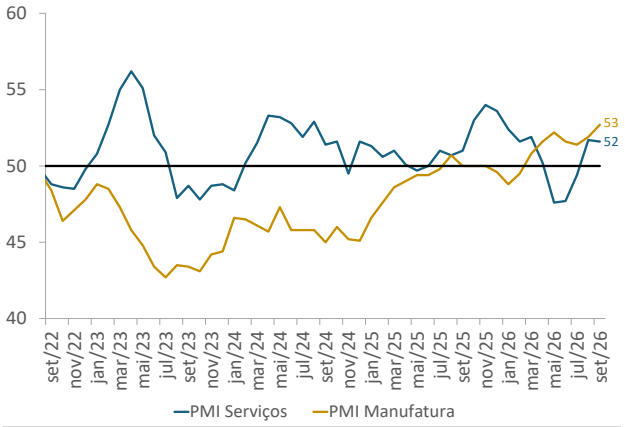
Fonte: Eurostat.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 28
Área do euro: Produção industrial
(Série dessazonalizada, 2021=100)



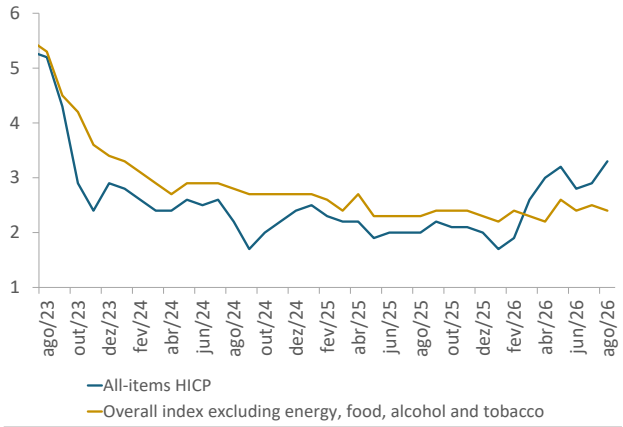
Fonte: Eurostat.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 29
Área do euro: PMI indústria e serviços
(Neutro=50)



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 30
Área do euro: taxa de inflação medida pelo IPC – índice cheio e núcleo
(Em %)



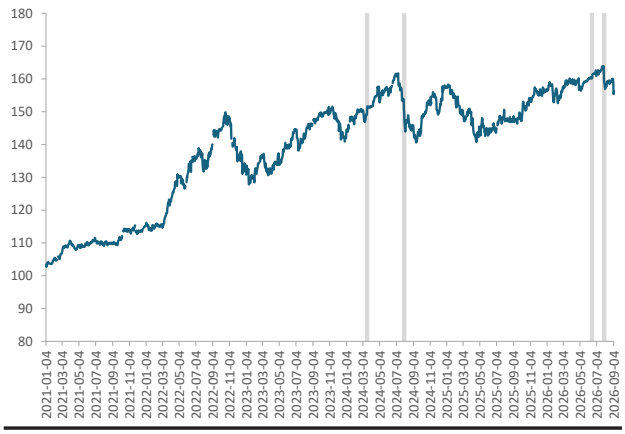
Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

BOX 2

Intervenção cambial, depreciação do iene e juros longos: o Japão em 2026

Em 31 de julho de 2026, o Federal Reserve de Nova York vendeu euros e comprou ienes por conta do Tesouro dos Estados Unidos, em ação coordenada com o Ministério das Finanças do Japão, na primeira operação de compra de ienes conduzida por autoridades norte-americanas desde 1998. Nos dias que antecederam a intervenção, a moeda japonesa havia alcançado 163,99 por dólar, nível mais fraco em quatro décadas, e entre 30 de julho e 26 de agosto o Ministério das Finanças comprou 15,39 trilhões de ienes, cerca de 96 bilhões de dólares, no maior volume mensal de intervenção cambial já registrado pelo país, ao qual se somam os 11,7 trilhões comprados entre abril e maio. O mercado de dívida acompanhou o movimento: em 1º de setembro, o rendimento do título público de dez anos alcançou 3%, patamar não observado desde 1996, depois de o papel de quarenta anos ter subido 29 pontos-base em uma única sessão de janeiro e atingido 4,2%, recorde de sua série. Este box descreve as condições que levaram a esse quadro e examina as explicações disponíveis para a depreciação da moeda japonesa.

GRÁFICO B2.1
Taxa de câmbio iene/dólar



Fonte: FRED.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO B2.2
Setor corporativo não financeiro: posição financeira líquida
(Em % do PIB)

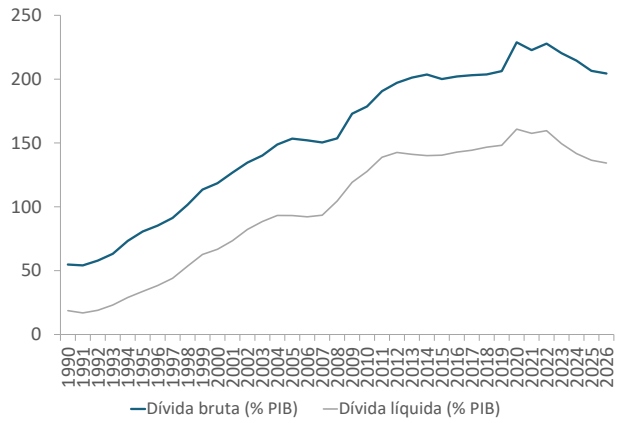
Fonte: Banco do Japão, *Flow of Funds Accounts*.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

A origem do arranjo hoje em desmonte está nos anos 1990. A queda dos preços dos ativos no estouro da bolha acionária e imobiliária produziu um efeito específico sobre os balanços das empresas japonesas, uma vez que terrenos eram a garantia predominante do crédito bancário no país e seu colapso encolheu o ativo das companhias sem alterar o valor nominal de suas dívidas. Diante disso, as empresas passaram a destinar seus resultados à amortização, e não ao investimento, de modo que o setor corporativo não financeiro, tomador líquido de recursos equivalentes a 12% do PIB em 1990, tornou-se poupador líquido de 11% do PIB em 2003. A deflação atuou no mesmo sentido, ao elevar o valor real dos passivos, e a política monetária teve alcance limitado, já que o obstáculo não estava na oferta de crédito, mas na ausência de tomadores. Ainda que os balanços tenham sido reparados por volta de 2012, o setor não financeiro seguiu registrando superávit financeiro.

Com o setor privado poupando de forma persistente, a manutenção da atividade passou a depender de que outro setor absorvesse essa poupança, papel exercido em parte pelo exterior, por meio dos superávits em conta corrente, e no restante pelo governo, mediante déficits fiscais continuados. A magnitude desses déficits decorre menos do volume de gasto do que da diferença entre a taxa de juros da dívida e a taxa de crescimento nominal do PIB: quando a primeira supera a segunda, até déficits primários moderados elevam continuamente a razão dívida/PIB. No Japão, essa condição prevaleceu de meados dos anos 1990 ao fim dos anos 2000, agravando-se

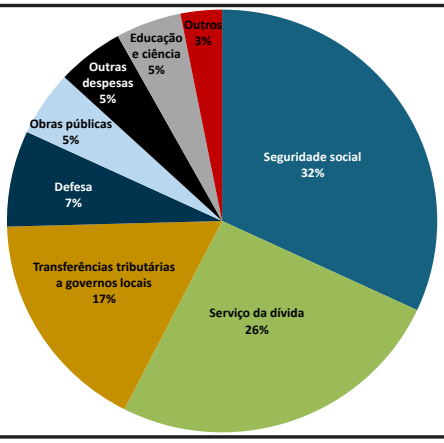
após a crise de 2008, e se inverteu em parte a partir de 2013, com o Abenomics (o pacote de estímulo monetário e fiscal lançado pelo primeiro-ministro Shinzo Abe). Ainda assim, os déficits primários persistentes mantiveram a dívida em trajetória ascendente. A composição da despesa acrescentou rigidez a esse quadro, já que a seguridade social responde por 31,9% do orçamento no ano fiscal de 2026, à frente do próprio serviço da dívida, com 25,6%. A dívida bruta do governo geral é estimada em 204,4% do PIB em 2026, e a líquida, em 134,3%.

GRÁFICO B2.3
Dívida bruta e líquida do governo geral
(Em % do PIB)



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

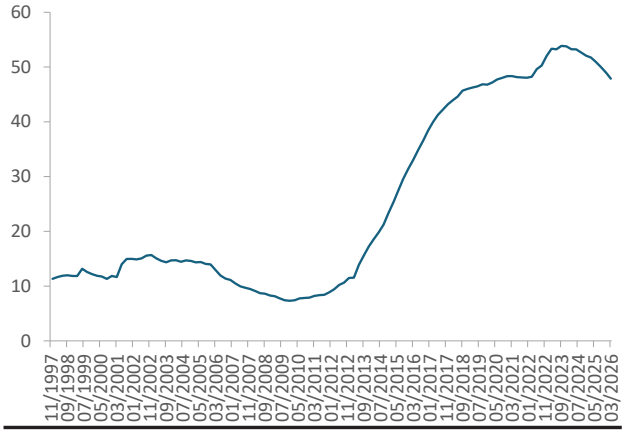
GRÁFICO B2.4
Composição do orçamento no ano fiscal de 2026
(Em %)



Fonte: Ministério das Finanças do Japão, Orçamento Geral do Governo, ano fiscal 2026.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Duas características permitiram que esse endividamento convivesse por décadas com juros baixos: a dívida é integralmente emitida em iene e detida majoritariamente por residentes, o que reduz sua sensibilidade ao apetite de investidores estrangeiros. Uma terceira característica diz respeito ao fato de que o principal residente comprador foi, durante a maior parte do período, o próprio banco central. Entre 1999 e 2016, o Banco do Japão percorreu uma sequência de instrumentos progressivamente mais amplos, que foram da política de juro zero ao afrouxamento quantitativo e ao juro negativo, e em setembro de 2016 adotou o controle da curva de juros, passando a fixar também o rendimento do título de dez anos, com o compromisso de comprar a quantidade de papéis necessária para sustentá-lo. Em março de 2023, a instituição detinha mais da metade de todo o estoque de títulos públicos japoneses em circulação.

GRÁFICO B2.5
Participação do Banco do Japão no estoque de JGBs[1]



Fonte: Banco do Japão, *Flow of Funds Accounts*.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Nota: [1] *Japanese Government Bonds* - títulos do governo japonês.

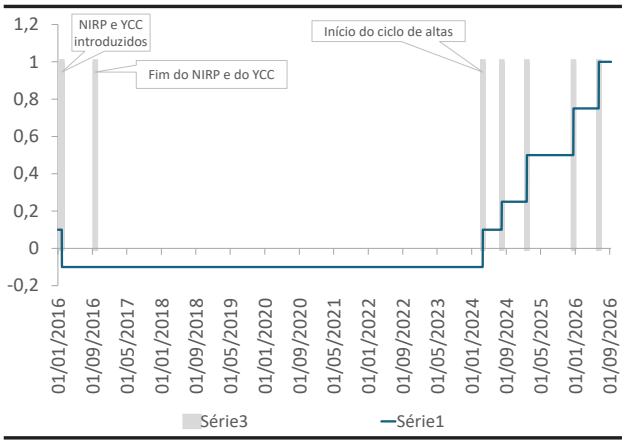
Essa configuração produziu um efeito externo significativo: com os rendimentos internos próximos de zero por mais de duas décadas, os investidores institucionais japoneses deslocaram parte relevante de suas carteiras para o exterior, o que consolidou o país como exportador estrutural de capital: o Japão é hoje o terceiro maior credor líquido do mundo, atrás de Alemanha e China, e o maior detentor estrangeiro de títulos do Tesouro americano, com 1,13 trilhão de dólares em abril de 2026.

O mesmo diferencial de rendimentos converteu o iene em moeda de financiamento global, por meio das operações de *carry trade*, mecanismo que pressiona a taxa de câmbio no sentido da depreciação, o que amplia o retorno

esperado das posições. Em 2021, a cotação média anual era de 110 ienes por dólar. Nos anos que se seguiram, houve uma tendência global de alta de juros por parte dos bancos centrais das economias avançadas para conter a inflação pós-pandemia, enquanto o Banco do Japão mantinha taxa negativa, o que levou o diferencial em relação aos Estados Unidos a cerca de 5,3 pontos percentuais. Em agosto de 2024, uma compressão abrupta desse diferencial forçou o encerramento simultâneo de posições e o índice Nikkei registrou sua maior queda diária.

A inversão desse quadro teve início em 19 de março de 2024, quando o Banco do Japão encerrou simultaneamente o juro negativo e o controle da curva de juros, e prosseguiu com elevações da taxa básica para 0,25% em julho de 2024, 0,50% em janeiro de 2025, 0,75% em dezembro de 2025 e 1% em 16 de junho de 2026, maior nível desde 1995. A retirada alcançou também o balanço da instituição, cujo estoque de títulos havia recuado 47,8 trilhões de ienes em doze meses até julho de 2026, maior redução desde o início da série, em 1997. O plano de compras decidido em junho de 2026 estabelece, entretanto, que os juros de longo prazo devem ser formados no mercado, mas que a instituição responderá de forma ágil a elevações rápidas das taxas, mediante aumento das compras e operações a taxa fixa, de modo que o teto explícito vigente desde 2016 foi removido sem que se retirasse o instrumento capaz de restabelecê-lo.

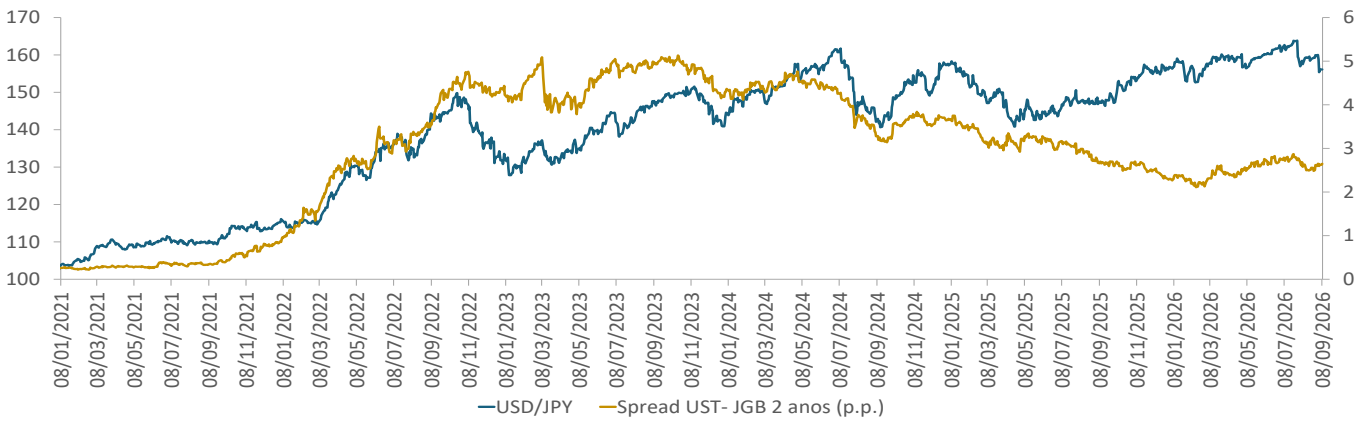
GRÁFICO B2.6
Taxa básica de juros do Banco do Japão
(Em %)



Fonte: Banco do Japão (BOJ).
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Nota: [1] NIRP: *Negative Interest Rate Policy; YCC: Yield Curve Control.*

A política fiscal seguiu direção oposta à da política monetária. O Banco do Japão vinha elevando os juros desde 2024; a partir de outubro de 2025, quando Sanae Takaichi assumiu como primeira-ministra, o governo passou a adotar uma orientação fiscal expansionista. Na eleição antecipada de 8 de fevereiro de 2026, seu partido obteve 316 das 465 cadeiras da Câmara dos Representantes, resultado que removeu as restrições parlamentares ao programa de governo. Com maioria qualificada, a nova administração intensificou essa orientação, apostando que o estímulo ao crescimento seria capaz de estabilizar a razão dívida/PIB no médio prazo. O mercado de títulos longos, contudo, não incorporou essa hipótese, e a elevação dos rendimentos refletiu tanto a percepção de maior frouxidão fiscal quanto fatores externos.

GRÁFICO B2.7
Taxa de câmbio (JPY/USD) *versus* Spread de Juros Estados Unidos e Japão
(Em p.p.)



Fonte: Tesouro dos EUA, Ministério das Finanças do Japão e FRED.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

As explicações para a depreciação do iene partem, em primeiro lugar, do diferencial de juros de curto prazo, hoje em cerca de 2,6 pontos percentuais entre os títulos de dois anos dos Estados Unidos e do Japão, que sustenta a operação de *carry trade*: toma-se emprestado em iene para aplicar em dólar, embolsando a diferença de juros, o que pressiona o iene para baixo. Isoladamente, porém, esse fator não explica o período recente: o diferencial caiu à metade do valor observado no auge, o que deveria ter levado à apreciação do iene, mas isso não ocorreu nem em 2025 nem no primeiro semestre de 2026.

Uma segunda leitura interpreta que a explicação está num segundo diferencial, o de trinta anos. O argumento é o de que nas economias do G10, quanto maior a dívida bruta como proporção do PIB, maior tende a ser o juro de longo prazo pago. O Japão, porém, fugiria dessa relação, já que seus juros de 30 anos são próximos ao da Alemanha, cuja dívida é uma fração da japonesa. Isso sugere que seu rendimento de 30 anos estaria vários pontos percentuais acima do observado caso se formasse livremente, discrepância atribuída à contenção dos juros pelo Banco do Japão, seja por compras efetivas de títulos, seja pela expectativa, sustentada pelos próprios comunicados da instituição, de que voltaria a comprar caso a alta se acelerasse. Essa contenção, entretanto, claramente não elimina o risco fiscal da dívida japonesa, mas apenas impede que ele apareça no preço dos títulos. O ajuste que o mercado de títulos não realiza aparece na taxa de câmbio. Assim, o diferencial curto explicaria o retorno do *carry trade,* enquanto o diferencial longo, e o risco fiscal nele embutido, explicam o por que a queda desse diferencial não trouxe a apreciação esperada.

Sobre ambos os fatores incidiu, em 2026, o conflito iniciado em fevereiro, que levou ao fechamento do Estreito de Ormuz e ao Brent acima de 120 dólares por barril. Como o Japão importa 94% de seu petróleo bruto do Oriente Médio, o choque elevou a fatura de importação e ampliou a despesa pública com subsídios a combustíveis e energia, reforçando simultaneamente a pressão sobre o saldo comercial e sobre a percepção fiscal. A moeda, que em episódios anteriores de tensão geopolítica havia funcionado como ativo de refúgio, atingiu em março de 2026 o nível mais fraco em vinte meses.

A intervenção de julho e a participação norte-americana nela se explicam nesse contexto. Uma depreciação desordenada aumentaria a probabilidade de venda de títulos do Tesouro americano por instituições japonesas em busca de recursos para defender a moeda, razão pela qual o Federal Reserve disponibilizou sua linha de recompra para autoridades estrangeiras, mecanismo que permite ao Japão tomar dólares emprestados, dando esses papéis em garantia, em vez de vendê-los, e, desde o fim de agosto o Tesouro americano passou a manifestar publicamente que o Banco do Japão precisa elevar sua taxa. O efeito imediato da operação levou o iene de 163,99 para 155,20 por dólar, mas a maior parte do ganho foi devolvida em dez dias, resultado consistente com a natureza do instrumento, que altera a quantidade de iene disponível sem afetar o diferencial que sustenta sua venda.

Em 9 de setembro, o iene era negociado em torno de 153,5 por dólar, nível mais alto em sete meses, recuperação que não decorreu da intervenção, cujo efeito já se havia esgotado, mas da precificação de uma sequência de altas de juros, com probabilidade próxima de 97% atribuída a uma elevação para 1,25% na reunião de 18 de setembro, o que se confirmou. O argumento para esse aperto não está na inflação corrente, que segue abaixo da meta de 2%, contida por subsídios a combustíveis, mas no fato de que uma taxa básica de 1% com inflação nesse patamar implica juro real negativo.

A combinação entre política fiscal expansionista, estoque de dívida superior a 200% do PIB cujo serviço já consome um quarto do orçamento federal e custo médio de carregamento ainda inferior às taxas de mercado limita as alternativas disponíveis: a elevação da taxa básica sustenta a moeda e reduz a pressão sobre os preços de importação, mas encarece progressivamente o refinanciamento; a contenção dos juros longos preserva a conta fiscal, mas transfere a pressão para o câmbio; e a intervenção cambial, cujo efeito se mostrou limitado há poucos dias, não altera o diferencial que sustenta a venda da moeda. O ajuste tende a se distribuir, portanto, entre esses três fatores.

Referências:

BANK OF JAPAN. **Plan for the outright purchases of Japanese government bonds**. Tóquio: Bank of Japan, 16 jun. 2026. Disponível em: https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2026/k260616b.pdf.

BANK OF JAPAN. **Unconventional monetary policy measures from the late 1990s**. Tóquio: Bank of Japan, [s. d.]. Disponível em: https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/bpreview/ref.htm.

BORROWERS nowhere to be seen as Japan enters its post-deflation era. **Australia-Japan Research Centre**, Camberra, [s. d.]. Disponível em: https://crawford.anu.edu.au/australia-japan-research-centre/content-centre/article/news/borrowers-nowhere-be-seen-japan-enters.

BOWMAN, David; CAI, Fang; DAVIES, Sally; KAMIN, Steven. **Quantitative easing and bank lending**: evidence from Japan. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System, jun. 2011. (International Finance Discussion Papers, n. 1018). Disponível em: https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2011/1018/ifdp1018.pdf.

BROOKS, Robin. **Fiscal distress in Japan**. [S. l.]: Substack, 29 abr. 2026. Disponível em: https://robinjbrooks.substack.com/p/fiscal-distress-in-japan.

BROOKS, Robin. **Japan's interest rate disaster**. [S. l.]: Substack, 21 jul. 2026. Disponível em: https://robinjbrooks.substack.com/p/japans-interest-rate-disaster.

CENTER FOR STRATEGIC AND INTERNATIONAL STUDIES. **What are the implications of the Iran conflict for Japan?** Washington, DC: CSIS, 2026. Disponível em: https://www.csis.org/analysis/what-are-implications-iran-conflict-japan.

COUNCIL ON FOREIGN RELATIONS. **Why the U.S. intervened to prop up Japan's yen**. Nova York: CFR, 2026. Disponível em: https://www.cfr.org/articles/why-the-u-s-intervened-to-prop-up-japans-yen.

GLASS, Mia. O que está impulsionando o aumento dos rendimentos dos títulos do Japão em seis gráficos. **Bloomberg News**, Tóquio, 7 set. 2026.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Japan**: 2026 Article IV consultation. Washington, DC: IMF, 2026. (IMF Country Report, n. 26/75). Disponível em: https://www.imf.org/-/media/files/publications/cr/2026/english/1jpnea2026001.pdf.

JAPAN and US confirm rare joint intervention to prop up yen. **Al Jazeera**, Doha, 3 ago. 2026. Disponível em: https://www.aljazeera.com/economy/2026/8/3/japan-and-us-confirm-rare-joint-intervention-to-prop-up-yen.

JAPAN slips to world's no. 3 creditor behind Germany and China. **The Japan Times**, Tóquio, 26 maio 2026. Disponível em: https://www.japantimes.co.jp/business/2026/05/26/economy/japan-creditor-slips-behind-china/.

JAPAN spent record US$ 96 bn in yen interventions: ministry. **Agence France-Presse**, Tóquio, 28 ago. 2026. Disponível em: https://uk.finance.yahoo.com/news/japan-spent-record-96-bn-105731285.html.

JAPÃO. Ministério das Finanças. **Japanese public finance fact sheet**. Tóquio: Ministry of Finance, abr. 2026. Disponível em: https://www.mof.go.jp/english/policy/budget/budget/fy2026/02.pdf.

JAPANESE yen gathers strength as BoJ hike bets ramp up. **FXStreet**, [S. l.], 9 set. 2026. Disponível em: https://www.fxstreet.com/news/japanese-yen-gathers-strength-as-boj-hike-bets-ramp-up-202609090256.

NIPPON.COM. **BOJ now holds record 53% of Japan's government bonds**. Tóquio: Nippon Communications Foundation, 2023. Disponível em: https://www.nippon.com/en/japan-data/h01720/.

ORPHANIDES, Athanasios. Japanese frugality versus Italian profligacy? **VoxEU/CEPR**, Londres, 2017. Disponível em: https://cepr.org/voxeu/columns/japanese-frugality-versus-italian-profligacy.

TD ECONOMICS. **Japan's bond market sell-off spreads to the world**. Toronto: TD Bank Group, 20 jan. 2026. Disponível em: https://economics.td.com/gbl-japan-bond-market-sell-off.

UNITED STATES. Department of the Treasury. **Major foreign holders of Treasury securities**. Washington, DC: U.S. Department of the Treasury, abr. 2026. Disponível em: https://ticdata.treasury.gov.

Elaboração: Ana Muanis Roquete.

Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac):

Claudio Roberto Amitrano (Diretor)
Mônica Mora y Araujo (Coordenadora-Geral de Estudos e Políticas Macroeconômicas)

Corpo Editorial da Carta de Conjuntura:

Claudio Hamilton Matos dos Santos (Editor)
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Leonardo Mello de Carvalho
Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti
Maria Andréia Parente Lameiras
Mônica Mora y Araujo
Sandro Sacchet de Carvalho
Sergio Fonseca Ferreira

Equipe de Assistentes:

Ana Muanis Roquete
Caio Rodrigues Gomes Leite
Juliana Alves de Souza França;
Maria Natalina Ferrera Costa
Marcelo Guedes Pecly
Tarsylla da Silva de Godoy Oliveira
Thaíssa Soares Machado Dutra

Equipe Administrativa:

Aline Conceição Santos
Carla Nunes Menezes
Rosanne Rodrigues Barbosa

Design/Diagramação:

Augusto Lopes dos Santos Borges
Leonardo Simão Lago Alvite

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.