



Opinião Econômica

Bráulio Borges

Doutorando em economia da FGV EESP, mestre em economia na FEA-USP, é diretor da LCA Consultores e pesquisador-associado do FGV Ibre



Ainda sobre calotes implícitos

Prêmio de risco do Brasil sobe enquanto teto de gastos é driblado

Meu amigo e colega de FGV IBRE, Samuel Pessôa, dedicou sua coluna de 22 de agosto a comentar o artigo que publiquei dois dias antes neste espaço, no qual chamei a atenção para a existência de calotes “implícitos” da dívida pública em moeda local, para além dos vários tipos de calotes explícitos detalhados na coluna de Samuel. Agradeço a leitura atenta e o contraditório qualificado - é assim que o debate de política econômica avança. Ainda assim, dois reparos e um esclarecimento de fundo me parecem necessários.

O primeiro reparo diz respeito ao escopo do debate. Em sua réplica, Samuel ponderou que o tema de sua coluna seria apenas o calote “explícito” - razão pela qual os calotes implícitos teriam ficado, deliberadamente, de fora da análise. Ocor-

re que o título daquela coluna era, simplesmente, “calote”, sem qualquer adjetivo. E, em uma discussão sobre calotes da dívida pública, os episódios implícitos não podem ser deixados de lado: a experiência histórica, inclusive a de economias avançadas, mostra que eles são bem mais comuns do que os calotes explícitos - justamente por não configurarem violação contratual e, por isso, envolverem custos políticos e reputacionais bem menores.

O segundo reparo é factual. Samuel afirmou que minha análise se refere ao período 2019/22. Não é o caso: o recorte temporal do exercício numérico que apresentei é 2021/22. Ou seja, ele não inclui o ano da pandemia - quando a relação dívida bruta/PIB saltou para perto de 87%, - embora trate do período ime-

diatamente posterior, no qual esse indicador recuou de forma expressiva, para cerca de 72% do PIB ao final de 2022.

É justamente a interpretação dessa queda que motivou minha coluna. No debate público brasileiro, tornou-se relativamente comum atribuir aquele recuo de cerca de 15 pontos percentuais do PIB em apenas dois anos a uma suposta boa gestão da política fiscal no período. Meu ponto central foi mostrar que boa parte dessa melhora não decorreu do esforço fiscal propriamente dito, mas de uma forte surpresa inflacionária. Quando a inflação efetiva supera de forma relevante aquela que estava embutida nos juros contratados pelos detentores de títulos públicos, o retorno real desses papéis fica muito abaixo do espera-

do, podendo até mesmo se tornar negativo. Trata-se de um “calote implícito”. Ao menos em 2021/22, esse calote implícito não foi intencional, tampouco uma “jabuticaba”, como bem colocou Samuel: fenômeno semelhante ocorreu em diversos países, no bojo do choque inflacionário global pós-pandemia. Mas reconhecer isso está longe de equivaler a atestar um sucesso da política fiscal brasileira em 2021/22.

Aliás, os próprios mercados jamais fizeram essa leitura benevolente. Como mostrei em coluna de fevereiro deste ano, o prêmio pago pelo Brasil nos títulos públicos de dez anos, em relação aos títulos equivalentes do Tesouro norte-americano, praticamente dobrou entre 2020 e meados de 2021/22 - período no qual, vale lembrar, o teto de gas-

tos foi driblado por sucessivas iniciativas do Executivo e do Congresso. Se a queda da dívida/PIB refletisse uma gestão fiscal percebida como virtuosa, seria de se esperar redução ou estabilidade, e não duplicação, desse prêmio de risco.

Em suma: a relação dívida/PIB caiu bastante em 2021/22, e isso foi bem-vindo. Mas cabe aos analistas decompor o resultado, separando o que foi mérito do que foi vento (inflacionário) de cauda. Surpresas inflacionárias, por definição, não se repetem indefinidamente. Confundir esse alívio transitório com uma consolidação fiscal genuína é receita para diagnósticos equivocados. Foi esse, e não outro, o espírito da minha coluna - e sigo à disposição para continuar esse bom debate com o Samuel.



Tá com crédito

Soluções de crédito com ótimas taxas!

Vai investir na sua empresa? Conte com crédito Banrisul.

*Sujeito a análise de crédito.

Saiba mais:




Saldo líquido de emprego formal em julho tem pior desempenho desde 2019

/TRABALHO

Os dados divulgados pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego, apontam que 58.568 postos de trabalho com carteira assinada foram abertos em julho. O indicador mede a diferença entre contratações e demissões. O saldo é 57,3% menor em relação a junho, quando o país criou 137.044 empregos. O índice é o pior para julho desde o ano de 2019.

A criação de empregos caiu 56,3% em comparação a julho do ano passado, pressionada pelos juros altos e pela desaceleração da economia. No mesmo mês de 2025, tinham sido criados 133.932 postos de trabalho, nos dados com ajuste, que consideram declarações entregues em atraso pelos empregadores. Em relação aos meses de julho desde 2020, esse é o resultado mais baixo da série. A mudança da metodologia no Caged impede a comparação com anos anteriores a 2020.

De janeiro a julho, o Caged registrou queda de 20,9% no acumulado de vagas formais, sendo 972.203 (sete meses de 2026); e 1.229.107 (sete meses de 2025).

Os dados trazem ajustes, quando o Ministério do Trabalho registra declarações entregues fora do prazo pelos empregadores e retifica os dados de meses anteriores. Na divisão por ramos de atividade, quatro dos cinco setores pesquisados criaram empregos formais em julho. Serviços (+24.098 postos); construção civil (+12.691); agropecuária (+12.523); e indústria (+11.315). O comércio foi o único setor demitiu mais do que contratou em julho, com menos 8.114 postos. Tradicionalmente, o mês de julho é fraco para o comércio, principalmente para o varejo, que dispensou 3.674 pessoas a mais do que admitiu.

Nos serviços, a criação de empregos foi puxada pelo segmento de transporte, armazenagem e correio, com a abertura de 18.150 postos formais. A categoria de saúde humana e serviços so-



Região Sul foi a que apresentou saldo negativo na geração de empregos, com a perda de 628 vagas

ciais abriu 12.235 vagas. O setor de educação, no entanto, fechou 7.352 postos. Na construção civil, o destaque positivo ficou com o segmento de obras de infraestrutura, que abriu 7.087 empregos formais. Em segundo, vêm os serviços especializados para constru-

ção, com 4.253 postos.

Na indústria, o maior gerador de empregos foi a fabricação de produtos alimentícios, com 6.994 vagas, seguida por fabricação de veículos automotores, reboques e carrocerias (+3.440) e fabricação de máquinas, aparelhos e mate-

riais elétricos (+1.950).

Quatro das cinco regiões registraram abertura de vagas formais em julho. O Sudeste gerou 21.668 postos; Nordeste, 18.973; Centro-Oeste, 9.943; Norte, 8.375. O Sul foi destaque negativo, com a perda de 628 vagas.

EVANDRO OLIVEIRA/JC