

e Silva, Antonio Carlos Macedo

**Working Paper**

## Desvendando a riqueza financeira: Fluxos e estoques financeiros no Brasil

Texto para Discussão, No. 2166

**Provided in Cooperation with:**

Institute of Applied Economic Research (ipea), Brasília

*Suggested Citation:* e Silva, Antonio Carlos Macedo (2016) : Desvendando a riqueza financeira: Fluxos e estoques financeiros no Brasil, Texto para Discussão, No. 2166, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/129889>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# 2166

TEXTO PARA DISCUSSÃO

## DESVENDANDO A RIQUEZA FINANCEIRA: FLUXOS E ESTOQUES FINANCEIROS NO BRASIL

Antonio Carlos Macedo e Silva





## DESVENDANDO A RIQUEZA FINANCEIRA: FLUXOS E ESTOQUES FINANCEIROS NO BRASIL

Antonio Carlos Macedo e Silva<sup>1,2</sup>

---

1. Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp). *E-mail*: <macedo@eco.unicamp.br>.  
2. O autor agradece ao Ipea, em particular à Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac), pelo auxílio concedido no âmbito do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD). Agradece, ainda, pela boa vontade de Carlos Bittencourt Sobral (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE) e Mauricio Botelho Ribeiro (Banco Central) na elucidação de várias dúvidas metodológicas, bem como pelos comentários às várias versões deste texto de Claudio Hamilton Matos dos Santos, Marcos Antonio Macedo Cintra, Lucas Ferraz Vasconcelos, Adriana Nunes Ferreira, Bruno Martarello de Conti e Giuliano Contento de Oliveira.

**Governo Federal**

**Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão**  
**Ministro** Valdir Moysés Simão

**ipea** Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

**Presidente**

Jessé José Freire de Souza

**Diretor de Desenvolvimento Institucional**

Alexandre dos Santos Cunha

**Diretor de Estudos e Políticas do Estado,  
das Instituições e da Democracia**

Roberto Dutra Torres Junior

**Diretor de Estudos e Políticas  
Macroeconômicas**

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

**Diretor de Estudos e Políticas Regionais,  
Urbanas e Ambientais**

Marco Aurélio Costa

**Diretora de Estudos e Políticas Setoriais  
de Inovação, Regulação e Infraestrutura**

Fernanda De Negri

**Diretor de Estudos e Políticas Sociais**

André Bojikian Calixtre

**Diretor de Estudos e Relações Econômicas  
e Políticas Internacionais**

Brand Arenari

**Chefe de Gabinete**

José Eduardo Elias Romão

**Assessor-chefe de Imprensa  
e Comunicação**

João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

## Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2016

Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-

ISSN 1415-4765

1. Brasil. 2. Aspectos Econômicos. 3. Aspectos Sociais.  
I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.908

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, Orçamento e Gestão.

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

JEL: E16; E44.

# SUMÁRIO

---

SINOPSE

ABSTRACT

|   |    |
|---|----|
| 1 INTRODUÇÃO .....  | 7  |
| 2 A RIQUEZA FINANCEIRA NOS SISTEMAS DE CONTAS NACIONAIS .....                     | 8  |
| 3 AS CONTAS INTEGRADAS E AS CONTAS FINANCEIRAS NO BRASIL .....                    | 18 |
| 4 O QUE DIZEM AS CONTAS INTEGRADAS SOBRE<br>A RIQUEZA FINANCEIRA NO BRASIL? ..... | 22 |
| 5 OBSERVAÇÕES FINAIS .....  | 42 |
| REFERÊNCIAS .....   | 43 |
| ANEXO .....   | 46 |



## SINOPSE

Este texto diz respeito à riqueza financeira. Mostra-se, em primeiro lugar, como ela foi incorporada aos Sistemas de Contas Nacionais recomendados pelas instituições multilaterais e, em particular, ao sistema em sua versão mais recente (2008). Em segundo lugar, apresentam-se o histórico e o estado atual das chamadas *contas integradas* no Brasil, evidenciando avanços e limitações. Em terceiro lugar, procura-se extrair das contas financeiras (2005-2009), das contas de patrimônio (2004-2009) e da matriz de patrimônio financeiro (2009) alguns fatos estilizados acerca da dinâmica e da composição da riqueza financeira no Brasil.

**Palavras-chave:** contabilidade social; fluxo de fundos; riqueza financeira.

## ABSTRACT

This paper deals with the financial wealth. It shows, firstly, how it was inserted into the Systems of National Accounts recommended by multilateral institutions, and, in particular, how it is treated by the most recent version of the system (2008). After that, it discusses the evolution and the current state of the so-called integrated macroeconomic accounts in Brazil, showing both the improvements and limitations. Finally, it tries to extract some stylized facts about the dynamics and structure of the financial wealth in Brazil, using the financial accounts (2005-2009), the balance sheet accounts (2004-2009) and the 2009 balance sheet matrix.

**Keywords:** social accounting matrix; flow of funds; financial wealth.



## 1 INTRODUÇÃO

A partir de 2011, o estudo da riqueza financeira no Brasil passou a contar com três novos instrumentos, construídos pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) em parceria com o Banco Central. As *contas financeiras* – parte das contas de acumulação – discriminam as variações, em um dado ano, dos ativos e passivos *financeiros* dos setores institucionais em que se divide a economia nacional; e descrevem os *fluxos* de aquisições e vendas líquidas, bem como os ganhos e perdas de capital. As *contas de patrimônio* (financeiro) registram os *estoques* de ativos e passivos financeiros no final de cada ano. A *matriz de patrimônio financeiro* é um retrato mais detalhado desses estoques, revelando as partidas dobradas “horizontais” que enlaçam os setores institucionais como (*lato sensu*) “credores” e “devedores”.

Este texto tem três objetivos principais, explorados nos três próximos itens.

O primeiro é mostrar como a riqueza financeira foi incorporada aos sistemas de contas nacionais recomendados pelas instituições multilaterais e, em particular, ao sistema em sua versão mais recente (2008). O segundo é apresentar o histórico e o estado atual das chamadas *contas integradas* no Brasil, evidenciando tanto os (consideráveis) avanços quanto as (significativas) limitações. O terceiro é extrair dos dados disponíveis um retrato (inicial e parcial) da riqueza financeira no Brasil.

Muito já se escreveu sobre esse último tema. Não faltam textos sobre o comportamento financeiro dos agentes econômicos, sobre os problemas do financiamento, sobre o tamanho e a natureza da dívida pública. Embora esteja no centro desses debates, a riqueza financeira permanece incógnita em seus aspectos mais básicos. Qual seu tamanho? Qual sua composição? Qual sua distribuição entre os agentes? Como se distinguem os portfólios financeiros dos principais agentes econômicos? Como estes se relacionam uns aos outros por intermédio de ativos e passivos?

Respostas iniciais e parciais a essas perguntas são propostas neste texto.<sup>1</sup> Iniciais, de um lado, porque a publicação dos dados pelo IBGE e pelo Banco Central parece não ter repercutido, até aqui, na comunidade acadêmica. A breve apresentação dos dados feita pelo IBGE (2011) é talvez a única referência existente. Iniciais (e parciais), de outro, porque a base de dados divulgada é a um tempo volumosa e lacunar. É impossível

1. Ver IBGE (2011) para a primeira (talvez a única até aqui) análise dos dados.

explorá-la toda em um único texto; mas também é impossível explorá-la a contento, devido a algumas limitações importantes. As séries são curtas: seis anos de dados para o patrimônio financeiro (2004-2009); e cinco anos para os fluxos (2005-2009); a matriz só foi construída para o ano (atípico) de 2009. Os setores institucionais e os instrumentos financeiros são apresentados com grau de agregação elevado. Falta ainda uma informação crucial – o patrimônio não financeiro –, o que impede o cálculo do patrimônio líquido dos setores institucionais e encurta o fôlego do trabalho de interpretação.

Em que pesem essas limitações, são cinco setores institucionais e sete categorias básicas de instrumentos financeiros. As operações ativas e passivas de cada setor – particularmente as captadas pelos fluxos líquidos de aquisição e emissão de ativos e passivos – variam de forma significativa a cada ano, ao sabor das mudanças no ambiente e na percepção dos agentes. Acompanhar essas variações requereria mobilizar um conhecimento aprofundado dos setores institucionais e do comportamento dos vários mercados financeiros e da economia como um todo no período. Em lugar disso, a opção deste texto foi a de tentar extrair dos números os principais fatos estilizados relativos aos estoques (menos voláteis do que os fluxos) de ativos e passivos financeiros. Embora números de todo o período sejam apresentados, a análise concentra-se, por razões que serão explicadas adiante, no ano de 2009.

Essa análise, espera-se, deixará claro o potencial desses instrumentos – cuja acuidade, no Brasil, deverá aumentar dentro em breve – contribuindo ao mesmo tempo para desvendar algumas das características da riqueza financeira em nosso país.

## **2 A RIQUEZA FINANCEIRA NOS SISTEMAS DE CONTAS NACIONAIS**

Nos anos 1930 e 1940 do século XX, criaram-se várias metodologias que, desenvolvidas de forma mais ou menos isolada, tinham um único propósito: mensurar a riqueza das nações. Abriam-se, por assim dizer, várias vias para escalar a montanha. A cada uma correspondia um *design* e um elenco de obstáculos – nunca pequenos – à sua implementação. De cada trajeto, miravam-se panoramas distintos no grau de detalhamento e nos aspectos da riqueza cujo estudo se pretendia privilegiar.

A via principal, por assim dizer, foi concebida por Keynes (1940) e, com seu estímulo (Nunes, 1998), ganhou forma mais madura no trabalho de Meade e Stone (1941).

No mesmo ano, Leontief publicava seu livro sobre *A estrutura da economia norte-americana, 1919-1929*, usando a matriz insumo-produto. Poucos anos depois, viria à luz o artigo pioneiro de Copeland sobre os “fluxos monetários” (Copeland, 1947).

A compatibilidade potencial dessas metodologias foi logo percebida. Sua integração efetiva, porém, só se realizaria, do ponto de vista conceitual, duas décadas depois. Sua implementação é um processo em curso, mesmo em países desenvolvidos.

A via principal é a que explora transações (e transferências) não financeiras entre agentes econômicos organizados em setores institucionais. Em *How to pay for the war*, Keynes (1940) aplicou, na descrição dos *fluxos* relativos aos setores institucionais (governo e setor privado), bem como à economia como um todo, o método das partidas dobradas (de uso difundido nas finanças privadas). Conectavam-se, assim, de forma mais detalhada (e desagregada) do que na *teoria geral*, os fluxos de despesa e renda, bem como o investimento e a poupança agregados. No texto de Meade e Stone, porém, é possível encontrar, pela primeira vez, uma apresentação mais próxima da contabilidade social contemporânea (Nunes, 1998). Estão lá, claramente organizadas em tabelas, as familiares contas da produção, da apropriação e uso da renda, de capital e do balanço de pagamentos. A conta da produção já desdobra o fluxo anual de nova riqueza na venerável trindade: despesa, produto e renda.

Para os fins deste trabalho, interessa ressaltar as lacunas dessa metodologia em relação às transações financeiras. A identidade entre investimento e poupança agregados, desse ponto de vista, mais esconde do que revela. Nada diz sobre o modo como os dispêndios foram financiados. Ela é compatível com um mundo em que os investidores se autofinanciam, sem a necessidade de emitir passivos financeiros. É compatível também com a mais complexa institucionalidade financeira, na qual camadas sucessivas de intermediários financeiros ensejam a multiplicação de ativos e passivos. Somados separadamente, ativos (ou passivos) financeiros resultam, então, num valor que pode ser muito superior ao do produto bruto e ao do estoque de capital fixo. Esse estoque de riqueza financeira, uma vez consolidado para toda a economia, é (se definido de forma estrita e numa economia fechada)<sup>2</sup> igual a zero: o ativo de um agente é o passivo de outro. Nem por isso, é claro, sua mensuração e análise deixam de ser importantes.

2. Como veremos, o ouro monetário é, para fins das contas nacionais, incluído entre os ativos financeiros.

A proposta de Copeland (1947, p. 32) tinha por objetivo corrigir essas lacunas, e de forma muito ambiciosa. O propósito de “rastrear” fluxos “monetários” (que depois passaram a ser referidos como fluxos “de fundos”) era o de

*tie together what we know on the one hand about gross national product and what we know on the other hand about cash balances, government debt, consumer and farm credit, bank and insurance company portfolios, and the financial sources and uses of funds of industrial corporations (...)*  
*The aim has been a full-fledged system of national bookkeeping for money-payment transactions.*

Tratava-se de dividir a economia em dez setores institucionais (onze, com o resto do mundo)<sup>3</sup> e descrever, para cada um, de um lado, as receitas e as despesas totais, envolvendo bens, serviços e transferências, realizadas durante o período contábil; de outro, os estoques de ativos e passivos financeiros no final do período contábil. Na ausência de ganhos ou perdas de capital, bem como de discrepâncias derivadas do uso de diferentes fontes de informação, fluxos de receitas superiores (inferiores) às despesas teriam contrapartida precisa em alguma combinação entre aumento (redução) no estoque de ativos financeiros e redução (aumento) nos passivos.<sup>4</sup> O elevado número de setores permitiria um exame detalhado das finanças de vários setores financeiros e não financeiros.<sup>5</sup>

No mesmo ano de 1947, Stone concluía um relatório, encomendado pela Liga das Nações, desenvolvendo seu trabalho com Meade. O trabalho (Stone, 1947) veio a dar origem ao primeiro Sistema de Contas Nacionais (SCN) da Organização das Nações Unidas – ONU (UN, 1953), ainda sem contemplar as contribuições de Leontief e Copeland. Segundo Nunes (1998), a integração das outras abordagens foi descartada em função do objetivo de oferecer, sem maiores delongas, uma proposta relativamente simples aos países-membros (e, portanto, ao alcance de grande número deles).

---

3. Segundo Copeland (1952), famílias; corporações não financeiras; produtores agrícolas; outras empresas privadas não financeiras; governo federal; governos estaduais e municipais; sistema bancário (incluindo fundos monetários); seguradoras de vida; outras seguradoras; e outras empresas financeiras (corretoras, imobiliárias etc.).

4. Uma explicação clara e sucinta dos fluxos de fundos pode ser encontrada em Ritter (1963).

5. Nesses trabalhos de Copeland, o Federal Reserve (FED) aparece consolidado com os bancos comerciais e as instituições de poupança. Entretanto, já na primeira edição dos *flows-of-funds* (FED, 1955), são apresentados (para o período 1938-1953) tanto os números consolidados como os dados de vários subsetores, entre os quais os balanços do FED e dos “fundos monetários” do Tesouro (proprietário do ouro monetário).

Independentemente da chancela multilateral, os esforços baseados nas outras duas metodologias prosseguiram, tendo sido acompanhados por Stone e pela equipe responsável por aprimorar o SCN. Tanto é assim que, após duas revisões menores, a ONU publicou, em 1968 (UN, 1968), uma nova versão do sistema, que incorporava, com detalhamento decrescente, a análise de insumo-produto, os fluxos de fundos e as contas de patrimônio.<sup>6</sup> Segundo a versão subsequente – a de 1993, já assinada por um *pool* de instituições pluri ou multilaterais –, a integração havia se tornado possível (e necessária, para evitar a multiplicação de procedimentos idiossincráticos) devido aos avanços obtidos por vários países: “*Many countries prepared input-output accounts, some prepared flow-of-funds accounts, and a few had moved in the direction of balance-sheets*” (European Commission *et al.*, 1993, p. xl).<sup>7</sup>

Por razões que aqui não cabe explorar, considera-se que a mais inovadora versão do SCN tenha sido a de 1993 (ver, por exemplo, European Commission *et al.*, 1993; 2009, p. 1), apenas aprimorada na versão atual (de 2008). No SCN 1993 (European Commission *et al.*, 1993), uma das opções de construção das contas aventadas no SCN 1968 (Nunes, 1998) veio ao primeiro plano: as “contas econômicas integradas”, no sentido de que “*all the consequences of a single action by one agent are necessarily reflected in the resulting accounts, including the impact on measurement of wealth captured in the balance sheets*” (European Commission *et al.*, 2009, p. 1).

O SCN passou a enfatizar a prática da chamada contabilidade de entrada quádrupla. A consistência das contas integradas exige, em outros termos, que, para cada transação, sejam computadas não apenas as variações idênticas nas colunas de usos e fundos de um agente (ou setor) qualquer,<sup>8</sup> como também as variações nas mesmas colunas do agente (ou setor) com o qual se fez a transação.<sup>9</sup> Mais do que isso, a realização de uma transação gera uma sucessão de registros, em diferentes contas, culminando com as possíveis implicações para o balanço e o patrimônio líquido de ambas as partes (European Commission *et al.*, 2009, p. 49-50), após passar pelos fluxos – “de fundos” – associados à acumulação de ativos e passivos financeiros.

6. “*The 1968 System of National Accounts (SNA) can be epitomized as the final compromise between the views of Copeland (several sectors, cash flows) and those of early national accountants (few sectors, accrued income)*” (Massaro, 2011, p. 108).

7. A citação foi extraída da (largamente citada) seção *Perspectives on the 1993 SNA: looking back and looking ahead*, que, por alguma razão, foi omitida da versão do SNA 1993, colocada à disposição no site da ONU: <<http://goo.gl/yG3IAZ>>.

8. Como no caso das partidas dobradas tradicionais, às vezes referidas como entradas “verticais”, por dizerem respeito a um único agente ou setor.

9. O que corresponde à noção de partidas dobradas “horizontais”.

As contas integradas – tidas como a espinha dorsal do SCN – compreendem, então, uma sequência de contas interligadas, descrevendo, do ponto de vista dos fluxos, a fonte (recursos) e os usos das transações correntes e, do ponto de vista dos estoques, os passivos e os ativos, financeiros e não financeiros, no final de cada período contábil. São contabilizados os fluxos e estoques de cada setor institucional (inclusive o resto do mundo) e da economia como um todo. A sequência – que aparece de forma simplificada no quadro 1 – começa nas contas correntes, que dizem respeito à produção e à renda (geração, alocação da renda primária, distribuição secundária da renda e, finalmente, uso); passa às contas de acumulação e conclui nas de patrimônio. A coluna central indica o saldo residual de cada conta, quando se trata de um setor institucional qualquer, enquanto a última coluna traz o equivalente para a economia como um todo.

Na *conta de produção*, o valor da produção é um *recurso* com dois *usos* possíveis: consumo intermediário ou geração de valor adicionado. Em cada setor, o valor da produção é subtraído do consumo intermediário, resultando no respectivo valor adicionado; o resultado agregado é o produto interno (bruto ou líquido).

O valor adicionado (setorial e agregado) *é transportado para a conta de geração de renda*, agora como recurso. A conta mostra então o uso, por parte dos vários setores institucionais, do valor por eles adicionado para remunerar empregados e pagar impostos (líquidos de subsídios) sobre produção e importação. O resíduo é decomposto em excedente operacional e renda mista (auferida por autônomos).

Na *conta de alocação da renda primária*, o excedente operacional e a renda mista reaparecem, juntamente com os demais componentes do valor adicionado, como recursos. A conta explícita, pela primeira vez, as rendas de propriedade, compostas pelas rendas de investimento (como juros, lucros distribuídos e retiradas) e pelas rendas derivadas de recursos naturais (terra e subsolo). Essas rendas são registradas como recursos, quando auferidas por um setor, e como usos, quando pagar por ele. Obtém-se, para cada setor, seu saldo de rendas primárias. Para a economia, resulta a renda nacional, que corresponde ao antigo conceito de produto nacional (igual ao produto interno na ausência de remessas ou recebimentos líquidos ao exterior).

A próxima conta – de *distribuição secundária da renda* – é construída de forma a gerar, como resíduo, a renda disponível (de cada setor e nacional). Para isso, soma-se a cada saldo de rendas primárias o valor líquido das transferências correntes ocorridas (impostos sobre renda e riqueza, contribuições e benefícios sociais etc.).

Na última das contas correntes, de *uso da renda*, a renda disponível aparece como um recurso que pode ser destinado a dois usos: consumo final ou poupança, a qual aparece como resíduo.

Passa-se às *contas de acumulação*, compostas pelas subcontas de capital e financeira. A poupança, na *conta de capital*, entra como recurso, juntamente com as transferências líquidas de capital recebidas. Ambas determinam variações equivalentes no patrimônio líquido dos setores (sujeito, ainda, às “outras variações” nas contas de ativos, referidas adiante). No lado dos usos, aparece a formação de capital, que, em essência, esgota-se em ativos produzidos: ativos fixos (incluindo edifícios e outras estruturas) e estoques (além de valores, como metais e pedras preciosas).<sup>10</sup>

Aqui se introduz, finalmente, o conceito crucial para a integração das operações financeiras às contas nacionais: o saldo financeiro líquido (ou acumulação líquida de ativos financeiros), que corresponde ao excesso da poupança de cada setor sobre seu dispêndio em investimento. Na terminologia do SCN, há “*net financial borrowing*”, quando a poupança é inferior ao investimento e “*net financial lending*”, no caso oposto. Na terminologia do IBGE, fala-se em, respectivamente, necessidades ou capacidades líquidas de *financiamento*. Quando, por exemplo, o investimento das empresas não financeiras supera os lucros retidos, a necessidade líquida de financiamento não precisa ser atendida literalmente pela tomada de empréstimos (*lending*), podendo as empresas recorrerem tanto à emissão de ações quanto à venda de ativos.

Resulta daí uma das identidades contábeis mais úteis e, simultaneamente, menos empregadas – ao menos até a eclosão da crise financeira de 2008-2009 – pelos economistas.<sup>11</sup> Se considerarmos apenas três setores institucionais, como famílias, empresas privadas e governo, além do setor externo, teremos que

$$(S_F - I_F) + (S_E - I_E) + (S_G - I_G) + (M - X) \equiv SF_F + SF_E + SF_G - STC \equiv 0, \quad (1)$$

em que  $(M-X)$  representa a soma de saldo comercial do resto do mundo, rendas líquidas de propriedade recebidas da economia nominal e transferências líquidas recebidas; representa, em outros termos, o valor simétrico do saldo em conta corrente (STC) da economia nacional, ou a chamada “poupança externa”.

10. Mas há também os investimentos em ativos não financeiros não produzidos, como transações que dizem respeito a recursos naturais, *goodwill* e ativos de *marketing*.

11. Ver, por exemplo, Godley (1999).

QUADRO 1  
Contas integradas

| Conta  | Saldo   | Principais agregados        |
|--|---|-----------------------------|
| <i>Contas correntes</i>                                  |   |                             |
| Conta de produção  | Valor adicionado                                | Produto interno bruto (PIB) |
| Distribuição e uso da renda                              |   |                             |
| Distribuição primária                                    |   |                             |
| Geração da renda   | Excedente operacional/renda mista               |                             |
| Alocação da renda primária                               | Saldo das rendas primárias                      | Renda nacional              |
| Distribuição secundária da renda                         | Renda disponível                                | Renda disponível nacional   |
| Uso da renda   | Poupança  | Poupança nacional           |
| <i>Contas de acumulação</i>                              |   |                             |
| Conta de capital   | Capacidade/necessidade líquida de financiamento |                             |
| Conta financeira   |   |                             |
| Outras variações nas contas de ativos                    | Variações no patrimônio líquido respectivas     |                             |
| Variações no volume                                      |   |                             |
| Conta de revalorização                                   |   |                             |
| <i>Conta de patrimônio (financeiro e não financeiro)</i> |   |                             |
| No início do ano   | Patrimônio líquido                              | Riqueza nacional            |
| Variações em ativos e passivos                           | Variações no patrimônio líquido                 |                             |
| No final do ano  | Patrimônio líquido                              | Riqueza nacional            |

Fonte: SCN (2008).

A soma dos saldos financeiros líquidos (SF) das famílias (F), das empresas (F), do governo (G) e do resto do mundo é, necessariamente, igual a zero. Vale dizer, a um setor institucional deficitário (e emissor de passivos financeiros) necessariamente corresponde um setor superavitário (e comprador de ativos financeiros).

Setores sistematicamente superavitários ou deficitários tendem a se tornar, respectivamente, “credores” ou “devedores” líquidos, o que poderá ter implicações sobre a robustez (ou fragilidade) financeira de seus portfólios (Minsky, 1986).

A análise dessas implicações requer cautela.<sup>12</sup> “Crédito” e “dívida” são mais uma vez entendidos em sentido lato. A diferença entre os totais de ativos financeiros e

12. Convém descartar, desde logo, a interpretação segundo a qual o saldo financeiro de cada setor é uma medida de sua contribuição à demanda efetiva: saldo financeiro nulo não implica contribuição nula; o aumento simultâneo de investimento e poupança em um setor qualquer contribui positivamente para o aumento do produto.

passivos financeiros, como definidos no SCN, resulta na noção de “patrimônio líquido financeiro” (European Commission *et al.*, 2009, p. 454; Lequiller e Blades, 2006, p. 211). Saldos financeiros acarretam (se desconsiderados ganhos/perdas de capital)<sup>13</sup> variações idênticas no patrimônio líquido financeiro. Este pode ser entendido como uma expressão do valor *absoluto* das obrigações (inclusive ações) financeiras líquidas. Há aqui dois pontos importantes. Em primeiro lugar, o significado do patrimônio líquido financeiro torna-se muito mais claro quando seu valor é comparado ao do capital próprio – que é o patrimônio líquido propriamente dito – do setor considerado. Em segundo lugar, é necessário atentar para a natureza muito diferenciada dessas obrigações financeiras.

A definição estrita do patrimônio líquido inclui os ativos não financeiros; ademais, seu cálculo deduz do valor dos ativos totais somente o capital de terceiros (passivos *exigíveis*). Neste, estão contidos os empréstimos, *mas não* as contribuições que engrossam o capital próprio (ações, cotadas ou não, e outras participações) e que representam (ao menos em parte) direitos não resgatáveis sobre o capital da empresa e cuja remuneração não é estabelecida na forma de um contrato de dívida (quadro 2).<sup>14</sup>

Para ilustrar o primeiro ponto, pode-se tomar uma família cujo investimento residencial positivo seja equivalente à sua poupança. O patrimônio líquido financeiro permanece constante, ao passo que o patrimônio líquido aumenta (sempre abstraindo a possibilidade de ganhos/perdas de capital) no valor da poupança. Já um excesso de investimento sobre poupança reduz *pro tanto* seu patrimônio líquido financeiro. Tal como antes, a poupança, se positiva, aumenta *pro tanto* o patrimônio líquido (sendo o excesso de investimento sobre poupança compensado pelo aumento do passivo financeiro). O efeito sobre a fragilidade financeira, se aferida pela alavancagem, medida pela razão entre ativos totais (ou, alternativamente, capital de terceiros) e patrimônio líquido (capital próprio), não pode ser determinado *a priori* (pois depende da taxa de variação de cada variável).

13. Neste texto, a expressão ganhos/perdas de capital equivale às “outras variações nas contas de ativos”, que resultam da soma de dois itens do SCN: revalorizações e outras variações de volume (ver adiante).

14. Na análise de situações concretas, é conveniente levar em consideração a existência de ações preferenciais (que podem ser resgatáveis) e a prioridade concedida ao *shareholder value*, que talvez contribuam para reduzir, em algum grau, as diferenças entre passivos exigíveis e não exigíveis (ao mesmo tempo que a chamada financeirização parece implicar também a redução da emissão líquida de ações como mecanismo de financiamento das empresas). Ver, por exemplo, Epstein (2005).

O segundo ponto, é claro, aplica-se apenas a firmas. Excessos de investimento sobre poupança reduzem *pro tanto* o patrimônio líquido financeiro. Porém, se financiados pela emissão de ações, aumentam *pro tanto* o patrimônio líquido propriamente dito. Nesse caso, o aumento *total* do patrimônio líquido propriamente dito é *equivalente à soma de lucros retidos* (vale dizer, poupança da firma) e emissão de ações.

Pode-se agora voltar à descrição das contas integradas. Os saldos financeiros líquidos são transportados para a *conta financeira* como recursos. Representam a proverbial ponta do *iceberg*. Apenas significam que, no caso de (por exemplo) *capacidade líquida de financiamento*, terá havido, na comparação entre dois pontos no tempo, um acréscimo líquido no total de ativos financeiros (ou um decréscimo nos passivos). A informação, embora relevante, é parcial.

QUADRO 2  
Patrimônio líquido e patrimônio líquido financeiro

| Ativo   | Passivo  |
|---|--|
| A. Ativos financeiros   | C. Passivo exigível (títulos, empréstimos, outros débitos) |
| B. Ativos não financeiros   | D. Patrimônio líquido                                      |
|   | d1. Ações e outras participações                           |
|   | d2. Patrimônio líquido financeiro                          |
|   | d3. Resíduo  |
| Patrimônio líquido propriamente dito: $A + B - C = D$<br>Patrimônio líquido financeiro: $A - (C + d1) = d2$ |  |

Elaboração do autor.

Após o registro do saldo financeiro líquido, a conta financeira descreve circunstanciadamente a “aquisição” (*i. e.*, emissão) líquida dos vários tipos de passivos, contraposta, nas colunas dedicadas aos usos, às aquisições líquidas dos vários tipos de ativos. Um setor no qual poupança e investimento tenham se igualado pode ter realizado, no mesmo período, diversificadas e volumosas transações de natureza financeira. Pode ter emitido passivos financeiros para adquirir ativos financeiros adicionais ou para substituir outros passivos; pode ter liquidado ativos, trocando-os por outros ou redimindo passivos. Portanto, mesmo na ausência de saldos financeiros líquidos, outras operações financeiras podem alterar substancialmente a composição do portfólio.

Ademais, a descrição circunstanciada das operações financeiras *líquidas* de um setor não é de forma alguma uma *proxy* da totalidade de suas operações financeiras em um período. Um setor pode ter realizado numerosas operações de aquisição e venda de

ações; se equivalentes, a aquisição líquida dessa categoria de ativo será nula (ainda que a composição do portfólio de ações possa ter mudado de forma significativa); da mesma forma, um setor pode terminar o ano sem alterações no valor dos empréstimos contraídos, tendo tomado (e honrado) múltiplos empréstimos de curto prazo.

De fato, os *fluxos líquidos* que constam da conta financeira são obtidos por resíduo. Se, do ponto de vista lógico, parece apropriado apresentar as contas financeiras antes das contas de patrimônio, do ponto de vista prático, a construção das contas segue o caminho oposto. A informação que os serviços estatísticos podem coletar é a que provém dos balanços dos setores, no início e no final do período. Feito isso, estimam-se os ganhos e perdas de capital. Assim, torna-se possível calcular:

$$\text{Fluxos líquidos} = \text{Estoque final} - \text{Estoque inicial} - \text{ganhos (perdas) de capital.}$$

Somando-se os fluxos líquidos para todos os instrumentos financeiros, obtém-se, é claro, o valor da capacidade/necessidade de financiamento.

Completando as contas de acumulação, a conta de “outras variações” discrimina, em primeiro lugar, variações no volume de ativos devidas a fatores como catástrofes naturais, descobertas de jazidas, desapropriações, denúncias de contratos etc.; em segundo lugar, na conta de revalorização, inscrevem-se ganhos e perdas de capitais devidos a variações nominais no valor dos instrumentos (inclusive as resultantes de variações cambiais).

É conveniente deixar claro que, na confecção da conta financeira, são agregadas as operações financeiras realizadas entre um setor e todos os demais. Os dados finais mostrarão, por exemplo, que as famílias adquiriram, ao longo do ano contábil, liquidamente, certo valor em ações. Não será possível, porém, discriminar as parcelas relativas a ações das empresas financeiras ou das empresas não financeiras. Para tal, é necessário elaborar uma tabela (ou mais precisamente uma matriz) dita *whom-to-whom*.<sup>15</sup>

Resta dizer uma última palavra sobre a definição e a classificação dos ativos e passivos financeiros. Numa definição estrita, um passivo financeiro é um contrato emitido quando um agente necessita mobilizar (em geral por um período finito e sob

15. Cujas construção consta da recomendação 15 da *data gap initiative* do G20 (Shrestha e Mink, 2011, p. 3).

condições de remuneração estabelecidas de forma precisa) recursos de terceiros, para os quais, obviamente, a obrigação contraída pelo devedor representa um ativo. A definição do SCN, mais ampla, inclui, além das ações, um ativo para o qual essa contrapartida inexistiu: o ouro monetário, propriedade das autoridades monetárias.

Os ativos financeiros são classificados pelo SCN em categorias que refletem, *grosso modo*, uma liquidez decrescente: ouro monetário e direitos especiais de saque; moeda e depósitos (inclusive posições interbancárias, depósitos de poupança e a prazo fixo, bem como operações compromissadas, quando relativas a passivos de instituições receptoras de depósitos e incluídas nas medidas nacionais dos agregados monetários); títulos de dívida; empréstimos (não negociáveis, com possível reclassificação como títulos dos empréstimos que se tornam negociáveis); ações e quotas em fundos de investimento (divididos em *money market funds* e outros fundos); seguros e direitos previdenciários; derivativos financeiros; outras contas a receber/pagar (European Commission *et al.*, 2009).<sup>16</sup>

### 3 AS CONTAS INTEGRADAS E AS CONTAS FINANCEIRAS NO BRASIL

Em 1997, o IBGE passou a divulgar as contas nacionais brasileiras com base no SCN 1993. Em 2007, lançou a série do Sistema de Contas Nacionais referência 2000,<sup>17</sup> incorporando uma série de aprimoramentos metodológicos. Segundo as informações disponíveis quando da redação deste texto, deverá publicar, no início de 2015, a série SCN Referência 2010, já nos moldes do SCN 2008;<sup>18</sup> as séries deverão se estender, inicialmente, até o ano de 2012, devendo a retropolação (que inclui as séries trimestrais) cobrir o período de 1995 a 2009 (último ano para o qual foram publicadas as contas anuais).

---

16. Segundo o SCN (2009, p. 382), este item contém, em essência, "*accrual adjustments*" (ajustes pelo regime contábil de competência). Registra, de um lado, operações de crédito comercial, quando "bens e serviços foram entregues mas o pagamento não foi ainda recebido", e adiantamentos (*advances*) relativos ao pagamento de bens em processamento (*work-in-progress*). O item inclui também o valor de impostos, dividendos, aluguéis, salários e contribuições sociais a pagar ou receber (SCN, 2008, p. 68).

17. Em outros termos, as contas passaram a ser elaboradas com base nos aprimoramentos introduzidos (de forma progressiva) a partir de 2000, com retropolação até 1995. Ver IBGE ([s. d.]).

18. Conforme adverte o IBGE (2013, p. 3), não cabe falar em "mudança de base" (entendida como "atualização dos pesos das atividades econômicas adotados no cálculo do produto interno bruto e de seus componentes a preços constantes de um determinado ano"), pois se incorporam "uma nova classificação de atividades e/ou produtos, novas fontes de dados, novas recomendações metodológicas internacionais e os resultados de pesquisas realizadas".

Particularmente (mas não só) no caso de países em desenvolvimento, a adoção dos procedimentos contábeis recomendados pelas instituições multilaterais é feita de modo paulatino. O Brasil não é uma exceção. A “espinha dorsal” das nossas contas nacionais – as contas integradas – é uma obra inacabada, e assim continuará no futuro previsível. Isso diz respeito, em primeiro lugar, à ausência de partes; em segundo lugar, ao grau de agregação das partes já existentes.

A partir de 2003, as contas nacionais trimestrais passaram a incluir os números da conta financeira *consolidada*, contendo as *variações* de ativos e passivos *da economia como um todo* (Feijó *et al.*, 2013, p. 228). Somente em 2011, porém, uma iniciativa conjunta do IBGE e do Banco Central (IBGE, 2011) daria à luz as contas financeiras anuais e as contas de patrimônio dos setores institucionais relativas ao período 2004-2009.<sup>19</sup> O conjunto de planilhas inclui, ainda, uma matriz de patrimônio financeiro, mas apenas para o ano de 2009.<sup>20</sup>

A divulgação da Conta Financeira conclui, *de certa forma*, a conta de acumulação, ao passo que a divulgação da Conta de Patrimônio Financeiro *dá início* à construção da Conta de Patrimônio. Convém explicar as qualificações.

Em primeiro lugar, o grau de agregação, no que tange aos setores institucionais, é ainda um pouco superior ao máximo recomendado pelo SCN:<sup>21</sup> *nas contas financeiras*,<sup>22</sup> estão agregadas as famílias e as instituições privadas sem fins de lucro a serviço das famílias (ISFLSF).<sup>23</sup> Em segundo lugar, persiste uma ausência notável: a da conta de

19. Para um relato circunstanciado das tentativas anteriores de contabilização dos fluxos de fundos no Brasil, ver Araújo (2001).

20. Tabelas disponíveis em <<http://goo.gl/35kWTz>>.

21. A desagregação *básica* recomendada pelo SCN divide a economia em cinco setores: empresas financeiras e não financeiras, famílias, governo e instituições privadas sem fins de lucro a serviço das famílias. Desagregações ulteriores são não só possíveis como recomendáveis (podendo discriminar subsetores ou indústrias).

22. As contas econômicas integradas brasileiras separam famílias e ISFLSF somente até o cálculo da capacidade/necessidade financeira líquida.

23. Segundo IBGE (2014, p. 6-7), as estimativas dos resultados do setor financeiro baseiam-se em “estatísticas monetárias e financeiras, Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional – Cosif, estatísticas do balanço de pagamentos, estatísticas da posição de investimento internacional e do Plano Geral de Contas do Banco Central – PGC – todas do Banco Central”. Para o setor seguros e os fundos de pensão, utilizam-se ainda os dados da Superintendência de Seguros Privados (Susep), da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), do Ministério da Previdência Social e da Declaração de Informações Econômico-Fiscais da Pessoa Jurídica (DIPJ), do Ministério da Fazenda (MF). O governo geral, esfera federal, é coberto pelo seguinte conjunto de fontes: Balanço Geral da União (BGU) e Sistema Integrado de Administração Financeira (Siafi), da Secretaria do Tesouro Nacional, do MF, além de levantamentos especiais de dados contábeis do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e do fundo remanescente do PIS/Pasep – Programa de Integração Social e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público. “As informações para as esferas estadual e municipal são obtidas nos balanços consolidados pela STN (Consolidação das Contas Públicas)”. A DIPJ responde pelos dados das empresas não financeiras. Como fontes complementares, empregam-se informações provenientes da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), do Balcão Organizado de Ativos e Derivativos (Cetip) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Segundo entrevista realizada no IBGE, os números para as famílias e ISFLSF foram obtidos por contrapartida dos demais setores, mas já se obteve o acesso aos dados do Imposto sobre a Renda da Pessoa Física (IRPF).

patrimônio não financeiro, referida como um objetivo de médio prazo, com cronograma ainda indefinido (IBGE, 2013, p. 6).

Certamente mais relevante<sup>24</sup> do que a agregação de famílias e ISFLSF é a agregação de todas as empresas financeiras. Seria crucial, no mínimo, destacar o Banco Central: sendo parte das instituições responsáveis pela definição de políticas públicas, o Banco Central opera segundo uma lógica que de forma alguma pode ser assimilada às das demais instituições financeiras. Seria desejável atingir algo próximo à “segunda rodada” de desagregação sugerida pelo SCN, separando as empresas financeiras “em nove subsetores, de acordo com sua atividade e a liquidez de seus passivos” (European Commission *et al.*, 2009, p. 75): Banco Central; outras instituições aceitadoras de depósitos; fundos de mercado monetário; outros fundos de investimento; outros intermediários financeiros exceto seguradoras e fundos de pensão; auxiliares financeiros;<sup>25</sup> *captive financial institutions and money lenders*;<sup>26</sup> seguradoras e fundos de pensão. No caso brasileiro, em particular, poderia ser conveniente destacar, ainda, instituições como Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal.

A construção das bases de dados (ou mesmo a adequação das bases existentes aos critérios do SCN) não parece ser operação trivial. Basta ter em conta o caso dos Estados Unidos, onde o FED já produz, há décadas, estatísticas consideravelmente desagregadas. A despeito disso, as contas integradas do país são ainda apresentadas, no que se refere às empresas financeiras, com uma agregação semelhante à nossa. Segundo Cagetti *et al.* (2014), o próximo passo consistirá em explicitar três subsetores: Banco Central, seguradoras e fundos de pensão e outras empresas financeiras. Yamashita (2013, p. 26) sublinha o interesse de proceder, posteriormente, a uma desagregação adicional: “*Separating other financial institutions from depository institutions would advance our understanding of distinct roles that different financial institutions may play over the business cycle*”.

---

24. Um indício disso está no fato de que o famoso boletim Z1 (*Financial Accounts of the United States*, antes conhecido como *Flow of Funds Accounts of the United States*) também consolida, na maior parte de suas tabelas, as famílias e as ISFLSF. As *Integrated Macroeconomic Accounts* (IMAs, desenvolvidas em 2006) dos Estados Unidos fazem o mesmo, além de separarem as empresas não financeiras em *corporate* e *non-corporate*, de um lado, e o governo em federal, de um lado, e estaduais e locais, de outro (Yamashita, 2013). Pode ser útil lembrar que o Z1 passou a publicar também as IMAs anuais.

25. “*Financial auxiliaries consist of financial corporations that are principally engaged in activities associated with transactions in financial assets and liabilities or with providing the regulatory context for these transactions but in circumstances that do not involve the auxiliary taking ownership of the financial assets and liabilities being transacted*” (European Commission *et al.*, 2009, p. 77). Agências de supervisão, provedores de infraestrutura para mercados financeiros e corretores aparecem entre os exemplos.

26. Definidos como “*institutional units providing financial services, where most of either their assets or liabilities are not transacted on open financial markets*”, incluem instituições que operam estritamente como *holdings*, sociedades de propósito específico (SPEs) e unidades que emprestam somente seus próprios fundos.

A indisponibilidade de dados sobre o patrimônio não financeiro dos setores institucionais significa que não é possível calcular o patrimônio líquido – bem como uma série de indicadores pertinentes ao estudo da liquidez e da alavancagem – dos setores institucionais. Mais uma vez, uma breve referência à situação das contas norte-americanas pode ser ilustrativa. Segundo Wasshausen (2011), as contas integradas trazem balanços de ativos não financeiros para todos os seis setores domésticos. Entretanto, o valor da terra não é tomado em conta em nenhum deles; em três setores (empresas financeiras, governo federal e governos subnacionais), não há dados julgados confiáveis para o valor dos imóveis (sendo utilizado, então, o valor das estruturas, juntamente com o valor de equipamentos e *softwares*). O mesmo autor chama a atenção para um fenômeno que ressalta a importância dos balanços de ativos não financeiros: tanto para as famílias quanto para as corporações não financeiras, as flutuações no patrimônio líquido, de 2000 a 2009, responderam muito mais a variações na conta de revalorização, refletindo variações nos preços dos imóveis, do que a variações na formação bruta de capital fixo.

A classificação brasileira dos ativos financeiros (quadro 3) segue de perto a sugerida pelo SCN e, de fato, avança para além das categorias básicas, oferecendo alguma desagregação adicional, no caso das contas financeiras e da matriz de patrimônio financeiro<sup>27</sup> (mas não para as contas de patrimônio). Algumas observações: os “outros depósitos” compreendem as contas de poupança e os depósitos a prazo; títulos e empréstimos são de curto prazo quando sua maturidade é inferior ou igual a um ano; as “outras participações” incluem as quotas em todos os tipos de fundos de investimento; em outros débitos/créditos, a rubrica “outros” é empregada para forçar o fechamento das contas acima e abaixo da linha, eliminando a eventual discrepância estatística.<sup>28</sup>

É importante sublinhar a diferença entre os conceitos de agregação e consolidação. Tanto nas contas financeiras quanto nas de patrimônio, quando referentes a setores institucionais (mas não à economia como um todo), os números são *agregados* (pois somam os valores referentes às unidades institucionais cobertas), mas *não consolidados*: por exemplo, o valor das ações de propriedade das empresas não financeiras inclui suas

27. As rubricas do quadro 3 correspondem à apresentação das contas financeiras. A matriz de patrimônio financeiro, embora agregue todos os números relativos à rubrica reservas técnicas de seguros, discrimina títulos em moeda nacional e estrangeira, bem como empréstimos de curto e longo prazos, informações não disponíveis nas contas de patrimônio. Nas contas financeiras, o volume total de transações com títulos inclui os derivativos, enquanto a matriz considera os derivativos como uma categoria à parte.

28. Segundo o SNA (2008, p. 396), cabe às instituições estatísticas decidirem se publicam a discrepância ou a alocam nos itens que, em sua opinião, contêm estimativas menos acuradas.

aplicações em ações emitidas por empresas financeiras, pelo resto do mundo e pelas próprias empresas não financeiras. A consolidação elimina, no cômputo dos valores agregados para cada setor institucional, ativos que correspondam a passivos emitidos por unidades do próprio setor.

A matriz de patrimônio financeiro, por fim, tem por objetivo explicitar as relações financeiras *entre os setores institucionais*. Apresenta, portanto, os dados *consolidados* de cada um dos setores. Assim, por exemplo, o valor do passivo em ações das empresas não financeiras que consta da matriz corresponde apenas ao valor das ações de empresas não financeiras detidas pelos demais setores institucionais (empresas financeiras, governo, famílias e resto do mundo). Como veremos no próximo item, a comparação entre os números da matriz e os números da conta financeira do mesmo ano permite reverter a consolidação e explicitar tanto as posições *intersetoriais* quanto as *intrasetoriais*.

### QUADRO 3

#### Ativos financeiros discriminados nas contas financeiras brasileiras

| Ouro e direitos especiais de saque – DES | Ações e outras participações                      |
|--|---|
| Numerário e depósitos                    | Ações cotadas                                     |
| Numerário                                | Ações não cotadas e outras participações          |
| Depósito transferível                    | Participações em fundos de investimento           |
| Outros depósitos                         | Reservas técnicas de seguros                      |
| Títulos, exceto ações                    | Reservas de seguros de vida e de fundos de pensão |
| Curto prazo                              | Reservas para prêmios e sinistros                 |
| Longo prazo                              | Outros débitos/créditos                           |
| Derivativos financeiros                  | Créditos comerciais e adiantamentos               |
| Empréstimos                              | Outros  |
| Curto prazo                              |   |
| Longo prazo                              |   |

Fonte: IBGE (2011).

## 4 O QUE DIZEM AS CONTAS INTEGRADAS SOBRE A RIQUEZA FINANCEIRA NO BRASIL?

Como alertou a introdução deste trabalho, as contas integradas brasileiras, em seu atual estado, são ao mesmo tempo eloquentes e lacônicas: o volume de informações disponíveis é significativo, mas lacunas importantes limitam seu aproveitamento.

O item 4.1 apresenta alguns dos fatos básicos relativos aos fluxos e estoques financeiros. O item 4.2 passa à análise da matriz de patrimônio financeiro de 2009, que permite descrever de forma detalhada os portfólios de cada setor e suas relações patrimoniais com os demais.

#### 4.1 Fluxos e estoques financeiros: uma primeira aproximação

Na análise das contas financeiras, um ponto de partida natural é a série de saldos financeiros (capacidades/necessidades *líquidas* de financiamento). Com base nas Contas Nacionais referência 2000, a série está disponível para o período 2000-2009.

A tabela 1 traz os valores em reais correntes dos saldos financeiros. O gráfico 1 mostra os saldos normalizados pelo produto interno bruto (PIB) anual. Como já explicado, o saldo financeiro da economia nacional equivale ao saldo na conta de transações correntes.

O quadro brasileiro reproduz, até certo ponto, alguns fatos estilizados observados em outras economias (Barbosa Filho *et al.*, 2006). O conjunto famílias-ISFLSF é ordinariamente superavitário, realizando acumulação líquida de ativos financeiros;<sup>29</sup> o governo é sistematicamente deficitário; as empresas não financeiras oscilam entre o vermelho e o negro;<sup>30</sup> as empresas financeiras tendem a ser superavitárias.

No curto período para o qual esses dados estão disponíveis, três fatos chamam a atenção, conforme a seguir.

- Durante os três primeiros anos de retomada do crescimento após a crise de 2003, o saldo financeiro das empresas não financeiras manteve-se em território positivo, somente em 2007 assumindo o comportamento normal (ao menos na economia norte-americana) em períodos de expansão (saldo negativo). *Grosso modo*, porém, é possível afirmar que os números acompanham a série de formação bruta de capital fixo do setor como razão do PIB: a queda desta última, entre 2001 e 2003, coincide com o aumento do saldo; sua recuperação, mais marcada em 2007 e 2008, coincide com a redução do saldo (Dos Santos *et al.*, 2014).
- Mais do que a persistência, o tamanho do saldo financeiro positivo das empresas financeiras (3,0% do PIB na média do período). Mas a interpretação requer, no mínimo, a exclusão dos resultados do Banco Central.<sup>31</sup>

29. Entretanto, seus saldos financeiros chegaram em 2009 a 0,1% do PIB, aproximando-se da linha que as famílias norte-americanas só cruzaram nos anos 1990, no bojo da bolha *dot.com*.

30. Nos Estados Unidos, este é o caso *das corporações* não financeiras, enquanto as demais firmas não financeiras são sistematicamente deficitárias.

31. O cálculo do número, que não é divulgado pelo Banco Central, parece não ser trivial. De um lado, é necessário certificar-se de contar apenas os "lucros retidos" pela instituição, sob pena de contar duas vezes o que é transferido ao Tesouro. De outro, é preciso ter cautela para não confundir resultados correntes com os impactos – muito significativos – de ganhos/perdas de capital.

- A correlação negativa entre os saldos da administração pública e das empresas financeiras. Obviamente, o resultado expressa o papel das empresas financeiras como custodiantes e detentoras finais da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFI). As instituições financeiras são as principais responsáveis pela custódia dos títulos; auferem, em primeira mão, os retornos correspondentes, para depois transferi-los aos detentores finais. Do ponto de vista da custódia, as instituições financeiras respondiam por algo como 85,5% da DPMFI *em poder do público* em dezembro de 2008.<sup>32</sup> Nesse mesmo mês, segundo Bittencourt (2009), as categorias pessoa jurídica financeira e investidores institucionais<sup>33</sup> eram as *detentoras finais* de 76,6% da DPMFI em poder do público. Não se deve esquecer, porém, que a DPMFI em poder do *Banco Central* (incluído entre as empresas financeiras) era então de 28,1% do total.

TABELA 1  
**Saldos financeiros por setor institucional**  
 (Em R\$ milhões correntes)

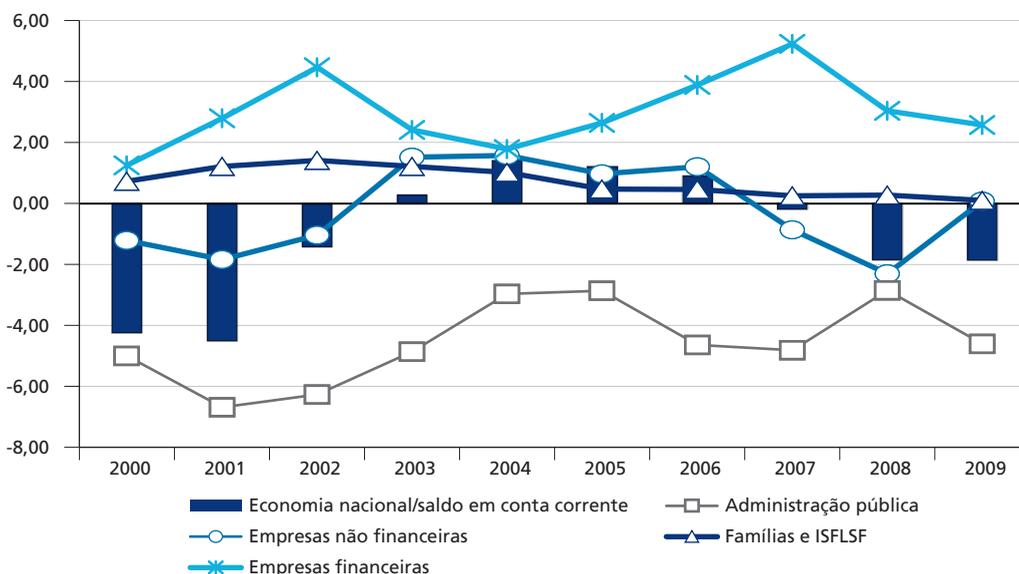
| Economia/setores institucionais | Valor a preços correntes (1.000.000 R\$) |         |         |         |         |         |          |          |         |          |
|---------------------------------|--|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|---------|----------|
|                                 | 2000                                     | 2001    | 2002    | 2003    | 2004    | 2005    | 2006     | 2007     | 2008    | 2009     |
| Economia nacional               | -50.101                                  | -58.855 | -20.994 | 4.623   | 27.321  | 26.159  | 21.449   | -5.045   | -56.129 | -60.332  |
| Empresas não financeiras        | -14.294                                  | -23.910 | -15.349 | 25.790  | 30.564  | 20.867  | 28.419   | -22.961  | -69.818 | 2.539    |
| Empresas financeiras            | 14.674                                   | 36.388  | 66.077  | 40.991  | 34.532  | 56.737  | 92.125   | 139.428  | 92.057  | 83.326   |
| Administração pública           | -59.019                                  | -87.114 | -92.613 | -82.743 | -57.587 | -61.445 | -109.937 | -128.274 | -86.565 | -149.308 |
| Famílias e ISFLSF               | 8.538                                    | 15.781  | 20.891  | 20.585  | 19.812  | 10.000  | 10.842   | 6.762    | 8.197   | 3.111    |

Fonte: IBGE (Contas Nacionais).  
 Elaboração do autor.

32. Segundo o *Relatório Mensal da Dívida Pública Federal*, de dezembro de 2008, a porcentagem resulta da soma de títulos detidos em carteira própria (dos bancos, *i. e.*, tesouraria), "títulos vinculados" e "contas Cliente Especial dos fundos de investimento regidos pela Instrução CVM".

33. A primeira categoria inclui: "i) os recursos das tesourarias; ii) os valores detidos por pessoa jurídica financeira que não tem conta individualizada no Selic; e iii) instituições financeiras detentoras de fundos de investimento, quais sejam: Banco Comercial Nacional (...), Corretora Distribuidora Nacional (...), outras pessoas jurídicas financeiras nacionais (Out. PJF Nac.) e cotista distribuidor". Na segunda, entram os "fundos de investimentos dos segmentos previdência complementar (...), seguradora, sociedade capitalização (Soc. Capital), fundos clubes, outros em FI (...), outros fundos (Conta Cliente Outros FI, Anexo 5.1, RMD). Além disso, somaram-se também todos os recursos administrados por entidades de previdência complementar, seguradoras (inclusive de saúde) e sociedade de capitalização (recursos em Conta Cliente PJNF, Anexo 5.1, RMD)" (Bittencourt, 2009, p. 390).

GRÁFICO 1  
Saldos financeiros por setor institucional  
(Em % do PIB)



Fonte: IBGE (Contas Nacionais).  
Elaboração do autor.

Esses padrões, precariamente estabelecidos a partir de uma série tão curta, refletem-se (com os ganhos/perdas de capital) nos números relativos ao patrimônio líquido *financeiro*, extraídos das contas de patrimônio (e, portanto, não consolidados), disponíveis para o período 2004-2009. Evidentemente, quando se trata exclusivamente de ativos e passivos financeiros, a posição positiva de uns é necessariamente equivalente à posição negativa de outros. A soma é zero. A tabela 2 mostra o patrimônio líquido financeiro de cada setor, normalizado pelo PIB corrente. Fica claro que os setores famílias-ISFLSF e resto do mundo dividem o papel de credores líquidos; na média do período, detiveram, respectivamente, 39,4% e 33,3% do patrimônio líquido financeiro. Em ordem decrescente, os maiores devedores líquidos foram as empresas não financeiras (-50,2% do PIB no período), as financeiras (-11,8%) e a administração pública (-10,6%).

Como se sabe, a despeito dos poucos anos com *superavit* corrente externo, o país tem ainda uma posição internacional de investimento negativa. Concorrem para isso, em primeiro lugar, nossas posições líquidas negativas em ações e outras participações (61% dos passivos externos, na média do período 2005-2009), refletindo o estoque de investimento direto externo no país; em segundo lugar, os empréstimos (13,3% dos passivos externos),

que mais do que compensam o *status* de credor líquido em títulos, exceto ações (38,6% dos ativos externos) e numerário e depósitos (12,2% dos ativos externos).<sup>34</sup>

TABELA 2  
Setores institucionais: patrimônio líquido financeiro  
(Em % do PIB)

|                          | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Empresas não financeiras | -59,7 | -53,5 | -51,2 | -55,4 | -39,6 | -42,0 |
| Empresas financeiras     | -16,1 | -16,6 | -15,7 | -15,3 | 1,7   | -9,0  |
| Administração pública    | -7,8  | -5,7  | -7,6  | -8,6  | -16,6 | -17,5 |
| Famílias e ISFLSF        | 42,6  | 41,2  | 41,1  | 43,1  | 32,6  | 35,9  |
| Resto do mundo           | 41,0  | 34,7  | 33,4  | 36,2  | 22,0  | 32,6  |
| Soma                     | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |

Fonte: IBGE (Contas Nacionais).  
Elaboração do autor.

As posições negativas dos setores empresariais talvez pareçam mais intrigantes. Aqui, é essencial ter em mente as diferenças (acima mencionadas) entre as noções de patrimônio líquido financeiro e de patrimônio líquido propriamente dito. O cálculo do primeiro exclui, por definição, os ativos não financeiros. O cálculo do segundo é impossível enquanto o valor destes não for conhecido. Ora, os ativos não financeiros são particularmente importantes no portfólio das empresas *não financeiras*. É esperado – ou mesmo desejável – que tenham um patrimônio financeiro negativo. Para obter o patrimônio líquido propriamente dito seria preciso, ainda, deduzir, na coluna das fontes, o valor das ações e outras participações do total de passivos. Neste segundo aspecto, decerto importante para as empresas financeiras, reside, possivelmente, a maior parte da explicação do patrimônio líquido financeiro negativo das empresas *financeiras*, para as quais o estoque de ativos não financeiros tem peso reduzido.

Nesse nível de agregação, porém, fluxos e estoques financeiros fornecem apenas uma primeira intuição acerca da natureza dos portfólios financeiros de cada setor e das interações entre eles. Os dados disponíveis oferecem três opções para o aprofundamento da análise.

Se o objetivo consiste em acompanhar o comportamento financeiro de cada setor institucional, o maior grau de detalhe, como explicado anteriormente, é aquele possibilitado pelas contas financeiras (2005-2009). As aquisições líquidas de ativos e passivos variam significativamente de ano a ano, ao sabor das variações da conjuntura.

34. Ressalte-se que, embora a posição líquida em ações e outras participações seja negativa, o instrumento representou, na média do período, 35,8% dos nossos ativos externos.

As contas de patrimônio (2004-2009) podem ser usadas para o mesmo propósito. Isso porque elas não se limitam a apresentar os estoques (menos variáveis do que os fluxos) de ativos e passivos no final de cada ano: as variações dos estoques são decompostas (embora com menor grau de detalhe do que nas contas financeiras) em transações (fluxos) e em outras variações (revalorizações e outras variações de volume). A inclusão dos ganhos e perdas de capital agrega uma informação importante para a compreensão dos fenômenos econômicos ocorridos em cada ano.

Entretanto, a derradeira opção, baseada na matriz de patrimônio financeiro de 2009, é a única que descreve de forma completa as relações – *whom-to-whom* – entre os setores institucionais. Ademais, o confronto dos dados da matriz com os da conta de patrimônio do mesmo ano permite o cálculo das (volumosas, como se verá) operações financeiras intrasetoriais (explicitando os componentes dos dados não consolidados). Por essas razões, foi esta a opção adotada neste texto.

#### 4.2 A matriz de patrimônio financeiro

As relações entre agentes econômicos agregados em setores institucionais desempenham, desde os clássicos, papel central em diferentes abordagens econômicas. Este é o caso também da vertente keynesiana e, em particular, dos modelos que empregam a chamada metodologia *stock-flow consistent* (SFC).<sup>35</sup> Nestes, o ponto de partida consiste, quase sempre, na apresentação de uma matriz que mostra como os vários tipos de riqueza (“real” e financeira) estão distribuídos entre os agentes da economia. Os modelos e suas matrizes são representações deliberadamente simplificadas, tendo em vista os objetivos de cada investigação e a facilidade na computação e interpretação: abstraem-se ativos que podem ter importância prática considerável; simplifica-se a descrição dos portfólios, supondo-se, por exemplo, que a cada setor correspondam instrumentos de financiamento que lhe são particulares, e que só são adquiridos por um subconjunto restrito de outros setores.

A tabela 3 – construída com base na matriz de patrimônio original – é o equivalente possível, para a economia brasileira, das matrizes de estoques dos modelos SFC. A apresentação tem por objetivo facilitar (como nos modelos) a visualização dos portfólios de cada setor. Em um modelo teórico, haveria pelo menos um ativo “real”: o estoque de

35. A metodologia, desenvolvida (nos marcos do “velho keynesianismo”) por James Tobin e seus colaboradores (ver Dos Santos, 2006), foi depois apropriada por economistas pós-keynesianos, como Wynne Godley e Marc Lavoie (Macedo e Silva e Dos Santos, 2009).

capital fixo. A matriz brasileira, infelizmente, só contém dados sobre ativos financeiros. Mostra, porém, uma trama de relações financeiras mais intrincada do que aquela que os modelos ousam analisar.

Como os ativos entram com valor positivo e os passivos, com valor negativo, a soma de cada linha é zero: os passivos emitidos pelas unidades componentes de um setor, não tendo sido adquiridas por outras unidades do mesmo setor, estão necessariamente (não sendo explicitadas as discrepâncias estatísticas) registrados como ativos de outros setores.

TABELA 3  
Matriz de patrimônio financeiro de 2009  
(Em R\$ milhões correntes)

|                                 | Financeiras |            | Administração pública |            | Não financeiras |            | Famílias e ISFLSF |            | Resto do mundo |          | Total |
|---------------------------------|-------------|------------|-----------------------|------------|-----------------|------------|-------------------|------------|----------------|----------|-------|
|                                 | A           | P          | A                     | P          | A               | P          | A                 | P          | A              | P        |       |
| 1) Ouro monetário e DES         | 9.896       | -          | -                     | -          | -               | -          | -                 | -          | -              | -9.896   | 0     |
| 2) Numerário e depósitos        | 34.221      | -          | -                     | -          | -               | -          | -                 | -          | -              | -34.221  | 0     |
|                                 | -           | -1.715.060 | 847.747               | -          | 407.211         | -          | 451.041           | -          | 9.060          | -        | 0     |
| 3) Títulos, exceto ações        | -           | -460.079   | -                     | -          | 204.876         | -          | 183.728           | -          | 71.475         | -        | 0     |
|                                 | 1.808.582   | -          | -                     | -2.011.484 | 13.581          | -          | 6.725             | -          | 182.596        | -        | 0     |
|                                 | 113.236     | -          | 170                   | -          | -               | -152.934   | 968               | -          | 38.560         | -        | 0     |
|                                 | 394.236     | -          | -                     | -          | 1.429           | -          | 907               | -          | -              | -396.572 | 0     |
| 4) Derivativos                  | -           | -5.941     | -                     | -          | -               | -          | -                 | -          | 5.941          | -        | 0     |
|                                 | 63          | -          | -                     | -          | -               | -          | -                 | -          | -              | -63      | 0     |
|                                 | -           | -          | -                     | -          | 471             | -          | -                 | -          | -              | -471     | 0     |
|                                 | -           | -          | -                     | -          | -               | -          | 207               | -          | -              | -207     | 0     |
| 5) Empréstimos                  | -           | -270.114   | 181.504               | -          | 11.031          | -          | -                 | -          | 77.579         | -        | 0     |
|                                 | 57.743      | -          | -                     | -93.948    | -               | -          | -                 | -          | 36.205         | -        | 0     |
|                                 | 841.565     | -          | -                     | -          | -               | -914.019   | 12.007            | -          | 60.447         | -        | 0     |
|                                 | 566.408     | -          | 50                    | -          | 29.057          | -          | -                 | -596.345   | 830            | -        | 0     |
|                                 | 23.381      | -          | 3.950                 | -          | 448             | -          | 935               | -          | -              | -28.714  | 0     |
| 6) Ações e outras participações |             | -1.494.733 | 116.714               | -          | 582.817         | -          | 509.793           | -          | 285.409        | -        | 0     |
|                                 | 323.840     | -          | 274.467               | -          | -               | -1.770.959 | 213.081           | -          | 959.571        | -        | 0     |
|                                 | 38.802      | -          | 2.311                 | -          | 152.398         | -          | 54.348            | -          | -              | -247.858 | 0     |
| 7) Reservas técnicas de seguros | -           | -634.392   | 292                   | -          | 10.150          | -          | 623.211           | -          | 738            | -        | 0     |
| 8) Outros débitos/créditos      | -           | -183.989   | 68.064                | -          | 46.845          | -          | 47.710            | -          | 21.370         | -        | 0     |
|                                 | 130.985     | -          | -                     | -483.469   | 246.240         | -          | 106.031           | -          | 213            | -        | 0     |
|                                 | 83.212      | -          | 268.720               | -          | -               | -573.347   | 91.286            | -          | 130.128        | -        | 0     |
|                                 | 45.189      | -          | 256.987               | -          | 249.601         | -          | -                 | -551.831   | 54             | -        | 0     |
|                                 | 1.475       | -          | -                     | -          | 82.283          | -          | -                 | -          | -              | -83.758  | 0     |
| Total                           | 4.472.833   | -4.764.307 | 2.020.977             | -2.588.900 | 2.038.438       | -3.411.258 | 2.301.980         | -1.148.176 | 1.880.175      | -801.762 | 0     |
| Patrimônio líquido financeiro   | -           | -291.474   | -                     | -567.923   | -               | -1.372.820 | 1.153.805         | -          | 1.078.413      | -        | 0     |

Fonte: IBGE (Contas Nacionais).  
Elaboração do autor.

**TABELA 4**  
**Matriz de patrimônio financeiro de 2009 – distribuição entre os setores de cada instrumento financeiro**  
(Em %)

|                                 | Financeiras |         | Administração pública |        | Não financeiras |        | Famílias e ISFLSF |        | Resto do mundo |         | Total |
|---------------------------------|-------------|---------|-----------------------|--------|-----------------|--------|-------------------|--------|----------------|---------|-------|
|                                 | A           | P       | A                     | P      | A               | P      | A                 | P      | A              | P       |       |
| 1. Ouro monetário e DES         | 100,00      | -       | -                     | -      | -               | -      | -                 | -      | -              | -100,00 | 0     |
| 2. Numerário e Depósitos        | 1,96        | -       | -                     | -      | -               | -      | -                 | -      | -              | -1,96   | -     |
|                                 | -           | -98,04  | 48,46                 | -      | 23,28           | -      | 25,78             | -      | 0,52           | -       | 0     |
| 3. Títulos, exceto ações        | -           | -15,23  | -                     | -      | 6,78            | -      | 6,08              | -      | 2,37           | -       | 0     |
|                                 | 59,87       | -       | -                     | -66,58 | 0,45            | -      | 0,22              | -      | 6,04           | -       | 0     |
|                                 | 3,75        | -       | 0,01                  | -      | -               | -5,06  | 0,03              | -      | 1,28           | -       | 0     |
|                                 | 13,05       | -       | -                     | -      | 0,05            | -      | 0,03              | -      | -              | -13,13  | 0     |
| Subtotal                        | 76,66       | -15,23  | 0,01                  | -66,58 | 7,28            | -5,06  | 6,37              | -      | 9,69           | -13,13  | 0     |
| 4. Derivativos                  | -           | -88,90  | -                     | -      | -               | -      | -                 | -      | 88,90          | -       | 0     |
|                                 | 0,95        | -       | -                     | -      | -               | -      | -                 | -      | -              | -0,95   | 0     |
|                                 | -           | -       | -                     | -      | 7,05            | -      | -                 | -      | -              | -7,05   | 0     |
|                                 | -           | -       | -                     | -      | -               | -      | 3,10              | -      | -              | -3,10   | 0     |
| Sub-total                       | 0,95        | -88,90  | -                     | -      | 7,05            | -      | 3,10              | -      | 88,90          | -11,10  | 0     |
| 5. Empréstimos                  | -           | -14,19  | 9,54                  | -      | 0,58            | -      | -                 | -      | 4,08           | -       | 0     |
|                                 | 3,03        | -       | -                     | -4,94  | -               | -      | -                 | -      | 1,90           | -       | 0     |
|                                 | 44,22       | -       | -                     | -      | -               | -48,03 | 0,63              | -      | 3,18           | -       | 0     |
|                                 | 29,76       | -       | 0,00                  | -      | 1,53            | -      | -                 | -31,33 | 0,04           | -       | 0     |
|                                 | 1,23        | -       | 0,21                  | -      | 0,02            | -      | 0,05              | -      | -              | -1,51   | 0     |
| Subtotal                        | 78,24       | -14,19  | 9,75                  | -4,94  | 2,13            | -48,03 | 0,68              | -31,33 | 9,20           | -1,51   | 0     |
| 6. Ações e Outras Participações | -           | -42,54  | 3,32                  | -      | 16,59           | -      | 14,51             | -      | 8,12           | -       | 0     |
|                                 | 9,22        | -       | 7,81                  | -      | -               | -50,40 | 6,06              | -      | 27,31          | -       | 0     |
|                                 | 1,10        | -       | 0,07                  | -      | 4,34            | -      | 1,55              | -      | -              | -7,05   | 0     |
| Subtotal                        | 10,32       | -42,54  | 11,20                 | 0,00   | 20,93           | -50,40 | 22,12             | -      | 35,43          | -7,05   | 0     |
| 7. Reservas técnicas de seguros | -           | -100,00 | 0,05                  | -      | 1,60            | -      | 98,24             | -      | 0,12           | -       | 0     |
| 8. Outros débitos/créditos      | -           | -9,81   | 3,63                  | -      | 2,50            | -      | 2,54              | -      | 1,14           | -       | 0     |
|                                 | 6,98        | -       | -                     | -25,77 | 13,12           | -      | 5,65              | -      | 0,01           | -       | 0     |
|                                 | 4,43        | -       | 14,32                 | -      | -               | -30,56 | 4,86              | -      | 6,94           | -       | 0     |
|                                 | 2,41        | -       | 13,70                 | -      | 13,30           | -      | -                 | -29,41 | 0,00           | -       | 0     |
|                                 | 0,08        | -       | -                     | -      | 4,39            | -      | -                 | -      | -              | -4,46   | 0     |
| Subtotal                        | 13,90       | -9,81   | 31,64                 | -25,77 | 33,31           | -30,56 | 13,06             | -29,41 | 8,09           | -4,46   | 0     |

Fonte: IBGE (Contas Nacionais).  
Elaboração do autor.

Os dados da matriz de patrimônio serão explorados de diferentes pontos de vista. No item 4.2.1, a análise é feita do ponto de vista dos instrumentos. Os objetivos são evidenciar:

- as participações (como credor e/ou devedor) de cada setor institucional no mercado do instrumento (tabela 4);
- o peso relativo de cada instrumento (como, por exemplo, os títulos) na riqueza financeira total (tabela 5); e

- a composição dos setores financiadores para cada par de setor institucional/instrumento (como, por exemplo, para títulos da dívida *pública*; tabela 6).

No item 4.2.2, adota-se o ponto de vista dos setores institucionais. Tanto as matrizes teóricas quanto as matrizes *whom-to-whom* dos serviços estatísticos nacionais abstraem, por construção, as relações patrimoniais de natureza *intrassetorial*. Felizmente, porém, o uso conjugado da conta de patrimônio e da matriz de 2009 permite o cálculo das posições intrassetoriais.

#### 4.2.1 A ótica dos instrumentos e dos mercados

A primeira linha da matriz (tabela 3) parece provir diretamente do mundo simplificado dos modelos: só um setor (as empresas financeiras e, de fato, entre elas, só o Banco Central) possui *ouro monetário e direitos especiais de saque*, registrados como passivos do resto do mundo.

O segundo instrumento, *numerário e depósitos*, já apresenta um quadro mais complicado. Somente as empresas financeiras (e o resto do mundo) emitem passivos na forma de *numerário e depósitos*, que são, porém, ativos financeiros de todos os demais setores. A análise torna-se mais simples com o recurso à tabela 4, que substitui os valores em reais das posições ativas e passivas pelas porcentagens que a posição (ativa ou passiva) de cada setor representava no valor *total* de cada instrumento. A tabela mostra, portanto, a composição, pelo lado passivo e ativo, do mercado de cada tipo de instrumento.

Em 2009, quase metade (49,43%) das posições ativas em numerário e depósitos cabia à administração pública. Isso é explicado, em boa parte, pela importância da conta única do Tesouro no Banco Central.<sup>36</sup> As famílias e ISFLSF (“famílias”, doravante, para simplificar) e as empresas não financeiras, no essencial, dividiam o restante da posição ativa no instrumento.

---

36. Em 2009, a administração pública possuía R\$ 847,8 bilhões em numerário e depósitos. Entretanto, segundo a Demonstração Financeira do Banco Central do mesmo ano, o valor da Conta Única do Tesouro Nacional era de R\$ 406,4 bilhões. Havia, portanto, disponibilidades significativas, das várias esferas do governo, “estacionadas” em outras contas.

A tabela 5 traz o valor e a composição (do lado dos ativos) da riqueza financeira em 2009.<sup>37</sup> Os números relativos às posições *intersectoriais* (ou consolidadas) provêm da matriz de patrimônio financeiro. Os números *totais*, que incluem as posições intrassetoriais (e são, portanto, iguais ou superiores aos primeiros), provêm da conta de patrimônio de 2009. O cálculo é simples: deduzindo-se dos números totais da conta de patrimônio os números consolidados da matriz, obtêm-se os números correspondentes às posições *intrassetoriais*.

Como evidencia a quinta coluna da tabela, o peso relativo do primeiro instrumento era (e é) muito pequeno: apenas 0,08% das posições detidas intersectorialmente (e 0,05% da riqueza financeira total); a terceira coluna (100%) expressa o fato de que a posição intersectorial (do Banco Central contra o resto do mundo) equivalia à posição total.

Numerário e depósitos, por seu turno, representavam 13,76% da posição intersectorial (e 13,69% do total de ativos financeiros). A análise da tabela 5, no que tange às posições intrassetoriais, será retomada adiante; vale mencionar, porém, que, no caso desse instrumento, já se registravam posições intrassetoriais (internas, no caso, às empresas financeiras) significativas (de 30%).

TABELA 5  
**Composição da riqueza financeira (2009)**  
(Ativos em R\$ correntes e %)

|                                 | Ativos – posições intersectoriais (R\$ milhões) | Ativos – posições totais (R\$ milhões) | Posição intersectorial/ total (%) | Participação do instrumento nas posições intersectoriais totais (%) | Participação do instrumento nas posições totais (%) |
|---------------------------------|---|--|-----------------------------------|---|---|
| 1. Ouro monetário e DES         | 9.896   | 9.896                                  | 100,0                             | 0,08  | 0,05  |
| 2. Numerário e depósitos        | 1.749.281                                       | 2.500.350                              | 70,0                              | 13,76   | 13,69   |
| 3. Títulos, exceto ações        | 3.021.069                                       | 3.427.915                              | 88,1                              | 23,76   | 18,76   |
| 4. Derivativos                  | 6.682   | 6.682                                  | 100,0                             | 0,05  | 0,04  |
| 5. Empréstimos                  | 1.903.139                                       | 3.370.909                              | 56,5                              | 14,97   | 18,45   |
| 6. Ações e outras participações | 3.513.550                                       | 5.742.540                              | 61,2                              | 27,63   | 31,43   |
| 7. Reservas técnicas de seguros | 634.392   | 636.611                                | 99,7                              | 4,99  | 3,48  |
| 8. Outros débitos/créditos      | 1.876.393                                       | 2.574.900                              | 72,9                              | 14,76   | 14,09   |
| <b>Total</b>                    | <b>12.714.403</b>                               | <b>18.269.803</b>                      | <b>69,6</b>                       | <b>100,00</b>   | <b>100,00</b>                                       |

Fonte: IBGE (Contas Nacionais).  
Elaboração do autor.

37. Para os valores em reais correntes e a composição da riqueza financeira não consolidada de 2004 a 2005, levando em conta ativos e passivos, ver, no anexo, as tabelas 1.A e 2.A. Esta última mostra o aumento, no período, da profundidade financeira, medida pela razão entre o valor dos instrumentos e o PIB corrente. Para os ativos, a razão sobe de 4,7, em 2004, para 5,6, em 2009; para os passivos, de 5,1 para 6,0.

A terceira rubrica, *títulos, exceto ações*, de maior peso do que as anteriores (23,76% da posição financeira intersetorial; 31,43% da riqueza financeira), é ainda mais complexa. Os títulos são instrumentos de financiamento de todos os setores, à exceção das famílias. Porém, os dados de 2009 retratam um mercado que, no essencial, tinha na ponta *devedora* a administração pública (66,58% do estoque total de títulos) e na ponta *credora* o setor financeiro (76,66% do estoque).

Após os títulos públicos, seguiam-se os títulos emitidos pelas próprias instituições financeiras e pelo resto do mundo (respectivamente, 15,23% e 13,13%). A participação das empresas não financeiras no estoque de títulos em circulação era de apenas 5,06%, em linha com as observações relativas à pequena relevância do mercado de capitais, no Brasil, como instrumento de financiamento das firmas.

A tabela 6 apresenta uma nova transmutação da matriz de patrimônio financeiro. Dessa vez, porém, os números mostram como a emissão de cada instrumento, por cada setor institucional, é absorvida pelos demais setores. Assim, o foco não está mais (por exemplo) na composição do mercado *de títulos*, mas sim na composição do mercado de títulos *públicos*.

Constata-se, a propósito, que o mercado de títulos públicos era dominado pelas empresas financeiras e pelo resto do mundo, que detinham, respectivamente, 89,91% e 9,08% da oferta; a participação das empresas não financeiras e das famílias, como se sabe, ocorre fundamentalmente por meio da aquisição de cotas dos fundos de investimento administrados pelo setor financeiro.

Já para o segmento de títulos emitidos pelas empresas financeiras, os principais supridores de fundos eram as empresas não financeiras e as famílias (respectivamente, 44,53% e 39,93%).

Os títulos emitidos pelas empresas não financeiras eram, no essencial, destinados às empresas financeiras (74,04%) e ao resto do mundo (25,21%). Aquelas respondiam pela quase totalidade (99,41%) da demanda pelos títulos de emissão externa; vale lembrar que aqui estão contabilizadas as reservas externas do Banco Central.

As linhas destinadas aos *derivativos* registram apenas as posições de setores nacionais *vis-à-vis* o resto do mundo: posições ativas e passivas (estas, as mais significativas) das empresas financeiras e posições ativas das empresas não financeiras e das famílias.<sup>38</sup>

---

38. Segundo esclarecimentos recebidos do Banco Central, embora o SNA 1993 agregasse os derivativos aos títulos, optou-se, no Brasil, por explicitar os derivativos contratados com o resto do mundo. Com a adoção do SNA 2008, todos os derivativos serão apresentados em item específico.

O estoque de *empréstimos* representou, em 2009, 14,97% das posições financeiras intersetoriais (ou 18,45% da riqueza financeira). Obviamente, nesse mercado, a hegemonia cabe, pelo lado dos credores, às empresas financeiras. Em 2009, estas respondiam por 78,24% da concessão total de empréstimos (tabela 4). Seguiam-se o governo (cujos empréstimos – 9,54% do total – eram, em sua maior parte, direcionados ao setor financeiro)<sup>39</sup> e o resto do mundo (9,20%, direcionados às empresas não financeiras, em primeiro lugar, e, em segundo, às empresas financeiras).

Tampouco é surpreendente constatar que as principais tomadoras tenham sido as empresas não financeiras (48,03% do total) e as famílias (31,33%), ainda que não fosse desprezível a proporção dos empréstimos tomados pelas próprias empresas financeiras (14,19%, provenientes, como referido anteriormente, da administração pública e do resto do mundo).

Empresas e famílias tinham, no essencial, dívida interna (92,07% e 94,98% de seus passivos na forma de empréstimos respectivamente; tabela 6). A proporção era mais baixa (61,46%) no caso da (pequena) dívida em empréstimos da administração pública (que, como mostra a tabela 4, representava apenas 4,94% do total de passivos nesse instrumento).

Os instrumentos incluídos em *ações e outras participações* representavam, em 2009, a mais alta parcela da posição intersetorial (27,63%, ou 31,43% da riqueza financeira). Antes que se cogite revisar a dimensão do mercado de capitais no Brasil, é conveniente lembrar que, seguindo as diretrizes do SCN, a rubrica incorpora, além das ações cotadas e de outros tipos de participação de capital (inclusive ações não cotadas), um item de natureza muito diferente: as cotas dos fundos de investimento.

Infelizmente, os dados de patrimônio não apresentam a decomposição do item. Mas é possível recorrer aos dados de fluxo das contas financeiras para obter algum esclarecimento adicional (tabela 3.A do anexo). Na média dos anos disponíveis (2005-2009), a categoria respondeu por 23,9% da *emissão* líquida de passivos. Apenas 2,3% couberam, porém, às ações cotadas; as ações não cotadas e outras participações responderam por 10,5% e os fundos de investimento por 11,1%. Essa média, é claro, esconde

39. E, nele, a instituições como o BNDES, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal. Ressalte-se uma vez mais o fato de que a matriz só apresenta relações intersetoriais, eliminando, por exemplo, as dívidas (consideráveis) entre os vários níveis de governo e com fundos, como o FGTS e o PIS (IBGE, 2011, p. 15-16).

variações anuais, respondendo à sucessão das conjunturas;<sup>40</sup> tais variações, porém, tendem a ser mais relevantes para os fluxos do que para os estoques (que podem, no entanto, sofrer também variações significativas por conta de ganhos/perdas de capital). De toda forma, a média sugere que, também no que diz respeito aos estoques, as ações cotadas devem ter uma participação diminuta no total de passivos. Convém lembrar que a retenção de lucros vem a ser, em boa parte dos países, uma das principais fontes de financiamento das empresas e que os lucros retidos incorporam-se ao seu capital (na forma das *outras participações* contabilizadas na rubrica).

Presumivelmente, a posição passiva das empresas não financeiras (50,40% do total do instrumento) corresponde a ações e (principalmente) a ações não cotadas e outras participações. Aqui, mais uma vez, trata-se de uma inferência baseada nas contas financeiras. Na média do período 2005-2009, as ações cotadas representaram apenas 22,5% das emissões líquidas desse instrumento por parte das empresas não financeiras.<sup>41</sup>

Já no caso da posição passiva das empresas financeiras (44,22% do total), as cotas de fundos de investimento devem representar parcela expressiva do estoque. Na média do período 2005-2009, o valor das emissões líquidas de cotas de fundos de investimento foi de 72,8% do total das emissões líquidas do instrumento (ou de 89,9%, se excluído o ano de 2008).

É interessante destacar que, no caso das empresas não financeiras, as injeções de capital provinham, em sua maioria (54,18%; tabela 6), do resto do mundo, refletindo o estoque de investimento direto externo no país. Em ordem de importância decrescente, alinhavam-se as empresas financeiras (18,29%), a administração pública (15,50%) e, finalmente, as famílias (12,03%).

No caso das empresas financeiras, predominavam as aplicações (presumivelmente em fundos de investimento) provenientes das empresas não financeiras (38,99%). Vinham, na sequência, as participações das famílias (34,11%), do resto do mundo (19,09%) e do governo (7,81%).

---

40. Em 2008, por exemplo, o peso das ações não cotadas e outras participações foi de 17,2% das emissões totais de passivos, ao passo que o peso das participações em fundos caiu para 0,3%.

41. As emissões líquidas de cotas de fundos de investimento são nulas: só teriam valor positivo caso fossem incluídos no agregado os eventuais dados de braços financeiros de empresas não financeiras.

Depois dos títulos, as ações e outras participações são o instrumento financeiro de maior importância nas aplicações *no exterior* de residentes no país. Enquanto os títulos, como já ressaltado, pertencem fundamentalmente a empresas financeiras (entre as quais o Banco Central), as disponibilidades externas em ações e outras participações pertenciam a empresas não financeiras (61,49% do total), famílias (21,93%) e empresas financeiras (15,65%). Seria interessante conhecer melhor a composição dessas aplicações.

As *reservas técnicas de seguros* são quase que exclusivamente um assunto entre empresas financeiras (que emitem a totalidade dos passivos) e as famílias (que adquirem a quase totalidade dos ativos).

TABELA 6  
Matriz de patrimônio financeiro – distribuição intersetorial dos passivos de cada setor (2009)  
(Em %)

|                                 | Financeiras |         | Administração pública |         | Não financeiras |         | Famílias e ISFLSF |         | Resto do mundo |         | Total |
|---------------------------------|-------------|---------|-----------------------|---------|-----------------|---------|-------------------|---------|----------------|---------|-------|
|                                 | A           | P       | A                     | P       | A               | P       | A                 | P       | A              | P       |       |
| 1) Ouro monetário e DES         | 100,00      | -       | -                     | -       | -               | -       | -                 | -       | -              | -100,00 | 0     |
| 2) Numerário e depósitos        | 100,00      | -       | -                     | -       | -               | -       | -                 | -       | -              | -100,00 | 0     |
|                                 | -           | -100,00 | 49,43                 | -       | 23,74           | -       | 26,30             | -       | 0,53           | -       | 0     |
| 3) Títulos, exceto ações        | -           | -100,00 | -                     | -       | 44,53           | -       | 39,93             | -       | 15,54          | -       | 0     |
|                                 | 89,91       | -       | -                     | -100,00 | 0,68            | -       | 0,33              | -       | 9,08           | -       | 0     |
|                                 | 74,04       | -       | 0,11                  | -       | -               | -100,00 | 0,63              | -       | 25,21          | -       | 0     |
|                                 | 99,41       | -       | -                     | -       | 0,36            | -       | 0,23              | -       | -              | -100,00 | 0     |
| 4) Derivativos                  | -           | -100,00 | -                     | -       | -               | -       | -                 | -       | 100,00         | -       | 0     |
|                                 | 100,00      | -       | -                     | -       | -               | -       | -                 | -       | -              | -100,00 | 0     |
|                                 | -           | -       | -                     | -       | 100,00          | -       | -                 | -       | -              | -100,00 | 0     |
|                                 | -           | -       | -                     | -       | -               | -       | 100,00            | -       | -              | -100,00 | 0     |
| 5) Empréstimos                  | -           | -100,00 | 67,20                 | -       | 4,08            | -       | -                 | -       | 28,72          | -       | 0     |
|                                 | 61,46       | -       | -                     | -100,00 | -               | -       | -                 | -       | 38,54          | -       | 0     |
|                                 | 92,07       | -       | -                     | -       | -               | -100,00 | 1,31              | -       | 6,61           | -       | 0     |
|                                 | 94,98       | -       | 0,01                  | -       | 4,87            | -       | -                 | -100,00 | 0,14           | -       | 0     |
|                                 | 81,42       | -       | 13,76                 | -       | 1,56            | -       | 3,26              | -       | -              | -100,00 | 0     |
| 6) Ações e outras participações | -           | -100,00 | 7,81                  | -       | 38,99           | -       | 34,11             | -       | 19,09          | -       | 0     |
|                                 | 18,29       | -       | 15,50                 | -       | -               | -100,00 | 12,03             | -       | 54,18          | -       | 0     |
|                                 | 15,65       | -       | 0,93                  | -       | 61,49           | -       | 21,93             | -       | -              | -100,00 | 0     |
| 7) Reservas técnicas de seguros | -           | -100,00 | 0,05                  | -       | 1,60            | -       | 98,24             | -       | 0,12           | -       | 0     |
| 8) Outros débitos/créditos      | -           | -100,00 | 36,99                 | -       | 25,46           | -       | 25,93             | -       | 11,61          | -       | 0     |
|                                 | 27,09       | -       | -                     | -100,00 | 50,93           | -       | 21,93             | -       | 0,04           | -       | 0     |
|                                 | 14,51       | -       | 46,87                 | -       | -               | -100,00 | 15,92             | -       | 22,70          | -       | 0     |
|                                 | 8,19        | -       | 46,57                 | -       | 45,23           | -       | -                 | -100,00 | 0,01           | -       | 0     |
|                                 | 1,76        | -       | -                     | -       | 98,24           | -       | -                 | -       | -              | -100,00 | 0     |

Fonte: IBGE (Contas Nacionais).  
Elaboração do autor.

O instrumento remanescente, *outros débitos/créditos*, tem peso significativo (14,76% da posição intersetorial e 14,09% da riqueza financeira). Sua interpretação é problemática, por várias razões. Em primeiro lugar, a heterogeneidade da rubrica, que inclui, além do crédito comercial (possivelmente eliminado na consolidação do setor), valores a pagar, atrasados e de ações na Justiça. Em segundo lugar, o fato de que a categoria é o destino de todo o resíduo estatístico, cujo valor não é divulgado.

Em todo caso, pode-se registrar que os principais detentores desses passivos (tabela 4) são as empresas não financeiras (30,56%), as famílias (29,41%), a administração pública (25,77%), seguidos pelas empresas financeiras (9,81%). Pelo lado do ativo, destacam-se, uma vez mais, as empresas não financeiras (33,31%) e a administração pública (31,64%), seguidos pelo setor financeiro e pelas famílias (respectivamente, 13,90% e 13,06%).

#### 4.2.2 A ótica dos setores: posições inter e intrassetoriais

A tabela 7 é a quarta e última transfiguração da matriz de patrimônio. Cada coluna agora soma 100, revelando a composição *intersectorial* de ativos e passivos do setor institucional. Essa composição pode ser interpretada como uma medida da *exposição* de cada setor aos demais, no que concerne tanto a ativos quanto a passivos. Não deve ser confundida com a composição real (ou total) do portfólio de cada setor (tabela 8), a qual inclui as posições em ativos adquiridos de (ou vendidos a) agentes do próprio setor.

A diferença entre a composição intersetorial e a composição real (ou total) pode ser evidenciada pelo seguinte exemplo: segundo a tabela 7, numerário e depósitos representavam, em 2009, somente 0,77% do total de ativos das empresas financeiras. O valor é baixo porque, aqui, somente estão contabilizadas as disponibilidades contra o resto do mundo; a consolidação eliminou os depósitos intrassetoriais. Tomando em consideração, como na tabela 8, a totalidade dos ativos do setor – o que implica tomar em conta, entre outras posições, os volumosos depósitos interbancários –, constata-se que a fração correspondente ao instrumento era de 8,7%. A diferença é considerável.

O tema da consolidação será retomado a seguir. Importa agora ressaltar um resultado que, não sendo surpreendente, não deixa de ser reconfortante. A tabela 7 legitima o emprego do corte por setores institucionais: as relações patrimoniais variam de forma significativa. Em particular, percebe-se como ainda são diversas as inserções de empresas financeiras e não financeiras, a despeito do debate (e, de fato, das evidências parciais) acerca da financeirização das últimas.

O financiamento das empresas não financeiras se dava, em sua maior parte (51,92%) por meio de ações e outras participações. Frações menores cabiam aos empréstimos (26,79%) e aos títulos (somente 4,48%). As aplicações em ações e outras participações emitidas por empresas financeiras (que devem consistir, em essência, em cotas de fundos de investimento) eram o mais importante (28,59%) ativo financeiro. Destacavam-se, ainda, as aplicações em numerário e depósitos (19,98%), em títulos (10,79%) e em ações e outras participações no resto do mundo (7,48%).<sup>42</sup>

O portfólio das empresas financeiras, evidentemente o mais complexo, mostrava numerário e depósitos (36,00%) e ações e outras participações (31,37%) como as fontes mais relevantes.<sup>43</sup> Os títulos, que representam apenas 9,66% dos passivos, respondiam por 51,78% dos ativos, participação que superava largamente a dos empréstimos (33,29%). Dada a importância particularmente significativa das transações financeiras *entre empresas* (financeiras ou não), essas porcentagens são bastante diferentes quando se consideram (como na tabela 8) os ativos e passivos totais.

As *famílias*, basicamente, obtêm financiamento dos bancos (seus passivos na forma de outros débitos/créditos devem expressar, em larga medida, ações na justiça movidas por outros setores, particularmente pelas empresas não financeiras e pela administração pública).<sup>44</sup> Pelo lado do ativo, predominavam, em 2009, as ações e outras participações (33,76%), consistindo principalmente em aplicações junto a empresas não financeiras (22,15% do ativo), o que sugere o predomínio de cotas de fundos de investimento. Parte importante (27,07%) da riqueza das famílias estava aplicada na forma de reservas técnicas de seguros. Também relevantes eram as aplicações em numerário e depósitos (19,59%) e títulos (8,35%).

42. Somente uma pesquisa mais aprofundada – acompanhando séries mais longas, tanto brasileiras quanto internacionais – permitiria dizer se a ponderação de ativos como numerário e títulos (além de cotas em fundos de investimento) poderia ser tomada como uma *proxy* da preferência pela liquidez – e se indicariam uma preferência pela liquidez relativamente elevada.

43. Como antes mencionado, qualquer hipótese interpretativa a respeito das empresas financeiras deve ser lida com cautela, dada a distorção derivada da inclusão do Banco Central no agregado. Em 2009, por exemplo, o ativo total – não muito diferente do ativo financeiro – do Banco Central montava a quase R\$ 1,2 trilhão, ou 13,2% dos ativos totais do setor. Outro corte de indiscutível importância, particularmente no período pós-crise, é o que separa os bancos públicos das demais instituições financeiras. No mesmo ano, o Banco do Brasil (conglomerado financeiro), a Caixa Econômica Federal (instituição independente) e o BNDES possuíam ativos, respectivamente, no valor de R\$ 692 bilhões (ou 9,1% do ativo das empresas financeiras, exclusive Banco Central), R\$ 342 bilhões (4,5%) e R\$ 379 bilhões (4,9%).

44. Como se pode apreciar na tabela 7, as participações no passivo e no ativo desse instrumento são significativas em todos os setores institucionais e, particularmente, para as famílias, a administração pública e as empresas não financeiras. Dada a natureza do instrumento, já comentada acima, não se irá aqui além do registro desse fato.

O passivo da administração pública, no essencial, fora contraído pela emissão de títulos (77,7%). No outro lado do balanço, avultavam, além das posições em numerário e depósitos (41,95%), aquelas em ações e outras participações.

Finalmente, percebe-se que, no relacionamento entre os agentes do resto do mundo e os residentes no Brasil, os primeiros concentravam suas aquisições em ações e outras participações (66,22%) e em títulos (15,56%); para os últimos, a ordem era a inversa, sendo mais importantes as aquisições de títulos (49,46%), seguidas pelas de ações e outras participações (30,91%).

As porcentagens da tabela 8 foram calculadas a partir das contas de patrimônio, que contabilizam, para o período 2004-2009, a totalidade das posições dos setores (para os valores em reais correntes, ver a tabela 4.A do anexo). Perdem-se de vista, aqui, as relações entre os setores (retomadas, porém, nas tabelas 5.A-8.A do anexo). A apresentação dos números anuais – bem como da média do período – tem por objetivo sugerir que, a despeito de diferenças não desprezíveis em várias células, não é absurdo explorar (como se fez neste texto) o ano de 2009 para ilustrar as características da riqueza financeira no Brasil.

TABELA 7  
Matriz de patrimônio financeiro – composição intersetorial do portfólio dos setores institucionais (2009)  
(Em %)

|                                 | Financeiras |       | Administração pública |       | Não financeiras |       | Famílias e ISFLSF |       | Resto do mundo |       |
|---------------------------------|-------------|-------|-----------------------|-------|-----------------|-------|-------------------|-------|----------------|-------|
|                                 | A           | P     | A                     | P     | A               | P     | A                 | P     | A              | P     |
| 1) Ouro monetário e DES         | 0,22        | -     | -                     | -     | -               | -     | -                 | -     | -              | 1,23  |
| 2) Numerário e depósitos        | 0,77        | -     | -                     | -     | -               | -     | -                 | -     | -              | 4,27  |
|                                 | -           | 36,00 | 41,95                 | -     | 19,98           | -     | 19,59             | -     | 0,48           | -     |
| 3) Títulos, exceto ações        | -           | 9,66  | -                     | -     | 10,05           | -     | 7,98              | -     | 3,80           | -     |
|                                 | 40,43       | -     | -                     | 77,70 | 0,67            | -     | 0,29              | -     | 9,71           | -     |
|                                 | 2,53        | -     | 0,01                  | -     | -               | 4,48  | 0,04              | -     | 2,05           | -     |
|                                 | 8,81        | -     | -                     | -     | 0,07            | -     | 0,04              | -     | -              | 49,46 |
| Subtotal                        | 51,78       | 9,66  | 0,01                  | 77,70 | 10,79           | 4,48  | 8,35              | -     | 15,56          | 49,46 |
| 4) Derivativos                  | -           | 0,12  | -                     | -     | -               | -     | -                 | -     | 0,32           | -     |
|                                 | 0,001       | -     | -                     | -     | -               | -     | -                 | -     | -              | 0,01  |
|                                 | -           | -     | -                     | -     | 0,02            | -     | -                 | -     | -              | 0,06  |
|                                 | -           | -     | -                     | -     | -               | -     | 0,01              | -     | -              | 0,03  |
| 5) Empréstimos                  | -           | 5,67  | 8,98                  | -     | 0,54            | -     | -                 | -     | 4,13           | -     |
|                                 | 1,29        | -     | -                     | 3,63  | -               | -     | -                 | -     | 1,93           | -     |
|                                 | 18,82       | -     | -                     | -     | -               | 26,79 | 0,52              | -     | 3,21           | -     |
|                                 | 12,66       | -     | 0,00                  | -     | 1,43            | -     | -                 | 51,94 | 0,04           | -     |
|                                 | 0,52        | -     | 0,20                  | -     | 0,02            | -     | 0,04              | -     | -              | 3,58  |
| Subtotal                        | 33,29       | 5,67  | 9,18                  | 3,63  | 1,99            | 26,79 | 0,56              | 51,94 | 9,31           | 3,58  |
| 6) Ações e outras participações | -           | 31,37 | 5,78                  | -     | 28,59           | -     | 22,15             | -     | 15,18          | -     |
|                                 | 7,24        | -     | 13,58                 | -     | -               | 51,92 | 9,26              | -     | 51,04          | -     |
|                                 | 0,87        | -     | 0,11                  | -     | 7,48            | -     | 2,36              | -     | -              | 30,91 |

(Continua)

(Continuação)

|                                 | Financeiras |        | Administração pública |        | Não financeiras |        | Famílias e ISFLSF |        | Resto do mundo |        |
|---------------------------------|-------------|--------|-----------------------|--------|-----------------|--------|-------------------|--------|----------------|--------|
|                                 | A           | P      | A                     | P      | A               | P      | A                 | P      | A              | P      |
| Subtotal                        | 8,11        | 31,37  | 19,47                 | -      | 36,07           | 51,92  | 33,76             | -      | 66,22          | 30,91  |
| 7) Reservas técnicas de seguros | -           | 13,32  | 0,01                  | -      | 0,50            | -      | 27,07             | -      | 0,04           | -      |
| 8) Outros débitos/créditos      | -           | 3,86   | 3,37                  | -      | 2,30            | -      | 2,07              | -      | 1,14           | -      |
|                                 | 2,93        | -      | -                     | 18,67  | 12,08           | -      | 4,61              | -      | 0,01           | -      |
|                                 | 1,86        | -      | 13,30                 | -      | -               | 16,81  | 3,97              | -      | 6,92           | -      |
|                                 | 1,01        | -      | 12,72                 | -      | 12,24           | -      | -                 | 48,06  | 0,00           | -      |
|                                 | 0,03        | -      | -                     | -      | 4,04            | -      | -                 | -      | -              | 10,45  |
| Subtotal                        | 5,83        | 3,86   | 29,38                 | 18,67  | 30,66           | 16,81  | 10,64             | 48,06  | 8,07           | 10,45  |
| Total                           | 100,00      | 100,00 | 100,00                | 100,00 | 100,00          | 100,00 | 100,00            | 100,00 | 100,00         | 100,00 |

Fonte: IBGE (Contas Nacionais).  
Elaboração do autor.

**TABELA 8**  
**Setores institucionais: composição patrimonial**  
(% do total de ativos e passivos)

|                                 | 2004  |       | 2005  |       | 2006  |       | 2007  |       | 2008  |       | 2009  |       | Média 04-09 |       |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|
|                                 | A     | P     | A     | P     | A     | P     | A     | P     | A     | P     | A     | P     | A           | P     |
| <b>Empresas financeiras</b>     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |             |       |
| Ouro monetário e DES            | 0,04  | -     | 0,03  | -     | 0,03  | -     | 0,02  | -     | 0,03  | -     | 0,11  | -     | 0,0         | -     |
| Numerário e depósitos           | 8,48  | 26,8  | 8,6   | 27,3  | 8,9   | 27,0  | 10,6  | 27,9  | 8,7   | 26,0  | 8,8   | 27,1  | 9,0         | 27,0  |
| Títulos, exceto ações           | 37,03 | 9,1   | 36,2  | 9,9   | 35,8  | 10,5  | 33,8  | 10,1  | 35,0  | 14,0  | 33,5  | 12,0  | 35,2        | 10,9  |
| Empréstimos                     | 23,49 | 12,7  | 23,4  | 10,1  | 24,0  | 10,4  | 26,1  | 12,1  | 28,5  | 14,5  | 30,3  | 15,8  | 26,0        | 12,6  |
| Ações e outras participações    | 22,73 | 34,3  | 24,5  | 36,7  | 25,0  | 38,2  | 24,5  | 37,6  | 21,1  | 32,5  | 22,0  | 33,8  | 23,3        | 35,5  |
| Reservas técnicas de seguros    | 0,04  | 8,2   | 0,0   | 7,9   | 0,0   | 7,7   | 0,0   | 7,2   | 0,0   | 7,3   | 0,0   | 7,0   | 0,0         | 7,5   |
| Outros débitos/créditos         | 8,2   | 8,9   | 7,2   | 8,1   | 6,2   | 6,2   | 5,0   | 5,1   | 6,6   | 5,8   | 5,2   | 4,2   | 6,4         | 6,4   |
| Total                           | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 99,9  | 100,0 | 100,0       | 100,0 |
| <b>Administração pública</b>    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |             |       |
| Numerário e depósitos           | 20,9  | -     | 23,6  | -     | 24,1  | -     | 25,3  | -     | 25,1  | -     | 32,1  | -     | 25,2        | -     |
| Títulos, exceto ações           | 2,2   | 62,0  | 2,4   | 64,4  | 2,3   | 64,2  | 2,4   | 64,1  | 3,3   | 63,6  | 2,7   | 64,9  | 2,6         | 63,9  |
| Empréstimos                     | 25,2  | 26,2  | 23,3  | 24,2  | 22,5  | 22,9  | 21,0  | 20,3  | 24,1  | 20,2  | 24,7  | 17,5  | 23,5        | 21,9  |
| Ações e outras participações    | 12,0  | -     | 13,4  | -     | 15,6  | -     | 17,1  | -     | 15,2  | -     | 14,9  | -     | 14,7        | -     |
| Reservas técnicas de seguros    | 0,0   | -     | 0,0   | -     | 0,0   | -     | 0,0   | -     | 0,0   | -     | 0,0   | -     | 0,0         | -     |
| Outros débitos/créditos         | 39,6  | 11,8  | 37,3  | 11,4  | 35,6  | 12,9  | 34,3  | 15,6  | 32,3  | 16,2  | 25,6  | 17,7  | 34,1        | 14,3  |
| Total                           | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0       | 100,0 |
| <b>Empresas não financeiras</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |             |       |
| Numerário e depósitos           | 8,7   | -     | 8,9   | -     | 9,3   | -     | 9,6   | -     | 10,2  | -     | 9,2   | -     | 9,3         | -     |
| Títulos, exceto ações           | 4,2   | 3,2   | 4,2   | 2,6   | 4,0   | 2,5   | 3,2   | 2,1   | 6,3   | 3,0   | 5,0   | 2,7   | 4,5         | 2,7   |
| Empréstimos                     | 4,6   | 13,0  | 4,7   | 13,2  | 4,5   | 13,8  | 1,5   | 11,6  | 1,4   | 17,1  | 1,2   | 15,7  | 3,0         | 14,1  |
| Ações e outras participações    | 51,3  | 49,9  | 53,2  | 53,7  | 57,1  | 58,0  | 61,2  | 64,1  | 52,6  | 54,8  | 58,2  | 62,3  | 55,6        | 57,2  |
| Reservas técnicas de seguros    | 0,2   | -     | 0,2   | -     | 0,2   | -     | 0,2   | -     | 0,2   | -     | 0,2   | -     | 0,2         | -     |
| Outros débitos/créditos         | 30,9  | 33,8  | 28,8  | 30,4  | 24,9  | 25,7  | 24,2  | 22,2  | 29,2  | 25,1  | 26,2  | 19,3  | 27,4        | 26,1  |
| Total                           | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0       | 100,0 |
| <b>Famílias e ISFLSF</b>        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |             |       |
| Numerário e depósitos           | 16,7  | -     | 16,2  | -     | 16,9  | -     | 17,6  | -     | 19,9  | -     | 19,9  | -     | 17,9        | -     |
| Títulos, exceto ações           | 3,4   | -     | 4,2   | -     | 4,7   | -     | 4,4   | -     | 9,4   | -     | 8,3   | -     | 5,7         | -     |
| Empréstimos                     | 0,7   | 35,8  | 0,7   | 40,0  | 0,6   | 44,5  | 0,5   | 48,2  | 0,7   | 51,2  | 0,6   | 51,9  | 0,6         | 45,3  |
| Ações e outras participações    | 30,1  | -     | 33,2  | -     | 37,0  | -     | 38,8  | -     | 31,2  | -     | 33,6  | -     | 34,0        | -     |
| Reservas técnicas de seguros    | 22,9  | -     | 23,8  | -     | 25,2  | -     | 24,8  | -     | 27,6  | -     | 27,0  | -     | 25,2        | -     |

(Continua)

(Continuação)

|                              | 2004  |       | 2005  |       | 2006  |       | 2007  |       | 2008  |       | 2009  |       | Média 04-09 |       |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|
|                              | A     | P     | A     | P     | A     | P     | A     | P     | A     | P     | A     | P     | A           | P     |
| Outros débitos/créditos      | 26,1  | 64,2  | 21,9  | 60,0  | 15,6  | 55,5  | 13,9  | 51,8  | 11,1  | 48,8  | 10,6  | 48,1  | 16,5        | 54,7  |
| Total                        | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0       | 100,0 |
| Resto do mundo               |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |             |       |
| Ouro monetário e DES         | -0,1  | 0,0   | -0,1  | 0,0   | -0,1  | 0,0   | -0,1  | 0,0   | -0,1  | 0,0   | -0,5  | 0,0   | -0,2        | 0,0   |
| Numerário e depósitos        | 0,7   | 21,8  | 0,7   | 17,7  | 0,7   | 12,9  | 0,5   | 8,0   | 0,6   | 6,5   | 0,5   | 6,8   | 0,6         | 12,3  |
| Títulos, exceto ações        | 23,8  | 26,2  | 21,5  | 29,6  | 17,2  | 34,6  | 14,4  | 44,7  | 18,5  | 48,9  | 16,0  | 48,9  | 18,6        | 38,8  |
| Empréstimos                  | 20,7  | 0,5   | 12,9  | 0,5   | 12,1  | 0,5   | 9,7   | 7,0   | 14,9  | 3,2   | 9,4   | 3,5   | 13,3        | 2,5   |
| Ações e outras participações | 49,7  | 39,2  | 60,1  | 41,7  | 64,7  | 43,2  | 69,7  | 31,7  | 55,8  | 29,5  | 66,6  | 30,5  | 61,1        | 36,0  |
| Reservas técnicas de seguros | 0,1   | 0,0   | 0,1   | 0,0   | 0,1   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,1   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,1         | 0,0   |
| Outros débitos/créditos      | 5,3   | 12,4  | 4,8   | 10,6  | 5,3   | 8,8   | 5,7   | 8,5   | 10,2  | 11,9  | 8,1   | 10,3  | 6,6         | 10,4  |
| Total                        | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0       | 100,0 |

Fonte: IBGE (Contas Nacionais).  
Elaboração do autor.

É conveniente retornar agora à tabela 5. Esta mostra que, em todos os instrumentos financeiros (coluna 4), as posições intersetoriais superavam as intrassetoriais (o que não deixa de ratificar, uma vez mais, a abordagem setorial). Em três instrumentos, as posições intrassetoriais eram nulas (ouro monetário e direitos especiais de saque – DES; derivativos) ou próximas de zero (reservas técnicas de seguros). Porém, nos demais instrumentos (que, aliás, têm os maiores pesos na riqueza financeira), as posições intrassetoriais tinham importância significativa: eram 43,5% dos empréstimos; 38,8% das ações e outras participações; 30% das posições em numerário e depósitos; 27,1% dos outros débitos/créditos; 11,9% dos títulos.

Os dados de patrimônio não permitem o cálculo das posições intrassetoriais das famílias (não por inexistirem, mas por serem contraídas de modo informal). No caso do resto do mundo, as posições intrassetoriais são, por construção, iguais a zero. Como mostra a tabela 9, essas posições, em 2009, eram particularmente relevantes para as empresas não financeiras (54,9% dos ativos e 42,3% dos passivos) e para as empresas financeiras (48,9% e 47,4% respectivamente), tendo menor peso no caso da administração pública (23,6% e 19,4%).

TABELA 9  
Posições inter e intrassetoriais como razão da posição total (2009)  
(Em %)

|                | Não financeiras |              | Financeiras  |              | Administração pública |              |
|----------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|--------------|
|                | A               | P            | A            | P            | A                     | P            |
| Intersetorial  | 45,1            | 57,7         | 51,1         | 52,6         | 76,4                  | 80,6         |
| Intrassetorial | 54,9            | 42,3         | 48,9         | 47,4         | 23,6                  | 19,4         |
| <b>Total</b>   | <b>100,0</b>    | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b>          | <b>100,0</b> |

Fonte: IBGE (Contas Nacionais).  
Elaboração do autor.

Para compreender o significado das posições intrassetoriais, é necessário recorrer, uma vez mais, à comparação entre os valores consolidados da matriz de 2009 e os valores totais das contas de patrimônio.

A maior posição intrassetorial, em termos absolutos (R\$ 1,9 trilhão; tabela 5.A do anexo), era a detida pelas empresas não financeiras em ações e outras participações. Há pelo menos quatro outras formas de aquilatar a importância dessa posição, comparando-a com ativos e passivos *totais*, bem como com as posições ativa e passiva *no instrumento*.<sup>45</sup>

A comparação com os ativos totais é uma evidência das preferências dessas empresas no que concerne à escolha de ativos financeiros. A posição correspondia a 42,0% dos ativos financeiros do setor, superando de longe as participações dos outros itens de maior peso (após débitos/créditos, com 26,2%; ações e outras participações emitidas por empresas financeiras, com 12,0%; e numerário e depósitos, com 9,2%).

Em segundo lugar, ainda pelo lado do ativo, é possível destacar a predominância (72,2%) dessas posições – que representam injeções de capital – em relação às aplicações no mesmo instrumento em outros setores: 22,0% em empresas financeiras (e em seus fundos de investimento) e 5,8% no resto do mundo.

Em terceiro lugar, os dados mostram a importância dessas injeções de capital no passivo total do setor (32,4%). De fato, trata-se da fonte mais importante, seguida (se abstrairmos o obscuro instrumento outros débitos/créditos, com 19,3%) pelas injeções de capital provenientes do resto do mundo (16,2%) e pelos empréstimos (15,7%).

Em quarto lugar, a razão (51,9%) entre a posição e os passivos em ações e outros instrumentos deixa mais clara a dominância, no instrumento, das relações patrimoniais internas ao setor.

Outras posições intrassetoriais vultosas eram aquelas das empresas financeiras (tabela 6.A do anexo) em ações e participações (17,8% dos ativos e 17,3% dos passivos), em empréstimos (respectivamente, 13,3% e 12,9%), em numerário e depósitos (8,4% e 8,2%) e em títulos (7,1% e 6,9%).

---

45. Não custa lembrar que, em cada setor, ativos e passivos *financeiros* têm valores diferentes e que, enquanto o valor dos ativos inclui aplicações no resto do mundo, o valor dos passivos dos setores nacionais inclui a parcela de propriedade de não residentes.

No portfólio da administração pública (tabela 7.A do anexo), chamam a atenção, pela importância relativa, as posições intrassetoriais em empréstimos e em ações e participações (respectivamente, 17,7% do ativo e 14,9% do ativo).<sup>46</sup>

A incorporação das posições intrassetoriais não modifica a conclusão à qual se havia chegado, a partir da análise da tabela 7, acerca da importância das diferenças estruturais entre os setores institucionais. Na descrição das composições dos portfólios,<sup>47</sup> as maiores diferenças, no que diz respeito à composição do ativo e do passivo, dizem respeito ao setor das empresas financeiras, dada a presença de posições intrassetoriais importantes em todos os principais instrumentos.

## 5 OBSERVAÇÕES FINAIS

O principal propósito deste texto foi o de mostrar o potencial dos instrumentos analisados: as contas financeira e de patrimônio financeiro e a matriz de patrimônio financeiro.

Identificaram-se alguns fatos estilizados, com relação às interações financeiras, nos planos dos fluxos e dos estoques, entre os setores institucionais. Os números comentados são, certamente “fatos” – fatos estatísticos, construídos com base em opções metodológicas não triviais. Resta ver, invertendo a *boutade* de Solow, se são realmente estilizados: se, em outros termos, o pequeno número de anos até aqui disponível realmente pode ser tomado como um indício de estruturas e comportamentos mais permanentes.

Felizmente, as informações colhidas no IBGE e no Banco Central dão conta de que a divulgação das Contas Nacionais referência 2010, no início de 2015, incluirá os dados financeiros – mais desagregados – para os anos de 2010 a 2012. Além disso, o Banco Central passará a publicar a matriz com periodicidade trimestral.

Desagregação e tempestividade na publicação das contas, de um lado, e esforço analítico, de outro, são cruciais para avançar na compreensão da riqueza financeira no Brasil.

---

46. Em IBGE (2011, p. 15-16), encontra-se a explicação para a presença dos empréstimos nas posições ativas (e passivas) “corresponde às dívidas entre os níveis de governo e aos empréstimos de alguns fundos, como o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FGTS – e o Programa de Integração Social – PIS (...). Estão considerados também os empréstimos para capitalização de empresas públicas”.

47. Para uma análise mais detalhada das contas patrimoniais, ver IBGE (2011).

## REFERÊNCIAS

ARAÚJO, M. S. Matriz de fluxos de fundos: definição e harmonização das contas financeiras. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**, n. 4, nov. 2001.

BARBOSA-FILHO, N. *et al.* **Fiscal, foreign, and private net borrowing**: widely accepted theories don't closely fit the facts. New York: New School University, 2006. Mimeografado.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Demonstrações financeiras** – 31 de dezembro de 2009. Disponível em: <<https://goo.gl/PaVgoC>>.

BITTENCOURT, J. L. A base de investidores da dívida pública federal no Brasil. *In*: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Orgs.). **Livro dívida pública**: a experiência brasileira. Brasil: Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Relatório Mensal da Dívida Pública**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, dez. 2008.

CAGETTI, M. *et al.* The integrated macroeconomic accounts of the United States. *In*: JORGENSON, J.; LANDEFELD, S.; SCHREYER P. (Orgs.). **Measuring economic sustainability and progress**. University of Chicago Press. NBER Book Series Studies in Income and Wealth, 2014. No prelo. Disponível em: <<http://goo.gl/PVWiBs>>. Acesso em: 25 Nov. 2014.

CAPUTO SILVA, A.; OLIVEIRA, C. A.; LADEIRA, M. O. (Orgs.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional. 2009.

COPELAND, M. A. Tracing money flows through the United States economy. **The American Economic Review**, v. 37, n. 2, p. 31-49, Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association, May 1947.

\_\_\_\_\_. **A study of money flows in the United States**. Washington: NBER, 1952.

EPSTEIN, G. A. **Financialization and the World Economy**. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

EUROPEAN COMMISSION *et al.* **System of National Accounts 1993**. Brussels; Luxembourg; New York; Paris; Washington: 1993.

\_\_\_\_\_. **System of National Accounts 2008**. New York: 2009.

FED – FEDERAL RESERVE SYSTEM. Flow of funds in the United States: 1939-1953. 1955. Disponível em: <<http://goo.gl/2gZxFG>>. Acesso em: 25 Nov. 2014.

FEIJÓ, C. A. *et al.* **Contabilidade social** – a nova referência das Contas Nacionais do Brasil, 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

GODLEY, W. **Seven unsustainable processes**: medium-term prospects and policies for the United States and the World. Special Report. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute of Bard College, 1999.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Apresentação da nova série do Sistema de Contas Nacionais, referência 2000** (versão para informação e comentários). Rio de Janeiro: IBGE, [s.d]. Disponível em: <<http://goo.gl/VXahi3>>. Acesso em: 25 set. 2014.

\_\_\_\_\_. **Conta financeira e conta de patrimônio financeiro 2004-2009**. Rio de Janeiro: IBGE, 2011.

\_\_\_\_\_. **Implantação da Série do SCN - referência 2010** (versão para informação e comentários). 2013. Disponível em: <<http://goo.gl/kHZi7T>>. Acesso em: 25 set. 2014.

\_\_\_\_\_. **Conta financeira e conta de patrimônio financeiro** (versão para informação e comentários). Rio de Janeiro: IBGE, 2014. Disponível em: <<http://goo.gl/35tuv1>>. Acesso em: 25 set. 2014.

\_\_\_\_\_. **Estrutura do sistema de contas nacionais**. Rio de Janeiro: IBGE, 2015. Disponível em: <<http://goo.gl/PRH0Nx>>.

KEYNES, J. M. **How to pay for the war** – a radical plan for the chancellor of the exchequer. London: Macmillan, 1940.

LEQUILLER, F.; BLADES, D. **Understanding National Accounts**. Paris: OECD, 2006.

MACEDO E SILVA, A. C.; SANTOS, C. H. M. Peering over the edge of the short period? The Keynesian roots of stock-flow consistent macroeconomic models. **Cambridge Journal of Economics**, v. 35, p. 105-124, 2009.

MASSARO, R. Financial accounts in historical perspective. **Studi e Note di Economia**, ano XVI, n. 1, p. 105-114, 2011.

MEADE, J.; STONE, R. The construction of tables of national income, expenditure, savings and investment. **Economic Journal**, v. LI, p. 216-233, Jun./Sep. 1941.

MINSKY, H. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven; London: Yale University Press, 1986.

NUNES, E. P. **Sistemas de contas nacionais: a gênese das contas nacionais modernas e a evolução das contas nacionais no Brasil**. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia da Unicamp, Universidade de Campinas, Campinas, mimeo, 1998.

RITTER, L. S. An exposition of the structure of the flow-of-funds accounts. **The Journal of Finance**, v. 18, n. 2, May 1963, p. 219-230.

SANTOS, C. H. M. Keynesian theorising during hard times: stock-flow consistent models as an unexplored 'frontier' of Keynesian macroeconomics. **Cambridge Journal of Economics**, v. 30, n. 4, p. 541-65. 2006.

SANTOS, C. H. M. *et al.* **Revisitando a dinâmica trimestral do investimento no Brasil: 1996-2012.** Brasília: Ipea, 2014. Mimeografado.

SHRESTHA, M.; MINK, R. **An integrated framework for financial flows and positions on a from-whom-to-whom basis.** *In:* IMF-OECD CONFERENCE ON STRENGTHENING SECTORAL POSITION AND FLOW DATA IN THE MACROECONOMIC ACCOUNTS, 2011. (Working Paper).

STONE, R. **Measurement of national income and the construction of social accounts.** Geneva: United Nations, 1947. Disponível em: <<http://goo.gl/hLe2EN>>.

UN – UNITED NATIONS. A system of national accounts and supporting tables. **Studies in Methods**, série F, n. 2, rev. 1, Nova York, 1953.

\_\_\_\_\_. **A system of national accounts.** New York: UN, 1968.

WASSHAUSEN, D. **Sectoral balance sheets for nonfinancial assets.** *In:* CONFERENCE ON STRENGTHENING SECTORAL POSITION AND FLOW DATA IN THE MACROECONOMIC ACCOUNTS, jointly organized by the IMF and OECD Washington, Feb. 28 – Mar. 2, 2011. Disponível em: <<http://goo.gl/oBdnmx>>. Acesso em: 25 Sept. 2014

YAMASHITA, T. A guide to the integrated macroeconomic accounts. **Survey of Current Business**, v. 93, n. 4, April 2013, p. 12-27.

## ANEXO

TABELA 1.A

## Total da economia (não consolidada) – composição do patrimônio financeiro

(Em R\$ bilhões correntes)

|  | 2004    |         | 2005     |          | 2006     |          | 2007     |          | 2008     |          | 2009     |          |
|--|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|  | A       | P       | A        | P        | A        | P        | A        | P        | A        | P        | A        | P        |
| Ouro monetário e DES                           | 1,3     | -       | 1,4      | -        | 1,5      | -        | 1,6      | -        | 2,2      | -        | 9,9      | -        |
| Numerário e depósitos                          | 1.120,8 | 1.044,0 | 1.337,8  | 1.276,9  | 1.563,6  | 1.507,6  | 1.993,7  | 1.949,4  | 2.036,1  | 1.984,6  | 2.500,3  | 2.454,2  |
| Títulos, exceto ações                          | 1.515,4 | 1.694,9 | 1.790,9  | 1.919,5  | 2.122,7  | 2.171,6  | 2.492,0  | 2.429,0  | 3.193,9  | 3.028,6  | 3.427,9  | 3.329,2  |
| Públicos                                       | 0,0     | 1.228,1 | 0,0      | 1.354,4  | 0,0      | 1.473,7  | 0,0      | 1.610,6  | 0,0      | 1.811,4  | 0,0      | 2.083,5  |
| Outros   | 0,0     | 466,8   | 0,0      | 565,1    | 0,0      | 697,9    | 0,0      | 818,4    | 0,0      | 1.217,2  | 0,0      | 1.245,7  |
| Empréstimos                                    | 1.423,5 | 1.666,3 | 1.612,4  | 1.757,3  | 1.887,1  | 2.041,5  | 2.264,7  | 2.375,5  | 2.827,8  | 3.038,7  | 3.370,9  | 3.517,3  |
| Ações e outras participações                   | 2.666,1 | 3.101,9 | 3.328,2  | 3.847,3  | 4.154,3  | 4.776,1  | 5.160,6  | 6.085,6  | 4.577,5  | 5.198,1  | 5.742,5  | 6.739,7  |
| Reservas técnicas de seguros                   | 319,5   | 320,2   | 366,5    | 367,2    | 427,5    | 428,4    | 498,6    | 499,4    | 556,6    | 557,5    | 636,6    | 637,3    |
| Outros débitos/créditos                        | 2.110,9 | 2.125,2 | 2.189,4  | 2.202,9  | 2.168,5  | 2.192,4  | 2.331,7  | 2.367,9  | 2.580,7  | 2.633,0  | 2.574,9  | 2.642,9  |
| Total dos instrumentos                         | 9.157,4 | 9.952,5 | 10.626,5 | 11.371,1 | 12.325,2 | 13.117,5 | 14.742,8 | 15.706,9 | 15.774,9 | 16.440,5 | 18.263,1 | 19.320,6 |
| Memo: dívida pública em poder do Banco Central |         | 302,9   |          | 279,7    |          | 297,2    |          | 359,0    |          | 494,3    |          | 637,8    |

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE (Contas Nacionais).  
Elaboração do autor.

TABELA 2.A

## Total da economia (não consolidada) – composição do patrimônio financeiro

(Em %)

|  | 2004 |      | 2005 |      | 2006 |      | 2007 |      | 2008 |      | 2009 |      | Média |      |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|
|  | A    | P    | A    | P    | A    | P    | A    | P    | A    | P    | A    | P    | A     | P    |
| Ouro monetário e DES   | 0,01 | -    | 0,01 | -    | 0,01 | -    | 0,01 | -    | 0,01 | -    | 0,05 | -    | 0,02  | -    |
| Numerário e depósitos  | 12,2 | 10,5 | 12,6 | 11,2 | 12,7 | 11,5 | 13,5 | 12,4 | 12,9 | 12,1 | 13,7 | 12,7 | 12,94 | 11,7 |
| Títulos, exceto ações  | 16,5 | 17,0 | 16,9 | 16,9 | 17,2 | 16,6 | 16,9 | 15,5 | 20,2 | 18,4 | 18,8 | 17,2 | 17,76 | 16,9 |
| Públicos   | nd   | 12,3 | Nd   | 11,9 | nd   | 11,2 | nd   | 10,3 | nd   | 11,0 | nd   | 10,8 | -     | 11,3 |
| Outros   | nd   | 4,7  | Nd   | 5,0  | nd   | 5,3  | nd   | 5,2  | nd   | 7,4  | nd   | 6,4  | -     | 5,7  |
| Empréstimos  | 15,5 | 16,7 | 15,2 | 15,5 | 15,3 | 15,6 | 15,4 | 15,1 | 17,9 | 18,5 | 18,5 | 18,2 | 16,30 | 16,6 |
| Ações e outras participações                                   | 29,1 | 31,2 | 31,3 | 33,8 | 33,7 | 36,4 | 35,0 | 38,7 | 29,0 | 31,6 | 31,4 | 34,9 | 31,60 | 34,4 |
| Reservas técnicas de seguros                                   | 3,5  | 3,2  | 3,4  | 3,2  | 3,5  | 3,3  | 3,4  | 3,2  | 3,5  | 3,4  | 3,5  | 3,3  | 3,47  | 3,3  |
| Outros débitos/créditos  | 23,1 | 21,4 | 20,6 | 19,4 | 17,6 | 16,7 | 15,8 | 15,1 | 16,4 | 16,0 | 14,1 | 13,7 | 17,92 | 17,0 |
| Total dos instrumentos   | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 1000  | 100  |
| Memo   |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |      |
| Títulos públicos/títulos (%)                                   |      | 72,5 |      | 70,6 |      | 67,9 |      | 66,3 |      | 59,8 |      | 62,6 |       | 66,6 |
| Dívida pública em poder do Banco Central (% dos passivos)      |      | 3,0  |      | 2,5  |      | 2,3  |      | 2,3  |      | 3,0  |      | 3,3  |       | 2,7  |
| Dívida pública em poder do Banco Central (% da dívida pública) |      | 24,7 |      | 20,6 |      | 20,2 |      | 22,3 |      | 27,3 |      | 30,6 |       | 24,3 |
| Razão instrumentos/PIB   | 4,7  | 5,1  | 4,9  | 5,3  | 5,2  | 5,5  | 5,5  | 5,9  | 5,2  | 5,4  | 5,6  | 6,0  | 5,2   | 5,5  |

Fonte: IBGE (Contas Nacionais) e Banco Central (*Política fiscal – nota para a imprensa*) para a dívida pública em poder do Banco Central.  
Elaboração do autor.

TABELA 3.A

**Total da economia (não consolidada): composição da emissão líquida de passivos**

(Em %)

|   | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|------|------|------|------|------|
| Numerário e depósitos                             | 19,8 | 20,3 | 27,0 | 1,8  | 26,2 |
| Numerário   | 0,7  | 1,4  | 1,0  | 0,7  | 0,9  |
| Depósito transferível                             | 5,3  | 3,6  | 6,0  | -2,6 | 9,5  |
| Outros depósitos                                  | 13,8 | 15,3 | 20,0 | 3,6  | 15,9 |
| Títulos, exceto ações                             | 23,5 | 20,8 | 16,0 | 29,3 | 17,5 |
| Curto prazo                                       | 5,1  | 0,6  | -2,8 | 2,7  | 2,9  |
| Longo prazo                                       | 17,8 | 19,9 | 17,9 | 24,0 | 16,3 |
| Derivativos financeiros                           | 0,6  | 0,3  | 0,8  | 2,7  | -1,6 |
| Empréstimos                                       | 10,6 | 25,7 | 22,0 | 33,9 | 30,4 |
| Curto prazo                                       | 9,9  | 11,1 | 26,5 | 7,6  | 16,1 |
| Longo prazo                                       | 0,7  | 14,7 | -4,6 | 26,3 | 14,3 |
| Ações e outras participações                      | 34,4 | 27,6 | 18,7 | 20,1 | 18,6 |
| Ações cotadas                                     | 1,8  | 3,2  | 1,8  | 2,5  | 1,9  |
| Ações não cotadas e outras participações          | 13,8 | 8,1  | 6,6  | 17,2 | 7,0  |
| Participações em fundos de investimento           | 18,7 | 16,3 | 10,3 | 0,3  | 9,7  |
| Reservas técnicas de seguros                      | 3,3  | 4,1  | 3,2  | 3,2  | 3,2  |
| Reservas de seguros de vida e de fundos de pensão | 2,9  | 3,7  | 2,9  | 2,9  | 2,9  |
| Reservas para prêmios e sinistros                 | 0,4  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 0,4  |
| Outros débitos/créditos                           | 8,4  | 1,5  | 13,1 | 11,8 | 4,1  |
| Créditos comerciais e adiantamentos               | 3,1  | 6,6  | 6,8  | 5,4  | 3,1  |
| Outros  | 5,4  | -5,1 | 6,3  | 6,4  | 1,0  |

Fonte: IBGE (Contas Nacionais).  
Elaboração do autor.

TABELA 4.A

**Setores institucionais: estrutura patrimonial**

(Em R\$ milhões correntes)

|                                 | 2004      |            | 2005      |            | 2006      |            | 2007      |            | 2008      |            | 2009      |            |
|---------------------------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|
|                                 | Ativo     | Passivo    |
| <i>Empresas não financeiras</i> |           |            |           |            |           |            |           |            |           |            |           |            |
| <b>Total dos instrumentos</b>   | 2.377.768 | 3.536.057  | 2.824.646 | 3.974.336  | 3.347.136 | 4.560.828  | 3.915.178 | 5.390.525  | 3.760.455 | 4.961.657  | 4.549.030 | 5.909.573  |
| <i>Saldos (AF- P)</i>           |           | -1.158.289 |           | -1.149.690 |           | -1.213.692 |           | -1.475.347 |           | -1.201.202 |           | -1.360.543 |
| Numerário e depósitos           | 206.243   | 0          | 251.974   | 0          | 309.693   | 0          | 376.525   | 0          | 384.980   | 0          | 419.489   | 0          |
| Títulos, exceto ações           | 100.487   | 112.963    | 119.637   | 102.919    | 134.891   | 112.895    | 126.394   | 112.245    | 237.056   | 150.171    | 225.844   | 158.420    |
| Empréstimos                     | 110.422   | 461.218    | 131.772   | 525.944    | 150.822   | 631.532    | 60.497    | 623.058    | 52.801    | 847.763    | 52.543    | 926.026    |
| Ações e outras participações    | 1.220.302 | 1.765.791  | 1.502.395 | 2.135.830  | 1.911.030 | 2.646.442  | 2.396.197 | 3.458.017  | 1.979.847 | 2.717.848  | 2.646.984 | 3.682.728  |
| Reservas técnicas de seguros    | 4.932     | 0          | 5.962     | 0          | 6.797     | 0          | 7.766     | 0          | 8.941     | 0          | 10.150    | 0          |
| Outros débitos/créditos         | 735.382   | 1.196.085  | 812.906   | 1.209.642  | 833.903   | 1.169.959  | 947.800   | 1.197.205  | 1.096.830 | 1.245.875  | 1.194.021 | 1.142.399  |
| <i>Empresas financeiras</i>     |           |            |           |            |           |            |           |            |           |            |           |            |
| <b>Total dos instrumentos</b>   | 3.583.710 | 3.895.444  | 4.311.841 | 4.668.718  | 5.206.426 | 5.578.214  | 6.575.071 | 6.983.161  | 7.693.613 | 7.641.214  | 8.758.842 | 9.050.316  |
| <i>Saldos (AF- P)</i>           | 0         | -311.734   | 0         | -356.877   | 0         | -371.788   | 0         | -408.090   | 0         | 52.400     | 0         | -291.474   |
| Ouro monetário e DES            | 1.266     | 0          | 1.364     | 0          | 1.477     | 0          | 1.599     | 0          | 2.199     | 0          | 9.896     | 0          |
| Numerário e depósitos           | 304.063   | 1.043.951  | 372.520   | 1.276.854  | 465.937   | 1.507.587  | 694.563   | 1.949.449  | 668.714   | 1.984.630  | 773.401   | 2.454.240  |
| Títulos, exceto ações           | 1.326.974 | 353.833    | 1.560.859 | 462.168    | 1.861.593 | 584.957    | 2.223.775 | 706.172    | 2.693.088 | 1.067.019  | 2.937.359 | 1.087.262  |
| Empréstimos                     | 841.937   | 492.879    | 1.008.614 | 472.086    | 1.250.449 | 580.645    | 1.714.618 | 846.081    | 2.195.723 | 1.109.865  | 2.652.446 | 1.433.464  |
| Ações e outras participações    | 814.491   | 1.336.120  | 1.058.454 | 1.711.510  | 1.300.690 | 2.129.620  | 1.611.420 | 2.627.549  | 1.625.159 | 2.480.253  | 1.924.842 | 3.056.933  |

(Continua)

(Continuação)

|                               | 2004      |           | 2005      |           | 2006      |           | 2007      |           | 2008      |           | 2009      |           |
|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                               | Ativo     | Passivo   |
| Reservas técnicas de seguros  | 1.481     | 320.214   | 1.640     | 367.179   | 2.196     | 428.366   | 2.358     | 499.388   | 2.834     | 557.529   | 2.958     | 637.350   |
| Outros débitos/créditos       | 293.497   | 348.447   | 308.389   | 378.920   | 324.083   | 347.038   | 326.737   | 354.522   | 505.897   | 441.918   | 457.940   | 381.068   |
| <i>Administração pública</i>  |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| <b>Total dos instrumentos</b> | 1.828.920 | 1.980.442 | 1.981.028 | 2.103.258 | 2.113.076 | 2.294.311 | 2.285.409 | 2.514.400 | 2.345.987 | 2.850.115 | 2.644.611 | 3.212.520 |
| <i>Saldos (AF- P)</i>         | 0         | -151.522  | 0         | -122.231  | 0         | -181.235  | 0         | -228.990  | 0         | -504.129  | 0         | -567.910  |
| Numerário e depósitos         | 381.815   | 0         | 468.331   | 0         | 508.466   | 0         | 577.239   | 0         | 589.174   | 0         | 847.761   | 0         |
| Titulos, exceto ações         | 40.952    | 1.228.089 | 46.864    | 1.354.435 | 49.003    | 1.473.729 | 55.751    | 1.610.597 | 77.214    | 1.811.407 | 72.176    | 2.083.490 |
| Empréstimos                   | 461.639   | 518.530   | 461.982   | 509.666   | 475.311   | 524.735   | 479.045   | 511.480   | 565.569   | 575.770   | 652.978   | 561.422   |
| Ações e outras participações  | 219.413   | 0         | 265.632   | 0         | 328.748   | 0         | 389.841   | 0         | 355.756   | 0         | 393.492   | 0         |
| Reservas técnicas de seguros  | 142       | 0         | 172       | 0         | 196       | 0         | 224       | 0         | 258       | 0         | 292       | 0         |
| Outros débitos/créditos       | 724.958   | 233.824   | 738.048   | 239.157   | 751.352   | 295.847   | 783.310   | 392.322   | 758.015   | 462.939   | 677.911   | 567.609   |
| <i>Famílias e ISFLSF</i>      |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| <b>Total dos instrumentos</b> | 1.367.009 | 540.543   | 1.509.005 | 624.785   | 1.658.568 | 684.147   | 1.967.156 | 818.788   | 1.974.887 | 987.557   | 2.310.638 | 1.148.176 |
| <i>Saldos (AF- P)</i>         | 0         | 826.466   | 0         | 884.221   | 0         | 974.421   | 0         | 1.148.367 | 0         | 987.330   | 0         | 1.162.463 |
| Numerário e depósitos         | 228.661   | 0         | 244.935   | 0         | 279.529   | 0         | 345.326   | 0         | 393.236   | 0         | 459.699   | 0         |
| Titulos, exceto ações         | 46.959    | 0         | 63.536    | 0         | 77.207    | 0         | 86.111    | 0         | 186.579   | 0         | 192.536   | 0         |
| Empréstimos                   | 9.514     | 193.655   | 10.004    | 249.627   | 10.552    | 304.596   | 10.537    | 394.890   | 13.753    | 505.328   | 12.942    | 596.345   |
| Ações e outras participações  | 411.859   | 0         | 501.726   | 0         | 613.804   | 0         | 763.093   | 0         | 616.752   | 0         | 777.222   | 0         |
| Reservas técnicas de seguros  | 312.953   | 0         | 358.734   | 0         | 418.359   | 0         | 488.274   | 0         | 544.593   | 0         | 623.211   | 0         |
| Outros débitos/créditos       | 357.063   | 346.889   | 330.071   | 375.158   | 259.117   | 379.551   | 273.815   | 423.899   | 219.974   | 482.229   | 245.027   | 551.831   |
| <i>Resto do mundo</i>         |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| <b>Total dos instrumentos</b> | 1.183.494 | 388.415   | 1.133.776 | 389.198   | 1.298.422 | 506.128   | 1.628.887 | 664.828   | 1.614.107 | 948.506   | 1.870.279 | 812.815   |
| <i>Saldos (AF- P)</i>         | 0         | 795.079   | 0         | 744.577   | 0         | 792.293   | 0         | 964.060   | 0         | 665.601   | 0         | 812.815   |
| Ouro monetário e DES          | -1.266    | 0         | -1.364    | 0         | -1.477    | 0         | -1.599    | 0         | -2.199    | 0         | -9.896    | 0         |
| Numerário e depósitos         | 7.824     | 84.655    | 7.858     | 68.764    | 9.415     | 65.452    | 8.847     | 53.050    | 9.823     | 61.298    | 9.060     | 55.170    |
| Titulos, exceto ações         | 281.205   | 101.693   | 243.889   | 115.261   | 223.808   | 174.921   | 234.467   | 297.484   | 298.237   | 463.578   | 298.572   | 397.314   |
| Empréstimos                   | 244.521   | 1.752     | 146.806   | 1.854     | 157.042   | 2.669     | 157.616   | 46.806    | 241.215   | 30.335    | 175.061   | 28.714    |
| Ações e outras participações  | 588.038   | 152.192   | 681.367   | 162.234   | 840.416   | 218.627   | 1.135.865 | 210.850   | 900.681   | 280.094   | 1.244.980 | 247.858   |
| Reservas técnicas de seguros  | 706       | 0         | 671       | 0         | 817       | 0         | 766       | 0         | 904       | 0         | 738       | 0         |
| Outros débitos/créditos       | 62.465    | 48.122    | 54.549    | 41.085    | 68.400    | 44.459    | 92.925    | 56.638    | 165.444   | 113.201   | 151.765   | 83.758    |

Fonte: IBGE (Contas Nacionais).  
Elaboração do autor.

**TABELA 5.A**  
**Empresas não financeiras – ativos e passivos financeiros (2009)**  
(Em R\$ milhões correntes, % do ativo e passivo totais e não consolidados e % do valor total de cada instrumento)

|                                     | R\$ correntes |         | % de A e P totais |       | % do instrumento |       |
|-------------------------------------|---------------|---------|-------------------|-------|------------------|-------|
|                                     | A             | P       | A (%)             | P (%) | A                | P     |
| <i>Empresas não financeiras</i>     |               |         |                   |       |                  |       |
| Numerário e depósitos               | 419.489       | -       | 9,2               | -     | 100,0            | -     |
| Titulos, exceto ações               | 225.844       | 158.420 | 5,0               | 2,7   | 100,0            | 100,0 |
| Outros setores                      | 219.886       | 152.934 | 4,8               | 2,6   | 97,4             | 96,5  |
| Financeiras                         | 204.876       | 113.236 | 4,5               | 1,9   | 90,7             | 71,5  |
| Administração pública               | 13.581        | 170     | 0,3               | -     | 6,0              | 0,1   |
| Famílias                            | -             | 968     | -                 | -     | 0,0              | 0,6   |
| Resto do mundo                      | 1.429         | 38.560  | -                 | 0,7   | 0,6              | 24,3  |
| <i>Derivativos – resto do mundo</i> | 471           | -       | -                 | 0,0   | 0,2              | 0,0   |

(Continua)

(Continuação)

|                                     | R\$ correntes |           | % de A e P totais |       | % do instrumento |       |
|-------------------------------------|---------------|-----------|-------------------|-------|------------------|-------|
|                                     | A             | P         | A (%)             | P (%) | A                | P     |
| Intrasetorial                       | 5.487         | 5.487     | 0,1               | 0,1   | 2,4              | 3,5   |
| <i>Empréstimos</i>                  | 52.543        | 926.026   | 1,2               | 15,7  | 100,0            | 100,0 |
| Outros setores                      | 40.536        | 914.019   | 0,9               | 15,5  | 77,1             | 98,7  |
| Finanças                            | 11.031        | 841.565   | 0,2               | 14,2  | 21,0             | 90,9  |
| Administração pública               | -             | -         | -                 | -     | -                | -     |
| Famílias                            | 29.057        | 12.007    | 0,6               | 0,2   | 55,3             | 1,3   |
| Resto do mundo                      | 448           | 60.447    | -                 | 1,0   | 0,9              | 6,5   |
| Intrasetorial                       | 12.007        | 12.007    | 0,3               | 0,2   | 22,9             | 1,3   |
| <i>Ações e outras participações</i> | 2.646.984     | 3.682.728 | 58,2              | 62,3  | 100,0            | 100,0 |
| Outros setores                      | 735.215       | 1.770.959 | 16,2              | 30,0  | 27,8             | 48,1  |
| Finanças                            | 582.817       | 323.840   | 12,8              | 5,5   | 22,0             | 8,8   |
| Administração pública               | -             | 274.467   | -                 | 4,6   | -                | 7,5   |
| Famílias                            | -             | 213.081   | -                 | 3,6   | -                | 5,8   |
| Resto do mundo                      | 152.398       | 959.571   | 3,4               | 16,2  | 5,8              | 26,1  |
| Intrasetorial                       | 1.911.769     | 1.911.769 | 42,0              | 32,4  | 72,2             | 51,9  |
| <i>Reservas técnicas de seguros</i> | 10.150        | -         | 0,2               | -     | 100,0            | -     |
| <i>Outros débitos/créditos</i>      | 1.194.021     | 1.142.399 | 26,2              | 19,3  | 100,0            | 100,0 |
| Outros setores                      | 624.969       | 573.347   | 13,7              | 9,7   | 52,3             | 50,2  |
| Finanças                            | 46.845        | 83.212    | 1,0               | 1,4   | 3,9              | 7,3   |
| Administração pública               | 246.240       | 268.720   | 5,4               | 4,5   | 20,6             | 23,5  |
| Famílias                            | 249.601       | 91.286    | 5,5               | 1,5   | 20,9             | 8,0   |
| Resto do mundo                      | 82.283        | 130.128   | 1,8               | 2,2   | 6,9              | 11,4  |
| Intrasetorial                       | 569.052       | 569.052   | 12,5              | 9,6   | 47,7             | 49,8  |
| <b>Total</b>                        |               |           |                   |       |                  |       |
| Não consolidado                     | 4.549.030     | 5.909.573 | 100,0             | 100,0 |                  |       |
| Consolidado                         | 2.050.715     | 3.411.258 | 45,1              | 57,7  |                  |       |
| Intrasetorial                       | 2.498.315     | 2.498.315 | 54,9              | 42,3  |                  |       |

Fonte: IBGE.  
Elaboração do autor.

TABELA 6.A

**Empresas financeiras – ativos e passivos financeiros (2009)**

(Em R\$ milhões correntes e % do ativo e passivo totais e não consolidados)

|                              | R\$ correntes |           | % de A e P totais |      | % do instrumento |       |
|------------------------------|---------------|-----------|-------------------|------|------------------|-------|
|                              | A             | P         | A                 | P    | A                | P     |
| <i>Empresas Financeiras</i>  |               |           |                   |      |                  |       |
| Ouro monetário e DES         | 9.896         | 0         | 0,1               | -    | 100,0            | -     |
| Numerário e depósitos        | 773.401       | 2.454.240 | 8,8               | 27,1 | 100,0            | 100,0 |
| Outros setores               | 34.221        | 1.715.060 | 0,4               | 19,0 | 4,4              | 69,9  |
| Administração pública        |               | 847.747   |                   | 9,4  |                  | 34,5  |
| Empresas não financeiras     |               | 407.211   |                   | 4,5  |                  | 16,6  |
| Famílias                     |               | 451.041   |                   | 5,0  |                  | 18,4  |
| Resto do mundo               | 34.221        | 9.060     | 0,4               | 0,1  | 4,4              | 0,4   |
| Intrasetorial                | 739.180       | 739.180   | 8,4               | 8,2  | 95,6             | 30,1  |
| <i>Títulos, exceto ações</i> | 2.937.359     | 1.087.262 | 33,5              | 12,0 | 100,0            | 100,0 |
| Outros setores               | 2.316.054     | 460.079   | 26,4              | 5,1  | 78,8             | 42,3  |
| Administração pública        | 1.808.582     |           | 20,6              |      | 61,6             |       |

(Continua)

(Continuação)

|                                     | R\$ correntes |           | % de A e P totais |       | % do instrumento |       |
|-------------------------------------|---------------|-----------|-------------------|-------|------------------|-------|
|                                     | A             | P         | A                 | P     | A                | P     |
| Empresas não financeiras            | 113.236       | 204.876   | 1,3               | 2,3   | 3,9              | 18,8  |
| Famílias                            |               | 183.728   |                   | 2,0   |                  | 16,9  |
| Resto do mundo                      | 394.236       | 71.475    | 4,5               | 0,8   | 13,4             | 6,6   |
| Derivativos – resto do mundo        | 63            | 5.941     | 0,0               | 0,1   | 0,0              | 0,5   |
| Intrasetorial                       | 621.242       | 621.242   | 7,1               | 6,9   | 21,1             | 57,1  |
| <i>Empréstimos</i>                  | 2.652.446     | 1.433.464 | 30,3              | 15,8  | 100,0            | 100,0 |
| Outros setores                      | 1.489.096     | 270.114   | 17,0              | 3,0   | 56,1             | 18,8  |
| Administração pública               | 57.743        | 181.504   | 0,7               | 2,0   | 2,2              | 12,7  |
| Empresas não financeiras            | 841.565       | 11.031    | 9,6               | 0,1   | 31,7             | 0,8   |
| Famílias                            | 566.408       |           | 6,5               |       | 21,4             |       |
| Resto do mundo                      | 23.381        | 77.579    | 0,3               | 0,9   | 0,9              | 5,4   |
| Intrasetorial                       | 1.163.350     | 1.163.350 | 13,3              | 12,9  | 43,9             | 81,2  |
| <i>Ações e outras participações</i> | 1.924.842     | 3.056.933 | 22,0              | 33,8  | 100,0            | 100,0 |
| Outros setores                      | 362.641       | 1.494.733 | 4,1               | 16,5  | 18,8             | 48,9  |
| Administração pública               | 0             | 116.714   | 0,0               | 1,3   | 0,0              | 3,8   |
| Empresas não financeiras            | 323.840       | 582.817   | 3,7               | 6,4   | 16,8             | 19,1  |
| Famílias                            | 0             | 509.793   | 0,0               | 5,6   | 0,0              | 16,7  |
| Resto do mundo                      | 38.802        | 285.409   | 0,4               | 3,2   | 2,0              | 9,3   |
| Intrasetorial                       | 1.562.200     | 1.562.200 | 17,8              | 17,3  | 81,2             | 51,1  |
| <i>Reservas técnicas de seguros</i> | 2.958         | 637.350   | 0,03              | 7,0   | 100,0            | 100,0 |
| Outros setores                      |               | 634.392   |                   | 7,0   |                  | 99,5  |
| Administração pública               |               | 292       |                   | 0,003 |                  | 0,0   |
| Empresas não financeiras            |               | 10.150    |                   | 0,1   |                  | 1,6   |
| Famílias                            |               | 623.211   |                   | 6,9   |                  | 97,8  |
| Resto do mundo                      |               | 738       |                   | 0,0   |                  | 0,1   |
| Intrasetorial                       | 2.958         | 2.958     | 0,03              | 0,03  | 100,0            | 0,5   |
| <i>Outros débitos/créditos</i>      | 457.940       | 381.068   | 5,2               | 4,2   | 100,0            | 100,0 |
| Outros setores                      | 260.861       | 183.989   | 3,0               | 2,0   | 57,0             | 48,3  |
| Administração pública               | 130.985       | 68.064    | 1,5               | 0,8   | 28,6             | 17,9  |
| Empresas não financeiras            | 83.212        | 46.845    | 1,0               | 0,5   | 18,2             | 12,3  |
| Famílias                            | 45.189        | 47.710    | 0,5               | 0,5   | 9,9              | 12,5  |
| Resto do mundo                      | 1.475         | 21.370    | 0,0               | 0,2   | 0,3              | 5,6   |
| Intrasetorial                       | 197.079       | 197.079   | 2,3               | 2,2   | 43,0             | 51,7  |
| <b>Total</b>                        |               |           |                   |       |                  |       |
| <i>Não consolidado</i>              | 8.758.842     | 9.050.316 | 100,0             | 100,0 |                  |       |
| <i>Consolidado</i>                  | 4.472.770     | 4.758.366 | 51,1              | 52,6  |                  |       |
| <i>Intrasetorial</i>                | 4.286.073     | 4.291.950 | 48,9              | 47,4  |                  |       |

Fonte: IBGE.  
Elaboração do autor.

**TABELA 7.A**  
**Famílias e ISFLSF – ativos e passivos financeiros (2009)**  
(Em R\$ milhões correntes e % do ativo e passivo totais e não consolidados)

|                                     | R\$ correntes |           | % de A e P totais |       | % do instrumento |       |
|-------------------------------------|---------------|-----------|-------------------|-------|------------------|-------|
|                                     | A             | P         | A                 | P     | A                | P     |
| <i>Numerário e depósitos</i>        | 459.699       | -         | 19,9              | -     | 100,0            | -     |
| <i>Títulos, exceto ações</i>        | 192.536       | -         | 8,3               | -     | 100,0            | -     |
| Outros setores                      | 192.328       | -         | 8,3               | -     | 99,9             | -     |
| Financeiras                         | 183.728       | -         | 8,0               | -     | 95,4             | -     |
| Administração pública               | 6.725         | -         | 0,3               | -     | 3,5              | -     |
| Empresas não financeiras            | 968           | -         | 0,0               | -     | 0,5              | -     |
| Resto do mundo                      | 907           | -         | 0,0               | -     | 0,5              | -     |
| Derivativos – resto do mundo        | 207           | -         | 0,0               | -     | 0,1              | -     |
| Intrasetorial                       | 8.600         | -         | 0,4               | -     | 4,5              | -     |
| <i>Empréstimos</i>                  | 12.942        | 596.345   | 0,6               | 51,9  | 100,0            | 100,0 |
| Outros setores                      | 12.942        | 596.345   | 0,6               | 51,9  | 100,0            | 100,0 |
| Financeiras                         | -             | 566.408   | -                 | 49,3  | -                | 95,0  |
| Administração pública               | -             | 50        | -                 | 0,0   | -                | 0,0   |
| Empresas não financeiras            | 12.007        | 29.057    | 0,5               | 2,5   | 92,8             | 4,9   |
| Resto do mundo                      | 935           | 830       | 0,0               | 0,1   | 7,2              | 0,1   |
| Intrasetorial                       | -             | -         | -                 | -     | -                | -     |
| <i>Ações e outras participações</i> | 777.222       | -         | 33,6              | -     | 100,0            | -     |
| Outros setores                      | 777.222       | -         | 33,6              | -     | 100,0            | -     |
| Financeiras                         | 509.793       | -         | 22,1              | -     | 65,6             | -     |
| Administração pública               | -             | -         | -                 | -     | -                | -     |
| Empresas não financeiras            | 213.081       | -         | 9,2               | -     | 27,4             | -     |
| Resto do mundo                      | 54.348        | -         | 2,4               | -     | 7,0              | -     |
| intrasetorial                       | -             | -         | -                 | -     | -                | -     |
| <i>Reservas técnicas de seguros</i> | 623.211       | -         | 27,0              | -     | 100,0            | -     |
| Outros setores                      | 623.211       | -         | 27,0              | -     | 100,0            | -     |
| Financeiras                         | 623.211       | -         | 27,0              | -     | 100,0            | -     |
| Intrasetorial                       | -             | -         | -                 | -     | -                | -     |
| <i>Outros débitos/créditos</i>      | 245.027       | 551.831   | 10,6              | 48,1  | 100,0            | 100,0 |
| Outros setores                      | 245.027       | 551.831   | 10,6              | 48,1  | 100,0            | 100,0 |
| Financeiras                         | 47.710        | 45.189    | 2,1               | 3,9   | 19,5             | 8,2   |
| Administração pública               | 106.031       | 256.987   | 4,6               | 22,4  | 43,3             | 46,6  |
| Empresas não financeiras            | 91.286        | 249.601   | 4,0               | 21,7  | 37,3             | 45,2  |
| Resto do mundo                      | -             | 54        | -                 | 0,0   | -                | 0,0   |
| Intrasetorial                       | -             | -         | -                 | -     | -                | -     |
| <b>Total</b>                        |               |           |                   |       |                  |       |
| <i>Não consolidado</i>              | 2.310.638     | 1.148.176 | 100,0             | 100,0 |                  |       |
| <i>Consolidado</i>                  | 2.310.638     | 1.148.176 | 100,0             | 100,0 |                  |       |
| <i>Intrasetorial</i>                | 0             | 0         | 0,0               | 0,0   |                  |       |

Fonte: IBGE.  
Elaboração do autor.

TABELA 8.,  
**Administração pública – ativos e passivos financeiros (2009)**  
 (Em R\$ milhões correntes e % do ativo e passivo totais e não consolidados)

|                                     | R\$ correntes |           | % de A e P totais |       | % do instrumento |       |
|-------------------------------------|---------------|-----------|-------------------|-------|------------------|-------|
|                                     | A             | P         | A                 | P     | A                | P     |
| <i>Administração pública</i>        |               |           |                   |       |                  |       |
| <i>Numerário e depósitos</i>        | 847.761       | -         | 32,1              | -     | 100,0            |       |
| <i>Títulos, exceto ações</i>        | 72.176        | 2.083.490 | 2,7               | 64,9  | 8,5              | 100,0 |
| Outros setores                      | 170           | 2.011.484 | 0,0               | 62,6  | 0,0              | 96,5  |
| Financeiras                         | -             | 1.808.582 | -                 | 56,3  | -                | 86,8  |
| Banco Central                       | -             | 637.815   | -                 | 19,9  | -                | 30,6  |
| Empresas não financeiras            | 170           | 13.581    | 0,0               | 0,4   | 0,0              | 0,7   |
| Famílias                            | -             | 6.725     | -                 | 0,2   | -                | 0,3   |
| Resto do mundo                      | -             | 182.596   | -                 | 5,7   | -                | 8,8   |
| Intrasetorial                       | 72.006        | 72.006    | 2,7               | 2,2   | 8,5              | 8,5   |
| <i>Empréstimos</i>                  | 652.978       | 561.422   | 24,7              | 17,5  | 100,0            | 100,0 |
| Outros setores                      | 185.504       | 93.948    | 7,0               | 2,9   | 28,4             | 16,7  |
| Financeiras                         | 181.504       | 57.743    | 6,9               | 1,8   | 27,8             | 10,3  |
| Empresas não financeiras            | -             | -         | -                 | -     | -                | -     |
| Famílias                            | 50            |           | 0,0               | 0,0   | 0,0              | 0,0   |
| Resto do mundo                      | 3.950         | 36.205    | 0,1               | 1,1   | 0,6              | 6,4   |
| Intrasetorial                       | 467.474       | 467.474   | 17,7              | 14,6  | 71,6             | 83,3  |
| <i>Ações e outras participações</i> | 393.492       | -         | 14,9              | -     | 100,0            | -     |
| <i>Reservas técnicas de seguros</i> | 292           | -         | 0,0               | -     | 100,0            | -     |
| <i>Outros débitos/créditos</i>      | 677.911       | 567.609   | 25,6              | 17,7  | 100,0            | 100,0 |
| Outros setores                      | 593.771       | 483.469   | 22,5              | 15,0  | 87,6             | 85,2  |
| Financeiras                         | 68.064        | 130.985   | 2,6               | 4,1   | 10,0             | 23,1  |
| Empresas não financeiras            | 268.720       | 246.240   | 10,2              | 7,7   | 39,6             | 43,4  |
| Famílias                            | 256.987       | 106.031   | 9,7               | 3,3   | 37,9             | 18,7  |
| Resto do mundo                      | -             | 213       | -                 | 0,0   | -                | 0,0   |
| Intrasetorial                       | 84.140        | 84.140    | 3,2               | 2,6   | 12,4             | 14,8  |
| <b>Total</b>                        |               |           |                   |       |                  |       |
| <i>Não consolidado</i>              | 2.644.611     | 3.212.520 | 100,0             | 100,0 |                  |       |
| <i>Consolidado</i>                  | 2.020.991     | 2.588.900 | 76,4              | 80,6  |                  |       |
| <i>Intrasetorial</i>                | 623.620       | 623.620   | 23,6              | 19,4  |                  |       |

Fonte: IBGE.  
 Elaboração do autor.



## EDITORIAL

### Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

### Supervisão

Everson da Silva Moura

Reginaldo da Silva Domingos

### Revisão

Ângela Pereira da Silva de Oliveira

Clícia Silveira Rodrigues

Idalina Barbara de Castro

Leonardo Moreira Vallejo

Marcelo Araujo de Sales Aguiar

Marco Aurélio Dias Pires

Olavo Mesquita de Carvalho

Regina Marta de Aguiar

Erika Adami Santos Peixoto (estagiária)

Laryssa Vitória Santana (estagiária)

Paulo Ubiratan Araujo Sobrinho (estagiário)

Pedro Henrique Ximendes Aragão (estagiário)

Thayles Moura dos Santos (estagiária)

### Editoração

Bernar José Vieira

Cristiano Ferreira de Araújo

Daniella Silva Nogueira

Danilo Leite de Macedo Tavares

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

Leonardo Hideki Higa

Raul Vinicius Fernandes Gonçalves (estagiário)

### Capa

Luís Cláudio Cardoso da Silva

### Projeto Gráfico

Renato Rodrigues Bueno

*The manuscripts in languages other than Portuguese published herein have not been proofread.*

### Livraria Ipea

SBS – Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES, Térreo.

70076-900 – Brasília – DF

Fone: (61) 2026-5336

Correio eletrônico: [livraria@ipea.gov.br](mailto:livraria@ipea.gov.br)







### **Missão do Ipea**

Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.

