

A trajetória da economia brasileira nos anos 2000 e 2017: uma interpretação a partir dos balanços financeiros dos setores institucionais^a

The Trajectory of the Brazilian economy in the Years 2000 and 2017: an Interpretation Based on the Financial Statements of Institutional Sectors

Leandro Monteiro^b 

Universidade Federal Fluminense, Programa de Pós-Graduação em Economia, Niterói (RJ), Brasil

Carmem Feijó^c 

Universidade Federal Fluminense, Departamento de Economia, Niterói (RJ), Brasil

Resumo: O Brasil viveu na década de 2000 uma fase de crescimento ascendente, seguida de uma fase de declínio na década seguinte. Este artigo tem como objetivo traçar a trajetória de crescimento da economia brasileira a partir da década de 2000, por meio de uma análise detalhada do equilíbrio financeiro e dos fluxos de renda entre os setores institucionais. Será demonstrado que a economia apresenta dois pontos relevantes de inflexão: o primeiro, representado pelo período anterior à crise financeira internacional de 2008 seguido pela resposta brasileira a essa crise e o segundo após 2015 com a desaceleração econômica amplamente explicada pela austeridade fiscal. O trabalho compara o equilíbrio financeiro dos setores institucionais nos dois momentos e lança uma nova luz sobre o motivo pelo qual a economia brasileira entrou na fase descendente de crescimento econômico se estagnando e aprofundando seu processo de financeirização.

Palavras-chave: Trajetória de crescimento. Economia brasileira. Política macroeconômica.

Abstract: Brazil experienced a phase of ascending growth in the 2000s followed by a decline phase in the following decade. This paper aims to trace the growth path of the Brazilian economy from the 2000s, through a detailed analysis of the financial balance, and the income flows among the institutional sectors. It will be shown that the economy has two relevant points of inflexion: the first, represented by the period before the 2008

Editor responsável: Ivan Colangelo Salomão

^a Submissão: 20/03/2021 | Aprovação: 17/10/2021 | DOI: 10.22456/2176-5456.112321

^b leandroalmeida@protonmail.com

^c cfeijo@id.uff.br

Ambos os autores foram responsáveis pela concepção, pesquisa de dados e/ou documentos, análise dos dados e/ou documentos, participação ativa na discussão dos resultados e revisão e aprovação da versão final.



Esta publicação está licenciada sob os termos de
Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional

international financial crisis followed by the Brazilian response to that crisis, and the second after 2015 with the economic slowdown greatly explained by the fiscal austerity. The paper compares the financial balance of the institutional sectors in the two moments and sheds new light on why the Brazilian economy entered the descending phase of the economic growth and is stagnating and deepening its financialization process.

Keywords: Growth Trajectory. Brazilian Economy. Macroeconomic Policy.

JEL: B40. P16. N16. O54.

1. Introdução

Entre os anos 2000 e 2017, o Brasil viveu uma fase de expansão e de descenso, com o crescimento iniciado nos anos 2000 seguida de uma fase de descenso na década seguinte. De 2000 a 2009 a taxa média de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) foi de 3,3% a.a. e de 2010 a 2017 este percentual foi de 1,4% a.a. O singular da trajetória de crescimento é que o Brasil enfrentou dois choques econômicos: o primeiro foi o choque externo ocasionado pela crise financeira internacional de 2008 e o segundo foi a mudança da política econômica interna com a adoção de regras de austeridade fiscal em 2015-2016. O recuo do PIB na recessão de 2015-2016 foi de 3,4% a.a., e o crescimento nos anos seguintes ainda não recuperou o PIB de antes da recessão. A economia brasileira aponta assim para um período de estagnação pós 2015.

Na fase expansiva, na primeira década do milênio, o país experimentou crescimento econômico favorável caracterizado, entre outros, por uma crescente demanda externa e um ciclo ascendente dos preços das commodities. Na década seguinte, o crescimento econômico positivo se inverteu e o país experimentou uma forte redução de sua atividade econômica, caracterizada principalmente, mas não somente, por uma forte redução dos investimentos públicos.⁴

Partindo do pressuposto de que o fluxo de gastos de um setor é a restrição orçamentária do outro, a acomodação dos saldos dos setores institucionais no agregado permite traçar uma trajetória de crescimento única para cada contexto macroeconômico. Os gastos de investimento do setor não financeiro são de interesse especial em nossa análise, pois períodos de déficit no setor não financeiro podem representar uma restrição para investir em ativos fixos nos períodos seguintes ou investimentos poderão ocorrer por meio de um grau crescente de endividamento com o setor financeiro. Mostraremos, no caso brasileiro, que as decisões de política das autoridades econômicas após 2010 agravaram a capacidade de financiamento do setor não financeiro, com impacto negativo no crescimento econômico. Portanto, a contribuição deste artigo é traçar a trajetória de crescimento da economia brasileira a partir da década de 2000, por meio de uma análise detalhada do saldo financeiro e dos fluxos de renda entre os setores institucionais. Análises semelhantes ainda são escassas na literatura econômica, com destaque para

⁴ A taxa de crescimento da formação bruta de capital fixo foi de 3,6% a.a. entre 2000-2009 e de 0% a.a. de 2010 a 2017.

os trabalhos de Nikiforos (2020) para a economia dos EUA e Miess e Schmeltzer (2016) e Muysken *et al.* (2017) para a economia holandesa. Barbosa-Filho e Vasconcelos (2020) apresentam os resultados dos saldos macroeconômicos de 2010 em diante para a economia brasileira, mas não traçam a trajetória de evolução da economia agregada.

Nossa análise também mostra a correlação negativa entre o investimento e a crescente importância do setor financeiro na economia brasileira após 2015. Esse fenômeno é caracterizado por Epstein (2005) e outros como o avanço do processo de financeirização nas economias modernas (ver também Palley, 2013). Stockhammer (2007) e Jayadev e Epstein (2007) relatam que a importância crescente da receita financeira na receita total tem sido forte nos países industrializados, mas os países periféricos também apresentam evidências semelhantes⁵.

O trabalho está dividido em cinco seções, sendo a primeira esta introdução. A segunda seção apresenta uma representação gráfica das possibilidades de equilíbrio das demonstrações financeiras setoriais. A terceira seção discute as fases de evolução da economia brasileira à luz da literatura atual. A quarta seção apresenta a trajetória de crescimento da economia brasileira à luz da metodologia da seção dois. Por fim, a quinta seção apresenta nossas considerações finais.

2. Mapa do balanço financeiro dos setores institucionais: uma apresentação gráfica

O trabalho pioneiro de Godley e Cripps (1983) permite que se explore as informações das contas nacionais dentro de um arcabouço analítico keynesiano, onde a determinação do nível de renda e produto se dá pela demanda agregada. Para explicar qual o nível de renda e produto alcançado a cada período, parte-se da identidade contábil onde a soma dos balanços financeiros de todos os setores da economia deve ser igual a zero⁶. Assim, considerando os setores como Setor Privado, Setor Governo e Setor Externo, temos a seguinte identidade contábil:

⁵ Nessa linha, a contribuição de Bruno (2011) permite identificar como o fenômeno da financeirização tem sido um entrave ao desenvolvimento da economia brasileira, pois os detentores de capital exercem uma forte preferência pela liquidez. Feijó *et al.* (2019) apresentam evidências empíricas do fenômeno da financeirização na redução do ritmo de crescimento da economia brasileira, destacando a dependência da poupança externa e a retração do setor industrial.

⁶ Ocampo *et al.* (2009) interpretam a identidade acima à luz da discussão dos déficits gêmeos. Os autores mostram que a literatura dominante enfatiza a correlação entre os déficits financeiros do Setor Governo e do

$$\text{Balanço Setor Privado} + \text{Balanço Setor Governo} + \text{Balanço Setor Externo} = 0$$

(1)

Os três setores não podem obter superávit financeiro ao mesmo tempo. Para que um setor apresente superávit financeiro, o outro setor deve necessariamente apresentar déficit naquele período. Considerando uma economia aberta, quando as exportações são maiores do que as importações, o terceiro termo na equação (1) é o inverso da conta corrente. Assim, pode ser escrito que:

$$\text{Balanço do Setor Privado} = \text{Balanço em Conta Corrente} - \text{Balanço Setor Governo}$$

(2)

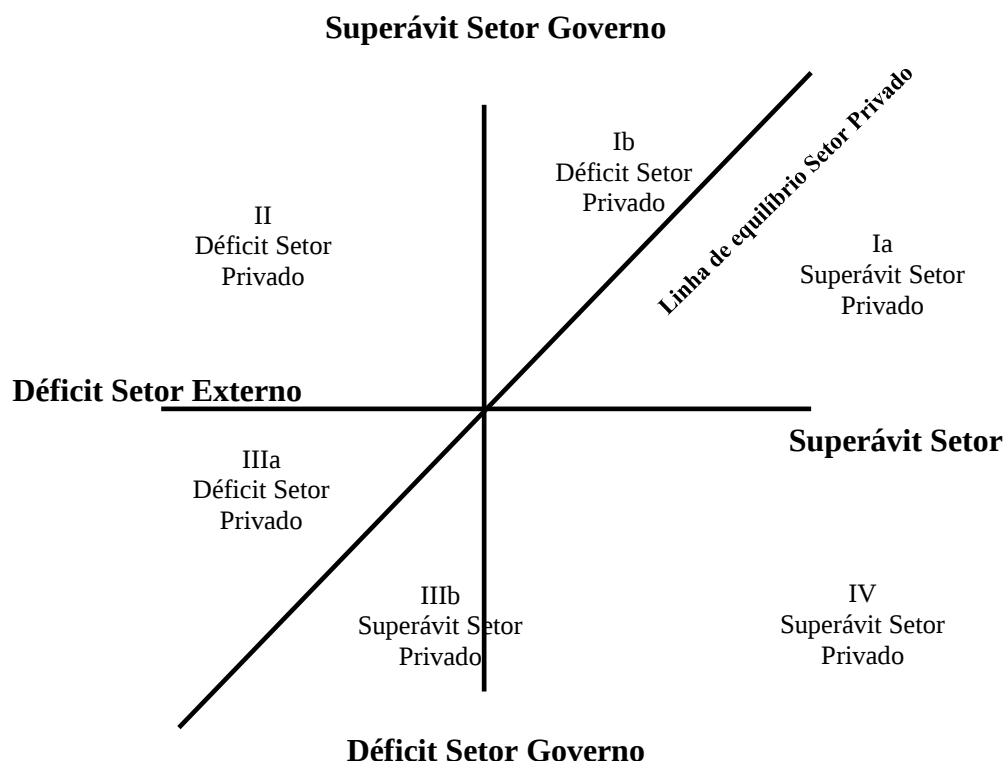
As igualdades descritas nas equações 1 e 2 derivam da definição keynesiana de demanda agregada, onde $Y = C + I + (G - T) + (X - M)$, com Y sendo a renda, C o consumo, I o investimento, G gastos do governo, T os impostos, X as exportações e M as importações. Como $C = Y - S$, onde S é a poupança, temos que $0 = (I - S) + (G - T) + (X - M)$. Denominamos $(I - S)$ de balanço do Setor Privado, $(G - T)$ de balanço do Setor Governo e $(X - M)$ o balanço do Setor Externo.

Assim, caso o Setor Privado necessite gerar superávit para fazer frente a dívidas, por exemplo, será preciso que sua renda seja maior que os seus gastos, ou seja, $S > I$ e isto ocorrerá se, e somente se, $G > T$ ou $X > M$. Ou seja, para que o Setor Privado apresente um superávit necessariamente o Setor Governo precisa apresentar déficit ou o saldo do Setor Externo precisa ser positivo com $X > M$.

A Figura 1, baseada em Kregel (2011), mostra visualmente as posições de equilíbrio da equação 2 permitindo a identificação de diferentes combinações entre as demonstrações financeiras setoriais.

Setor Externo. No entanto, apresentam evidências empíricas de que, para as economias emergentes, a correlação é maior entre os déficits financeiros do Setor Externo e do Setor Privado. Na seção 4, mostraremos como se deu a relação entre o déficit financeiro do Setor Externo e do Setor Privado no caso da economia brasileira.

Figura 1 – Mapa de possibilidades de equilíbrio dos Balanços Financeiros Setoriais



Fonte: Kregel (2011, p. 6).

À direita da linha central de 45°, o saldo do Setor Externo é maior do que o saldo do Setor Governo, assim, o Setor Privado está apresentando um superávit financeiro ou posição de poupança líquida (regiões Ia, IV e IIIb). Isso decorre do reconhecimento de que um superávit externo apresenta uma entrada líquida para o Setor Privado (como quando a receita das exportações para o Setor Privado excede seus gastos com importação), enquanto um superávit do Setor Governo apresenta uma saída líquida para o Setor Privado. De maneira oposta, à esquerda da linha central de 45° o saldo do Setor Externo é menor do que o saldo do Setor Governo, assim, o Setor Privado está apresentando um déficit financeiro (regiões Ib, II e IIIa).

O mapa de possibilidades do equilíbrio financeiro deixa claro que as mudanças no equilíbrio financeiro de um setor não podem ser analisadas isoladamente. Por exemplo, se um país deseja executar um superávit financeiro no Setor Governo persistente, ele precisará executar um superávit comercial ainda maior, caso contrário o Setor Privado nacional apresentará déficits persistentes.

Assim, a vantagem de se trabalhar com este método de análise é que ele permite analisar o comportamento dos setores de forma interdependente.

Tokucu *et al.* (2019) afirmam que o mapa de equilíbrio setorial pode ser usado como um guia de política econômica. Referindo-se a Minsky (1986), os autores mostram que o desempenho da economia deficitária no Setor Privado não seria sustentável, pois gera dificuldades no pagamento dos serviços da dívida, aumentando a possibilidade de inadimplência dos agentes. Nesse sentido, países que historicamente operam com déficits financeiros no Setor Externo só conseguem manter o Setor Privado superavitário por meio de déficits sistemáticos do Setor Governo.

A região Ia apresenta os melhores resultados do ponto de vista das demonstrações financeiras, com todos os setores apresentando superávits ao mesmo tempo. Em geral, esta região é típica de países desenvolvidos que não dependem do Setor Externo para financiar sua economia e possuem um orçamento do Setor Governo controlado. Por outro lado, os países em desenvolvimento que operam com déficits do Setor Externo, conforme afirmam Ocampo *et al.* (2009), operam na região II ou III. No entanto, considerando Tokucu *et al.* (2019) sobre a dificuldade do Setor Privado em operar com déficit, espera-se que os países em desenvolvimento operem na região IIIb, pois o Setor Governo precisa estar com déficit para manter o Setor Privado com superávit.

Assim, o caminho menos custoso (Setor Privado não apresentar déficit financeiro) que os países em desenvolvimento devem seguir para chegar à região Ia passa primeiro pelo ajuste no Setor Externo, passando para a região IV e, somente a partir desse ponto o Setor Governo pode reduzir seu déficit de forma a trazer gradativamente a economia para a região Ia. Esse é o único caminho possível para chegar à região Ia sem que o Setor Privado incorra em déficits.

O apêndice metodológico deste trabalho detalha como podemos utilizar os dados das Contas Econômicas Integradas (CEI) para montar a matriz de transação proposta por Godley e Lavoie (2017). Apresentamos abaixo uma versão simplificada da CEI e o quadro completo com abertura das rubricas pode ser visto no apêndice metodológico A3.

Tabela 1 – Matriz de transações simplificada

	Famílias	Governo	Empresas não financeiras	Empresas financeiras	Setor Externo
Total – Renda	Refere-se às rubricas que formam o total da renda (Salários lucros e impostos)				
Alocação Primária da Renda	Registro dos fluxos de renda de propriedade.				
Alocação secundária da Renda	Registro do fluxo do imposto de renda, contribuições sociais e outras transferências correntes				
Uso da Renda e formação do capital	Registro do consumo das famílias, governo e formação bruta de capital das empresas				
Total	Capacidade (+) / Necessidade (-) líquida de financiamento				
Variação no patrimônio financeiro	Registro das variações dos estoques financeiros dos setores institucionais				
Σ	0	0	0	0	0

Fonte: CEI. Elaboração própria.

A Tabela 1 mostra como a receita é gerada (primeiro bloco da Tabela) e como ela é alocada (alocação primária, secundária e uso da receita) para finalmente produzir o equilíbrio financeiro de cada setor institucional (capacidade de financiamento ou necessidade financeira). As rubricas de variação do patrimônio líquido mostram como essa capacidade de financiamento/necessidade financeira é atendida/alocada por meio da variação dos estoques financeiros de cada setor institucional. Portanto, utilizamos as contas CEI (exibida de forma simplificada na tabela 1) para gerar as matrizes utilizadas por Godley e Lavoie (2017), onde o saldo financeiro de cada setor é representado pela capacidade/necessidade líquida de financiamento. Assim, a necessidade de financiamento de um setor é atendida necessariamente pela capacidade de outro de modo que a igualdade das equações 1 e 2 se mantenham.

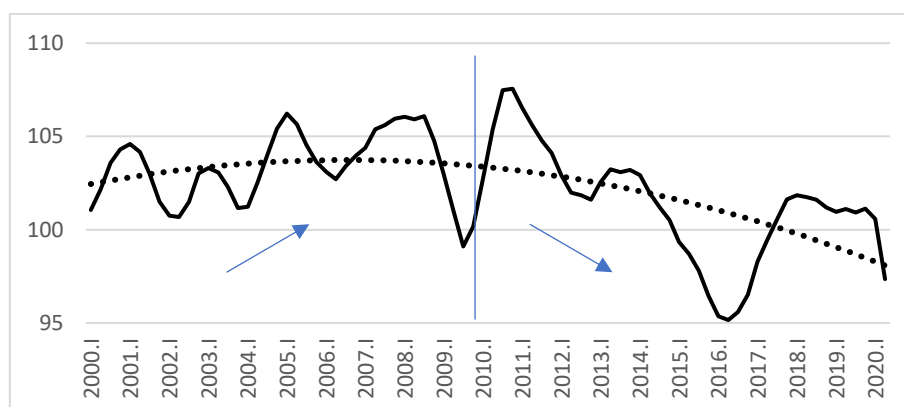
3. A economia brasileira de 2000-2017

A evolução da economia brasileira nas duas últimas décadas é bem delimitada em duas fases: pré e pós crise de 2008⁷. O Gráfico 1, com dados

⁷ Esta leitura da evolução da economia brasileira em duas fases bem delimitadas apoia-se em Nassif *et al.* (2020), onde os autores identificam uma primeira fase de consolidação do tripé macroeconômico o qual começa a ser flexibilizado com a crise financeira internacional, dando início a uma nova fase que se caracteriza pela ‘nova matriz macroeconômica’ em 2011 e a adoção de regras fiscais mais austeras a partir de 2016.

observados do PIB e uma linha de tendência ajustada, ilustra os dois momentos da evolução do crescimento do PIB de 2000 a 2019.

Gráfico 1 – Índice de média móvel 12 meses do PIB - série encadeada em volume a preços de 1995 com ajuste sazonal e linha de tendência (polinômio de ordem 2 - linha pontilhada) (2000-2019)



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Contas Nacionais Trimestrais.

A Tabela 2 mostra a taxa de crescimento dos principais componentes da demanda agregada. Na década de 2000 até 2009, a taxa de crescimento das exportações foi quase o dobro das taxas de expansão do investimento e do consumo privado. A partir de 2010, o crescimento das exportações desacelera, o investimento fica estagnado e a taxa média de crescimento do PIB é próxima do crescimento do consumo privado.

Tabela 2 – Taxa de crescimento média anual do PIB e componentes da demanda agregada (% períodos escolhidos)

	PIB	Consumo das famílias	Consumo do governo	Formação Bruta de Capital Fixo	Exportação	Importação
2001-2009	3,3	3,0	4,4	3,6	5,4	3,4
2010-2017	1,4	2,1	-0,6	0	3,2	2,5

Fonte: IBGE. Contas Nacionais Trimestrais.

Vemos assim que o cenário internacional teve importância na dinâmica do crescimento da economia brasileira. Por outro lado, mudanças importantes também ocorreram na gestão da política econômica que influenciaram no comportamento do investimento, o componente mais dinâmico da demanda agregada. Na primeira

metade dos anos 2000, o arranjo de política macroeconômica conhecido como o tripé macroeconômico - câmbio flutuante, metas de inflação e regime de meta fiscal primária - se consolida. Conforme Rossi (2015), o primeiro mandato do presidente Lula da Silva (2003-2006), dá continuidade às políticas aplicadas pelo governo anterior de cunho neoliberal, com ênfase no controle da inflação através do regime de metas de inflação. Como o controle da inflação tem conexão direta com os juros reais e a taxa de câmbio real, assim como o comportamento da dívida pública, as metas de inflação sempre atuaram como a principal alavanca do tripé macroeconômico (Nassif *et al.*, 2020).

Assim, a boa performance na taxa de crescimento do PIB experimentada nos anos 2000 ocorreu graças a melhora nas condições externas combinadas com mudanças na orientação da política econômica interna (Serrano; Summa, 2012). A melhora nas condições externas, caracterizada pela combinação da ‘grande moderação’ nos EUA, bom crescimento da Europa, o rápido crescimento da China e liquidez externa abundante, facilitou a implementação pelos governos do Partido dos Trabalhadores nos anos 2000 o que Loureiro e Saad-Filho (2019) denominaram de práticas pragmáticas e políticas econômicas reformistas e não confrontadoras, principalmente de redistribuição de renda via valorização real do salário mínimo e programas de transferência de renda. Desta forma, soma-se ao cenário externo favorável, um contexto interno de expansão do mercado doméstico, que, como veremos, contribui para a retomada do investimento. Com o *boom* nos preços das commodities⁸ observou-se uma melhoria na conta corrente entre 2004 e 2007 com consequente valorização da taxa de câmbio⁹. Esta melhoria contribuiu para uma redução das taxas de juros, redução da vulnerabilidade externa¹⁰ e da inflação e dívida pública declinante, conforme apontam Paula e Alves Jr. (2020).

Barbosa-Filho (2018) afirma ainda que a valorização da taxa de câmbio teve importante papel expansionista na elevação do investimento e do consumo da economia¹¹. No entanto, na avaliação do autor, a forte expansão anterior à crise de 2008 não pode ser vista apenas como resultado da melhora externa. O governo

⁸ Ver Prates e Marçal (2008).

⁹ Ver Feijó *et al.* (2017).

¹⁰ Serrano e Summa (2012) mostram que o movimento de melhoria do cenário externo permitiu um acúmulo de reservas internacionais, reduzindo a relação dívida externa de curto prazo e reservas internacionais de 90% em 1999 para 20% em 2008. Esse movimento foi fundamental para que o país se tornasse menos vulnerável à instabilidade da taxa de câmbio, especialmente durante a crise de 2008.

¹¹ Carvalho (2018) também mostra que as reservas tiveram papel importante no controle da inflação no período, por meio da manutenção do câmbio apreciado.

também passou a adotar uma política fiscal expansionista, principalmente a partir de 2006¹², devido à melhora da situação fiscal. Loureiro e Saad-Filho (op. cit), no entanto, argumentam que, embora mais espaço de política tenha sido criado com a melhoria do cenário externo, o fundamental do arranjo de política macroeconômico, o regime de metas de inflação e a dependência de capitais externos, prevaleceu todo o período. Assim, com a mudança do cenário externo, as ‘práticas pragmáticas e as políticas reformistas’ foram colocadas em cheque, uma vez que as restrições de longo prazo ao crescimento – desigualdade de renda e riqueza e dependência externa – não foram superadas.

A partir da crise financeira de 2008, o cenário econômico mundial se mostrou mais adverso, mas o Brasil continuou a aplicar sua política expansionista e possibilitou uma rápida recuperação do crescimento da economia em 2010. Oreiro (2015) e Araújo *et al.* (2022), destacam as políticas anticíclicas adotadas. No âmbito da política monetária, o Banco Central tomou várias medidas para aumentar a liquidez do mercado interbancário com uma redução dos depósitos compulsórios dos bancos, corte da taxa de juros Selic em Janeiro/2009 e expansão do crédito. Com relação à expansão do crédito, Paula e Alves Jr. (2020) ressaltam que este já vinha se ampliando desde 2004¹³, mas, a partir de 2009, foi a expansão do crédito público que suportou a demanda no período pós crise. Esta expansão se deu basicamente através do Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e BNDES e durou até o início de 2015.

No âmbito da política fiscal anticíclica houve um pacote de estímulos (1,3% do PIB em 2009) adotado pelo Ministério da Fazenda baseado em expansão dos gastos do governo, cortes de impostos e subsídios agrícolas. Vale destacar também a expansão do investimento público no setor de habitação com o programa “Minha Casa Minha Vida”, o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e a expansão do programa de transferência de renda Bolsa-Família (Barbosa-Filho; Souza, 2010; Araújo *et al.*, 2022).

No entanto, após o sucesso imediato da resposta às políticas anticíclicas implementadas ao longo de 2009, o cenário começou a mudar nos períodos seguintes, implicando em desaceleração do crescimento. Marquetti *et al.* (2016)

¹² Ver Serrano e Summa (2012) e Barbosa-Filho (2018).

¹³ Criação do crédito consignado em folha, nova Lei de Falências, Criação da Letra Financeira, Letra de Crédito Imobiliário e Letra de Crédito do Agronegócio.

colocam que o comportamento dos salários continuou ascendente, mas a taxa de lucro começou a apresentar quedas seguidas. Assim, no momento de transição para o primeiro mandato do governo da presidente Dilma, ocorreram várias discussões entre economistas se o modelo de flexibilização do tripé macroeconômico adotado no final do governo Lula já havia se esgotado (Oreiro, 2015). Neste contexto, o governo Dilma flexibiliza a política do tripé macroeconômico, o que ficou conhecido como a nova matriz econômica, objetivando juros reais mais baixos, câmbio real mais competitivo e, sobretudo, uma consolidação fiscal para incentivar a retomada do investimento privado (Singer, 2015; Barbosa-Filho, 2018).

Singer (2015) mostra que para estimular o investimento privado, uma das principais medidas aplicadas no âmbito da “nova matriz econômica” foi o “Plano Brasil Maior”, que implicou na redução do imposto sobre produtos industrializados sobre bens de investimento. Em 2012, o governo também promoveu uma política de desoneração da folha de pagamento, que, até 2014, atingia 56 setores da economia. No entanto, a política adotada não deu os resultados desejados. Martins e Rugitsky (2018), com base em Kalecki (1943), argumentam que a redução da taxa de lucro criou uma resistência dos capitalistas em investir. Os autores argumentam que o conflito distributivo resultante reduziu o investimento a partir de 2010 e, a partir de 2015, aumentou ainda mais a pressão por uma política econômica mais austera. Segundo diversos autores¹⁴, a queda na taxa de lucro foi o fator preponderante para a redução da atividade econômica durante o governo Dilma. A desaceleração ocorreu, pois houve uma queda na taxa de retorno sobre o capital próprio das empresas, sobretudo no setor industrial que experimentou nos anos anteriores um aumento na massa salarial superior à produtividade (Oreiro *et al.*, 2021, p. 20)¹⁵.

Também contribuindo para a desaceleração do crescimento na primeira metade da década de 2010 está a queda da participação do investimento público na formação bruta total de capital. Serrano e Summa (2015) argumentam que o investimento público tem um caráter dual: aumentar a demanda agregada e aumentar a produtividade e a competitividade do setor privado. Nas palavras dos autores:

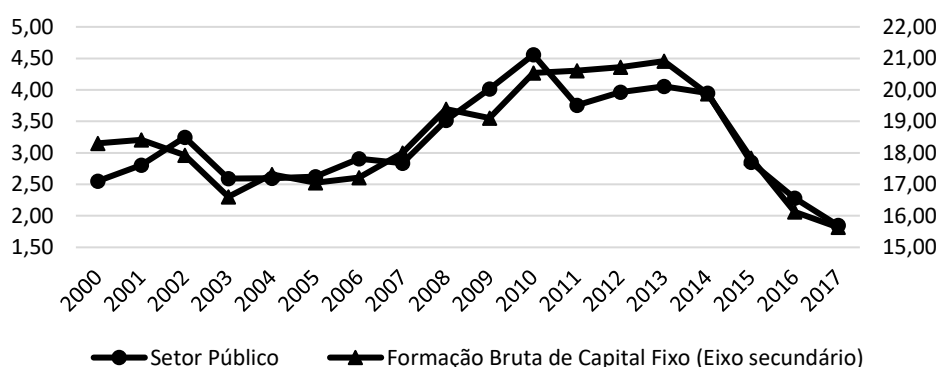
¹⁴ Carvalho e Rugitsky (2015), Oreiro (2017) e Martins e Rugitsky (2018).

¹⁵ Na visão dos autores, a economia brasileira vivenciou na primeira metade dos anos 2010 uma típica situação de *profit squeeze*.

O desempenho sombrio dos investimentos nos permite concluir que a mudança na orientação da política macroeconômica desde 2011, com o governo tentando estimular o investimento privado e o emprego não através do aumento da demanda agregada, mas principalmente pela redução de custos e / ou aumentando as margens líquidas de lucro das empresas, foi um fracasso. Essas medidas parecem não ter estimulado em nada as despesas de investimento (Serrano; Summa, 2015, p. 28).

Corroborando a análise dos autores, o Gráfico 2 mostra a evolução do investimento agregado e do investimento público em proporção do PIB desde 2000. O caráter *crowding in* do investimento público é evidente, mostrando que a desaceleração do investimento agregado coincide com a queda do investimento público investimento, na sequência das medidas de austeridade fiscal implementadas em 2010 no âmbito da 'nova matriz económica'.

Gráfico 2 - Formação Bruta de Capital Fixo/PIB (%): Total da Economia e Setor Governo (2000-2017)



Fonte: IBGE. Contas Nacionais Trimestrais. Observatório de Política Fiscal (Ibre/FGV).

Em suma, o cenário externo de expansão do comércio e farta liquidez no início dos anos 2000 favoreceu o crescimento do PIB e abriu espaço de política para queda na taxa de juros, melhoria do déficit fiscal e queda da inflação e observa-se uma retomada do investimento. Porém, a crise financeira internacional interrompeu a trajetória de crescimento. Com o novo cenário externo, há uma mudança na condução da política econômica e a tentativa de flexibilizar o tripé macroeconômico com a 'nova matriz econômica' - um arranjo de política com juros mais baixos e câmbio mais apreciado e desonerações fiscais com o objetivo de incentivar o

investimento privado- não foi bem-sucedido. O investimento privado não reagiu positivamente ao novo arranjo de política e o corte no gasto público acentuou a desaceleração da economia levando a recessão mais profunda desde o pós-Guerra em 2015-2016. O aprofundamento das medidas de austeridade fiscal e de reformas institucionais de cunho liberal não foram capazes de recuperar o nível de crescimento de antes da recessão. Na seção a seguir, analisamos a evolução dos saldos financeiros dos setores institucionais, em especial a mudança na trajetória do investimento e do financiamento dos setores privado e governo, tendo como pano de fundo as mudanças nos cenários macroeconômicos nos anos 2000 e 2010. Ênfase especial será dada a dois pontos relevantes de inflexão: o primeiro, representado pelo período anterior à crise financeira internacional de 2008 seguido pela resposta brasileira a essa crise e o segundo após 2015 com a desaceleração econômica amplamente explicada pelo fiscal austeridade.

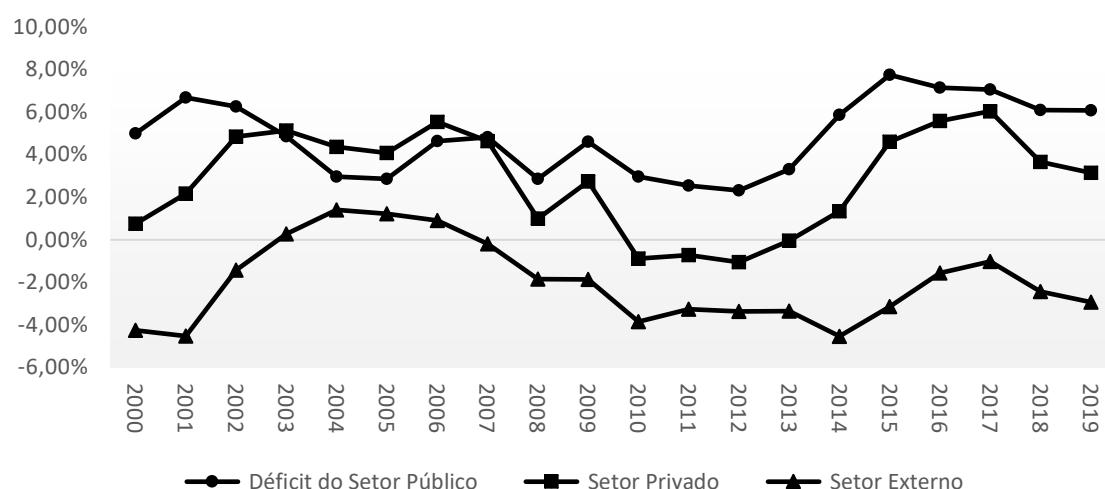
4. A trajetória de crescimento da economia brasileira a partir da análise dos saldos financeiros por setores institucionais.

Esta seção tem como objetivo descrever a evolução da economia brasileira a partir dos saldos financeiros dos seguintes setores: Setor Privado, subdividido em Famílias, Empresas Não Financeiras e Empresas Financeiras¹⁶; Setor Governo e Setor Externo¹⁷. O Gráfico 3 mostra a evolução dos saldos financeiros dos setores institucionais agregados - Setor Privado, Setor Governo e Setor Externo. Dois pontos de inflexão são importantes - 2008 e 2014. Entre 2000 e 2008, a economia brasileira estava em fase ascendente do ciclo econômico (Gráfico 1) e, nesse período, o Setor Privado apresentou um superávit no saldo financeiro setorial de 3,7 % do PIB, em média. O Setor Governo apresentou déficit médio de 4,6% do PIB no mesmo período. No entanto, o fato mais característico desse período diz respeito ao Setor Externo, que apresentou melhora consistente nos saldos em conta corrente de 2002 a 2006 devido à alta dos preços das *commodities*.

¹⁶ Estamos usando a terminologia Empresas Não Financeiras e Empresas Financeiras como equivalente a Setor Não Financeiro e Setor Financeiro.

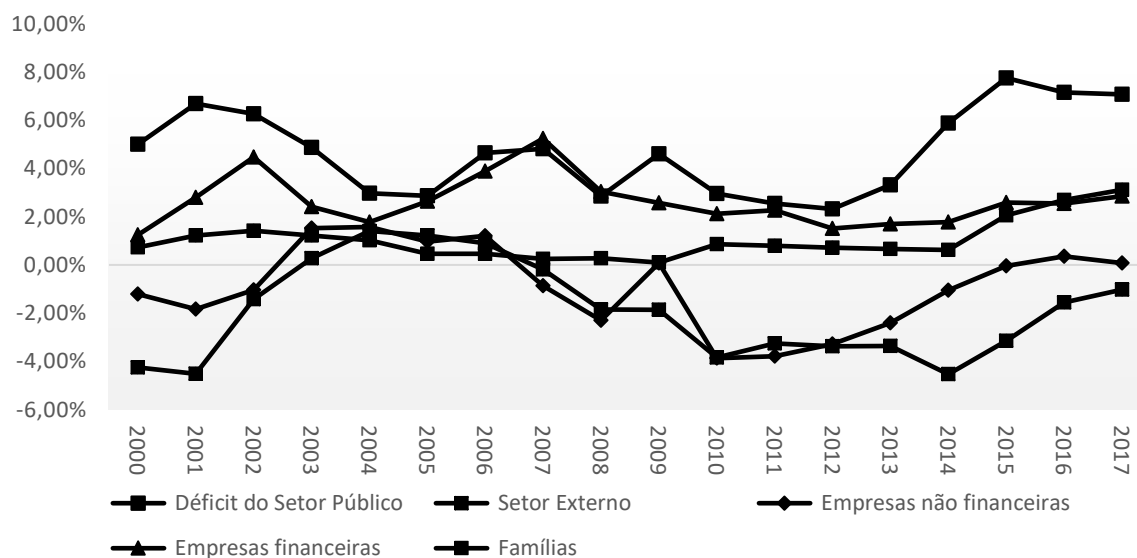
¹⁷ A explicação de como os saldos financeiros foram construídos é apresentada na Tabela A.6 do apêndice metodológico. Os dados primários podem ser obtidos com os autores mediante solicitação.

Gráfico 3 - Balanço Setorial da Economia Brasileira por setores institucionais (% do PIB)



Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Gráfico 4 - Balanço Setorial da Economia Brasileira - Setor Privado expandido (% do PIB)



Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Após o choque causado pela crise econômica de 2008, o crescimento econômico do Brasil iniciou sua fase descendente. Os anos entre 2009 e 2014 são caracterizados por uma deterioração do saldo em conta corrente e queda no superávit financeiro do Setor Privado que apresentou superávit médio de 0,23% contra 3,70% do PIB do período anterior. O déficit do balanço financeiro do Setor

Governo apresentou uma leve queda para 3,55% em média contra 4,61% do período anterior. Um terceiro período pode ser visualizado nos últimos três anos da série histórica disponível: Entre 2015 e 2017 o déficit financeiro do Setor Governo salta para o patamar médio de 7,32%, enquanto o superávit financeiro do Setor Privado retoma o patamar médio de 5,42%. Este período também é caracterizado pela retração da economia brasileira de -1,84% por ano.

Desagregando o Setor Privado (Gráfico 4) o fato mais importante é que as empresas não financeiras apresentaram consecutivos déficits em seus balanços financeiros entre 2008 e 2016 e, como veremos, esse fato trouxe algumas implicações com relação ao poder de investimento dessas empresas, pois as mesmas representam em média mais de 50% do total da Formação Bruta de Capital¹.

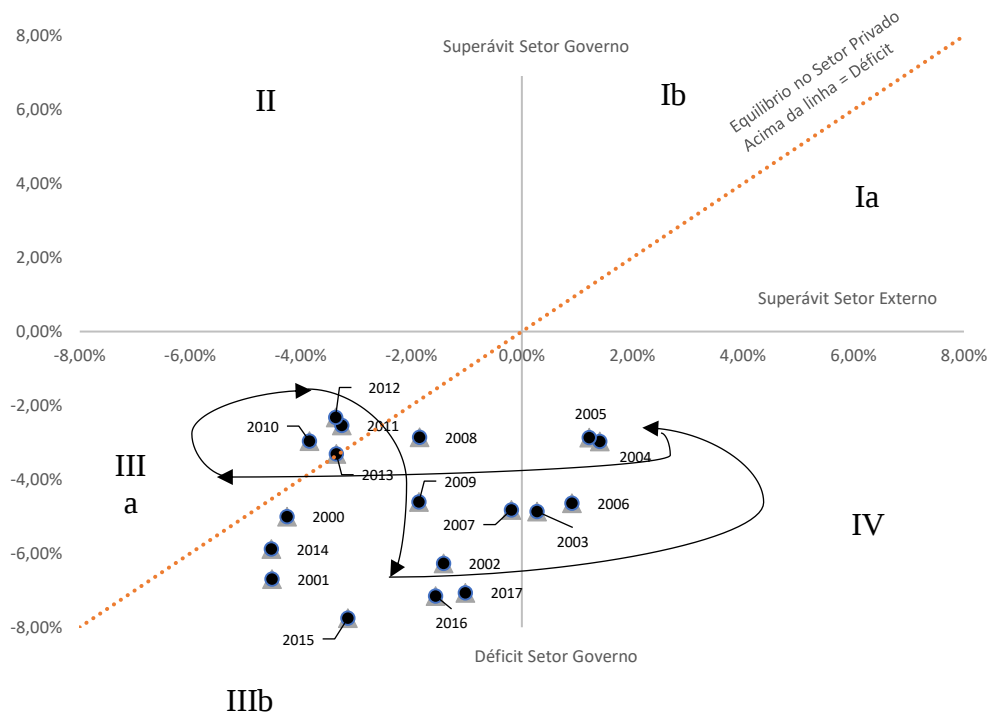
O Gráfico 3 mostra a correlação entre o equilíbrio financeiro do Setor Externo e do Setor Privado (correlação estatística de 0,70). Essa correlação reforça os achados empíricos de Ocampo *et al.* (2009, capítulo 5) quando os autores discutem a trajetória de crescimento dos países semi-industrializados. Na visão dos autores, nas economias semi-industrializadas, o Setor Doméstico (Privado e Governo) se ajusta ao equilíbrio financeiro do Setor Externo. No caso brasileiro, observamos que durante a alta dos preços das commodities, a melhora das contas externas permitiu ao Setor Privado apresentar superávit em suas demonstrações financeiras.

O Gráfico 5 apresenta a trajetória de crescimento da economia brasileira. Na fase ascendente da trajetória econômica, o saldo do Setor Externo melhorou, e a economia saiu da região IIIb - com déficits no Setor Externo - e passou para a região IV - com superávit nas contas externas².

¹ Os dados do IBGE utilizados para a construção dos saldos financeiros mostram que as empresas não financeiras apresentaram uma participação média de 60% no total da Formação Bruta de Capital Fixo entre os anos 2000 e 2008 contra uma média de 53% entre os anos de 2009 e 2017.

² Como dito na seção 2, esse movimento é o início da trajetória ideal para uma economia em desenvolvimento, pois somente estando na região IV que é possível reduzir o déficit do Setor Governo de modo que o Setor Privado não apresente déficits. Em seu trabalho para a economia holandesa Muysken et al. (2017) mostram que em 2015 a Holanda se encontrava na região Ia do nosso mapa de equilíbrio setorial.

Gráfico 5 – Equilíbrio Setorial da Economia Brasileira



Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Após a crise financeira internacional de 2008 e a desaceleração do comércio internacional, o saldo do Setor Externo piorou levando a economia de volta à região IIIb. A melhora na trajetória econômica brasileira durou pouco. Além disso, a mudança do arranjo da política econômica para a “nova matriz econômica” implicou na substituição dos estímulos da política de demanda por estímulos do lado da oferta, basicamente, como vimos, via isenções fiscais às empresas não financeiras. Esse movimento inicialmente reduziu o déficit do Setor Governo e levou a economia para a região IIIa, onde o Setor Privado passou a apresentar déficits financeiros (2010, 2011, 2012). A desaceleração econômica nos anos seguintes acabou reduzindo as receitas do governo, ampliando assim seu déficit financeiro. A trajetória da economia brasileira voltou ao quadrante IIIb a partir de 2013, o que mostra que o ajuste aos déficits do Setor Externo implicou em déficits recorrentes no Setor Governo a partir de 2013. Embora o saldo do Setor não Financeiro tenha registado uma melhora, o nível de investimentos privados continuou a cair até 2016 e o balanço deste setor foi apenas marginalmente positivo

em 2016 e 2017. Os investimentos por empresas não financeiras diminuíram de 12,2% de PIB em 2010 para 7,4% do PIB em 2017.

Nota-se que os investimentos das empresas não financeiras entre 2010-2013 foram mantidos por meio da expansão do crédito com as empresas cada vez mais se alavancando. A Tabela 3 mostra a alocação de estoque dos saldos financeiros das empresas não financeiras, financeiras e do Setor Governo (os dados de estoque estão disponíveis nas CEI somente a partir de 2010). Ressalta-se que, quando o índice é positivo, significa um acúmulo líquido de ativos no período e vice-versa.

Entre 2010 e 2014, o saldo do ativo financeiro líquido do Setor Financeiro foi positivo em 1,9% do PIB (penúltima linha), evidenciando que seus ativos financeiros apresentaram expansão no período. Os empréstimos mantidos pelo Setor Financeiro representaram 3,8% do PIB, em média, no período. O Setor não Financeiro, por sua vez, acumulou 4,6% dos passivos de crédito no mesmo período, pois as empresas não financeiras estavam aumentando seus gastos com investimentos, pelo menos até 2013. Entre 2015 e 2017, as empresas não financeiras ajustaram seu nível de endividamento, o perfil da dívida melhorou com a redução do seu passivo financeiro (saldo de empréstimos passou de - 4,6% do PIB para 0,3% em 2015-2017). Neste período o saldo do ativo financeiro líquido do Setor Financeiro foi de 2,7%, superior ao do período anterior quando o investimento em ativo fixo estava crescendo.

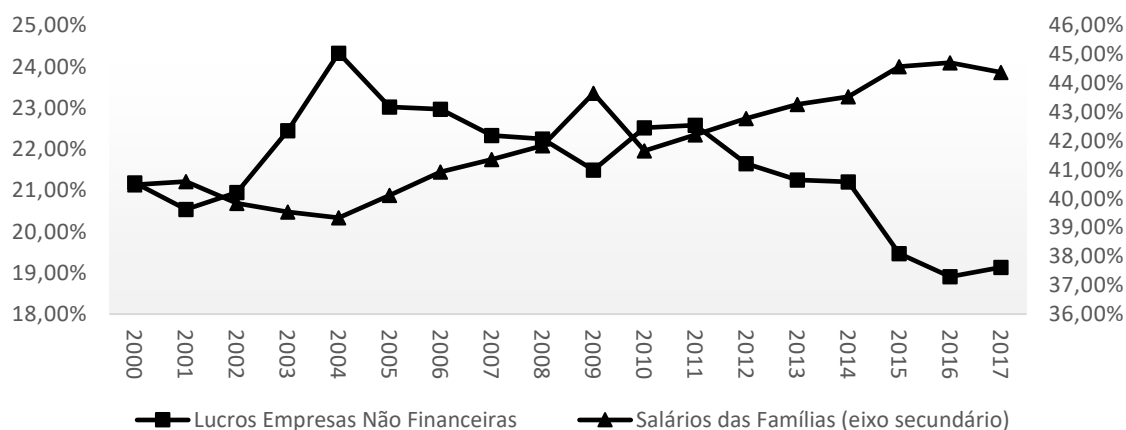
A partir de 2015, a taxa de investimento do Setor não Financeiro diminuiu com a redução do grau de endividamento deste setor e o Setor Financeiro redirecionou parte dos seus saldos financeiros positivos para financiamentos ao Setor Governo. Os ativos financeiros de títulos de dívida pública passaram de uma média de 3,7% do PIB entre 2010-2014 para uma média de 7,2% entre 2015-2017. Este é um resultado importante que mostra como o Setor Financeiro está ganhando força por meio do financiamento ao Setor Governo (os títulos da dívida pública passaram de -5,2% em 2011-2014 para -8,6% em 2015-2017).

Tabela 3 – Alocação do resultado financeiro como percentual do PIB (2010-2014 e 2015-2017)

Rubricas / Anos	Empresas Financeiras	Empresas não-financeiras	Setor Governo			
	2010-2014	2015-2017	2010-2014	2015-2017	2010-2014	2015-2017
Numerário e depósitos	-2,4%	-1,1%	0,6%	-0,6%	0,0%	1,5%
Títulos de dívidas	3,7%	7,2%	1,0%	1,1%	-5,2%	-8,6%
Empréstimos	3,8%	1,1%	-4,6%	0,3%	2,1%	0,4%
Participações de capital e em fundos de investimentos	-1,9%	-3,9%	-3,4%	-1,1%	0,6%	0,3%
Sistemas de seguros, previdência e regime de garantias padronizadas	-1,8%	-2,0%	0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%
Derivativos financeiros	0,1%	0,2%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%
Outras contas a receber/pagar	0,4%	1,1%	3,6%	0,6%	-0,9%	-1,0%
Total	1,9%	2,7%	-2,9%	0,1%	-3,4%	-7,3%
Taxa de crescimento media do investimento	11,4%	-13,7%	5,7%	-14,3%	8,4%	-20,1%

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

O Gráfico 6 complementa a análise da Tabela 3 quanto às fontes de financiamento do investimento do Setor não Financeiro. A evolução do lucro das empresas não financeiras mostra que a participação nos lucros na economia começou a diminuir a partir de 2010. O nível mais elevado foi atingido em 2004 (23,6% do PIB) e em 2017 essa participação caiu para 19,3%. A evolução da participação nos lucros brutos contrasta com a evolução da remuneração total do Setor das Famílias, que saltou de 65,7% em 2004 para 73,6% em 2017 e corrobora os argumentos de Oreiro (2017), Oreiro *et al.* (2021), Martins e Rugitsky (2018) e Carvalho e Rugitsky (2015) sobre a compressão dos lucros devido ao aumento dos salários na renda nacional após 2010.

Gráfico 6 – Lucros empresas não financeiras X Salários famílias (% do PIB)

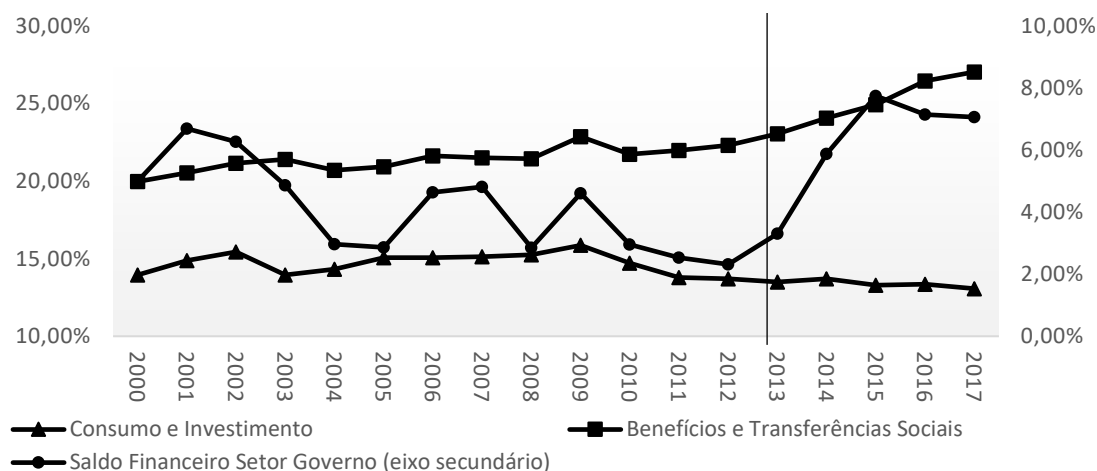
Fonte: IBGE. Elaboração própria.

No que se refere ao Setor Governo, o maior aumento do déficit financeiro foi nos títulos de dívida detidos em sua maioria pelo Setor Financeiro (Tabela 3). Olhando para o fluxo de receitas do setor desde 2000, podemos inferir que o aumento do endividamento do Setor Governo após 2010 foi para cobrir o pagamento de benefícios³ e transferências sociais que passaram de 22% do PIB em 2012 para 27,2% do PIB em 2017⁴. O Gráfico 8 mostra que a partir de 2014 os benefícios sociais ganharam importância na complementação do superávit do saldo setorial das famílias.

³ Refere-se a pensões, benefícios de doença, pensões, salários de família, salário-maternidade e outros benefícios pagos em dinheiro pela segurança social, bem como abono de salário e seguro-desemprego.

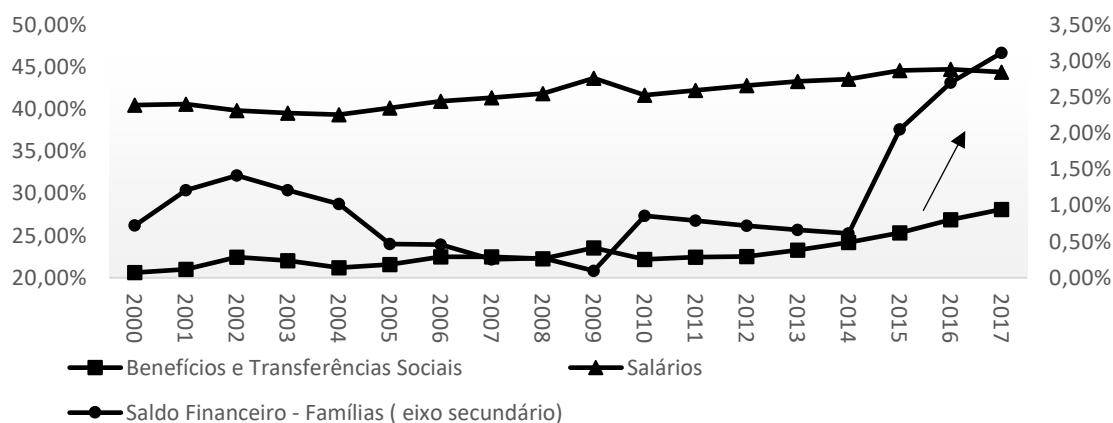
⁴ Apenas o item benefícios sociais saltou de 13,7% em 2012 para 18,4% em 2017. Vale destacar que entre 2014 e 2017, o país apresentou uma contração média de 1% a.a. no PIB, o que aumentou os pedidos de auxílio-desemprego.

Gráfico 7 – Saídas Financeiras Setor Governo (% do PIB)



Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Gráfico 8 – Entradas Financeiras Famílias (% do PIB)



Fonte: IBGE. Elaboração própria.

A Tabela 4 traz o comportamento da taxa de crescimento dos investimentos. Assim, podemos concluir nossa análise desta seção mostrando que o Setor Financeiro aumentou seu peso no PIB total a partir de 2010 e esse aumento não é acompanhado por aumento do investimento, caracterizando um processo de financeirização. Na Tabela 4, o aumento do saldo financeiro do Setor Financeiro no total do Setor Privado passou de 84,5% de 2000-2008 para 113,2% em 2009-2017. Esse ponto é relevante, pois os dados históricos entre 2010 e 2017 mostram que o investimento total da economia brasileira foi negativamente correlacionado (-0,43) com o saldo financeiro das empresas financeiras. Assim, uma maior

participação do saldo deste setor na economia indicou um processo de financeirização com impactos negativos na produção real após 2010.

Tabela 4 – Participação do saldo financeiro dos setores do Setor Privado

Setores institucionais do setor privado	Contribuição de cada setor institucional para o equilíbrio financeiro do setor privado	
	2000-2008	2009-2017
Empresas Não-financeiras	-6,1%	-79,1%
Empresas Financeiras	84,5%	113,2%
Famílias	21,6%	65,9%
Taxa média de crescimento do investimento por ano		
Investimentos	5,8%	-1,4%

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Em suma, o aumento da importância do Setor Financeiro pode ser explicado, em um primeiro momento, para financiar despesas de investimento do Setor não Financeiro entre 2010 e 2014. No entanto, nos anos seguintes (2015-2017) as empresas não financeiras reduziram seu endividamento, e as empresas financeiras passaram a alocar seus saldos financeiros em títulos de dívida do Setor Governo, enquanto a taxa de investimento da economia foi reduzida.

Em relação ao resto do mundo, a evolução do Setor Privado (Famílias e Empresas) no caso brasileiro se correlaciona positivamente com a evolução do Setor Externo. Assim, podemos sugerir que o déficit do Setor Privado após a crise financeira internacional de 2008 poderia ter sido menor se a moeda nacional tivesse apresentado tendência de desvalorização e, portanto, pudesse ter auxiliado as exportações. Nesse caso, o Setor Externo poderia ter apresentado superávit. Conforme aponta Bresser-Pereira (2012), a taxa de câmbio real é um preço estratégico para dar acesso a empresas competitivas tanto ao mercado externo quanto para competir internamente com as importações. Portanto, uma taxa de câmbio real competitiva tem o potencial de sustentar um superávit para o Setor Externo e também gerar um saldo positivo para o Setor Privado, caso o déficit do Setor Governo permaneça constante.

Além disso, para melhorar o equilíbrio do Setor Privado, o Setor Governo deveria ter aumentado seu déficit financeiro. Nesse caso, podemos levantar a questão de se o estímulo do Setor Governo na crise financeira internacional pós-

2008 não foi retirado muito cedo. O controle do déficit do Setor Governo foi forte a partir de 2011 com a implantação da “nova matriz econômica” e esse viés de política continuou após o governo da presidente Dilma, que perdura até o início da pandemia do Covid-19⁵.

Uma economia com déficits recorrentes do Setor Externo deve ter como objetivo superar a dependência da poupança externa para permitir o superávit sustentado do Setor Privado. No entanto, a análise da trajetória de crescimento da economia brasileira a partir dos anos 2000 mostra que a economia só conseguiu apresentar superávits com o Setor Externo e o Setor Privado durante o boom das commodities no início dos anos 2000. Assim, para buscar o superávit do Setor Governo (ou mesmo a redução do seu déficit, como foi no início da implantação da “nova matriz econômica”) a economia brasileira precisaria ter um superávit comercial ainda maior; caso contrário, o Setor Privado apresentaria déficits persistentes, como ocorreu entre 2010 e 2013. Considerando que a economia está mais dependente do fluxo de capitais externos porque está se tornando cada vez mais integrada financeiramente e sua pauta de exportação é altamente dependente de commodities após 2009, pode-se concluir que a economia brasileira caminha para a estagnação. A dificuldade de controle dos déficits fiscais em uma economia estagnada alimenta a defesa de políticas de austeridade por parte do Setor Financeiro. Desde 2015 as autoridades econômicas estão implementando políticas de austeridade cortando gastos públicos e desregulamentando o mercado de trabalho, mas com pouco sucesso para recuperar o crescimento e o emprego. Por sua vez, as políticas de austeridade estão aprofundando o processo de financeirização da economia brasileira.

5. Considerações finais

Este trabalho analisou a trajetória de crescimento da economia brasileira desde os anos 2000 à luz dos saldos financeiros dos setores institucionais. Destacamos dois períodos para explicar a trajetória de crescimento econômico recente - os anos em torno da crise financeira internacional de 2008, que interrompeu a fase ascendente do crescimento econômico brasileiro iniciado no

⁵ Ver Serrano e Summa (2015).

início dos anos 2000, e a recuperação do déficit financeiro do Setor Privado após a recessão de 2015-16.

A fase ascendente da trajetória de crescimento, antes da crise financeira internacional de 2008, foi marcada por uma taxa média de crescimento do PIB em torno de 3,5% a.a. Este é o período de conjuntura externa favorável em função da alta dos preços das commodities (saldo financeiro positivo de 0,7% do PIB entre 2003 e 2007). O Setor Privado apresentou saldo financeiro positivo de 3,7% do PIB em média, enquanto o Setor Governo apresentou déficit de 4,6% do PIB no mesmo período.

Após 2010, o saldo financeiro do Setor Externo foi negativo, assim como do Setor Privado. A despesa do Setor não Financeiro com investimentos manteve-se (crescimento médio de 5,7% entre 2010 e 2013) com empréstimos das empresas financeiras. No entanto, isso implicou que o Setor não Financeiro apresentasse déficits financeiros. Por outro lado, a partir de 2010, o governo buscou uma redução do déficit público por meio da implantação da “nova matriz econômica” que contribuiu para a manutenção do déficit financeiro do Setor Privado (2010, 2011, 2012, 2013). A partir de 2013, o Setor não Financeiro passou a reduzir os gastos com investimento, acompanhando o corte do investimento público. Como resultado da contração do investimento agregado, a economia começou a desacelerar e a receita do governo diminuiu, aumentando o déficit do Setor Governo entre 2013 e 2015. Este é um período de transição para a estagnação da economia brasileira na segunda metade de os anos 2010.

Outra constatação importante é que o Setor Financeiro aumentou seu peso na composição do saldo financeiro do Setor Privado, indicando o avanço do processo de financeirização na fase descendente da trajetória de crescimento brasileira. Este aumento foi observado no início da década de 2010 ao permitir a alavancagem do Setor não Financeiro para a realização dos seus planos de investimentos e entre 2015/2017 no financiamento ao Setor Governo. Uma questão levantada é que se uma política cambial mais agressiva para desvalorização do real, nos anos posteriores à crise de 2008, poderia ter melhorado o saldo do Setor não Financeiro nos próximos anos.

Por fim, observamos que, com raras exceções (2003 a 2005), a economia brasileira esteve sempre operando na região IIIb, conforme mostrado no Gráfico 5. Isso significa que a economia brasileira opera na maioria das vezes com déficit

financeiro externo (poupança externa positiva), o que não é favorável ao Setor Privado por torná-lo mais vulnerável a choques externos e dependente do déficit financeiro do Setor Governo, que é politicamente oneroso.

Assim, um objetivo de política de longo prazo seria passar por uma mudança estrutural que ampliasse as exportações brasileiras de bens mais complexos, empurrando a economia brasileira para a região IV (ou mesmo Ia) do Gráfico 5, com superávits externos (poupança externa negativa). Somente nesse cenário é que o Setor Governo e o Setor Privado poderão operar com superávit financeiro. Em suma, a trajetória de crescimento descrita por meio da análise setorial dos fluxos financeiros mostrou que a economia brasileira passou do boom das commodities para a recessão 2015-2016 e se tornou mais dependente dos fluxos financeiros internacionais e menos resiliente a choques externos e está condenada baixo crescimento.

Referências

ARAÚJO, E.; ARAÚJO, E. C.; FERRARI FILHO, F. A atuação das autoridades econômicas brasileiras na crise da Covid-19 e uma análise empírica das políticas fiscal e monetária no período 1996-2020. *Brazilian Keynesian Review*, v. 8, n. 1, p. 92-109, 2022

BARBOSA-FILHO, N. Revisionismo histórico e ideologia: as diferentes fases da política econômica dos governos do PT. *Brazilian Keynesian Review*, 4(1), 2018.

BARBOSA-FILHO, N.; SOUZA, J. A inflexão do Governo Lula: Política Econômica, crescimento e distribuição de renda. In: SADER, E.; GARCIA, M. A. (Orgs.). *Brasil: entre o Passado e o Futuro*. São Paulo: Fundação Perseu Abramo/Boitempo, 2010.

VASCONCELOS, L.; BARBOSA-FILHO, N. H. Matriz de contabilidade social, resultado primário e pagamento de juros por setor institucional no Brasil. *Revista de Economia*, v. 42, n. 77, p. 7-41, 2020

BRESSER-PEREIRA, L. C. A taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento. *Estudos Avançados*, v. 26, n. 75, 2012.

BRUNO, M. Financeirização e crescimento econômico: o caso do Brasil. *ComCiência*, n. 128, Campinas, maio 2011. Disponível em: <https://comciencia.scielo.br/pdf/cci/n128/a09n128.pdf>

BURGESS, S. B.. A Dynamic Model of Financial Balances for the United Kingdom. (*Staff Working Paper*), 2016. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/working-paper/2016/a-dynamic-model-of-financial-balances-for-the-uk>.

CARVALHO, L. *Valsa Brasileira. Do boom ao Caos Econômico*. São Paulo: Todavia, 2018.

CARVALHO, L.; RUGITSKY, F. Growth and distribution in Brazil the 21st century: revisiting the wage-led versus profit-led debate. *Working Paper FEA/USP*, n. 25, 2015. Disponível em: http://www.repec.eae.fea.usp.br/documentos/Carvalho_Rugitsky_25WP.pdf, 2015.

DAFERMOS, Y. Debt cycles, instability and fiscal rules: a Godley-Minsky synthesis. *Cambridge Journal of Economics*, v. 42, n. 5, 2018.

DOS SANTOS, C. A Stock-Flow Consistent General Framework for Formal Minskyan Analyses of Closed Economies. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 27, 2005.

DOS SANTOS, C. M. & MACEDO E SILVA, A. Revisiting (and Connecting) Marglin-Bhaduri and Minsky: An SFC Look at Financialization and Profit-Led Growth. *Working Paper*, n. 567. *Levy Economics Institute of Bard College*, 2009.

EPSTEIN, G. *Financialization and the world economy*. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

FEIJÓ, C. et al. *Contabilidade Social: A nova referência das Contas Nacionais do Brasil*. Rio de Janeiro: Campus, 2013.

FEIJÓ, C.; LAMÔNICA, M.; BASTOS, J. Why does the investment rate not increase? Capital accumulation and stabilization policy in the 1990s and 2000s in Brazil. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 39, n. 4, 539-561, 2017.

FEIJÓ, C.; LAMÔNICA, M.; LIMA, S. Financialization and Structural Change: the Brazilian case in the 2000s. *Economia e Sociedade*, v. 28, n. 1, 2019.

GODLEY, W.; CRIPPS, F. *Macroeconomics*. Londres: Fontana, 1983

GODLEY, W.; LAVOIE, M. *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*. Basingstoke: Palgrave MacMillan, 2007.

GODLEY, W.; SHAIKH, A. An Important Inconsistency at the Heart of the Standard Macroeconomic Model. In: LAVOIE, M; ZEZZA, G. *The Stock-Flow*

Consistent Approach: Selected Writings of Wynne Godley. Nova Iorque: Palgrave Macmillan, 2012.

GUDGIN, G.; COUTTS, K.; GIBSON, N. The CBR macro-economic model of the UK economy (UKMOD). (Working Paper n. 472). Cambridge: Centre for Business Research, University of Cambridge, set. 2015. Disponível em: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2023/05/cbrwp472.pdf>

IBGE. *Nota metodológica nº 10 - Sistema de Contas Nacionais*. Rio de Janeiro: Diretoria de Pesquisa/DPE, 2000.

JAYADEV, A.; EPSTEIN, G. The correlates of rentier returns in OECD countries. (PERI Working Paper n. 123). Amherst: Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, 2007. Disponível em: <https://hdl.handle.net/20.500.14394/40246>

KALECKI, M. Political aspects of full employment. *Political Quarterly*, v. 14, n. 1, p. 322-330, 1943

KREGEL, J. Debtors' Crisis or Creditors' Crisis? Who Pays for the European Sovereign and Subprime Mortgage Losses? *Economics Public Policy Brief Archive ppb_121*. Levy Economics Institute, 2011.

LAVOIE, M.; GODLEY, W. Kaleckian Models of Growth in a Coherent Stock-Flow Monetary Framework: A Kaldorian View. In: LAVOIE, M.; ZEZZA, G. *The Stock-Flow Consistent Approach: Selected Writings of Wynne Godley*. Nova Iorque: Palgrave Macmillan, 2012.

LAVOIE, M.; ZEZZA, G. *The Stock-Flow Consistent Approach: Selected Writings of Wynne Godley*. Cambridge: Palgrave, 2012.

LOUREIRO, P. M.; SAAD FILHO, A. The Limits of Pragmatism: The Rise and Fall of the Brazilian Workers' Party (2002-2016). *Latin American Perspectives*, 46 (1), 2019.

MARQUETTI, A. A.; HOFF, C. R.; MIEBACH, A. D. Lucratividade e distribuição: a origem econômica da crise política brasileira. 2016. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/312191358>

MARTINS, G.; RUGITSKY, F. The commodities boom and the profit squeeze: output and profit cycles in Brazil (1996-2016). *Working papers series FEA/USP*, n. 2018-09. Disponível em: <https://ideas.repec.org/p/spa/wpaper/2018wpecon09.html>, 2018.

MESS, M.; SCHMELZER, S. Extension of the empirical stock-flow consistent (SFC) model for Austria: implementation of several asset classes, a detailed tax

system and exploratory scenarios. Viena: Institut für Höhere Studien (IHS), 9 dez. 2016. Disponível em:

https://irihs.ihs.ac.at/id/eprint/4135/1/Report_MiessSchmelzer_SFCfinal.pdf

MINSKY, H. *Stabilizing an Unstable economy*. Yale: Yale University Press, 1986.

MUYSKEN, J.; BONEKAMP, B.; MEIJERS, H. Stock-flow consistent data for the Dutch economy, 1995-2015. (MERIT Working Paper n. 2017-045). Maastricht: United Nations University - Maastricht Economic and Social Research Institute on Innovation and Technology (MERIT), 2017. Disponível em:

<https://ideas.repec.org/p/unm/unumer/2017045.html>

NASSIF, A.; FEIJÓ, C.; ARAÚJO, E. Macroeconomic policies in Brazil before and after the 2008 global financial crisis: Brazilian policy-makers still trapped in the New Macroeconomic Consensus guidelines. *Cambridge Journal of Economics*, v. 44, n. 4, 2020.

NIKIFOROS, M. Demand, Distribution, Productivity, Structural Change, and (Secular?) Stagnation. *Working Paper*, n. 945. Levy Economics Institute of Bard College, 2020.

NIKIFOROS, M.; ZEZZA, G. Stock-flow Consistent Macroeconomic Models: A Survey. *Working Paper No. 891 - Levy Economics Institute of Bard College*, 2017.

OCAMPO, J. A.; RADA, C.; TAYLOR, L. *Growth and policy in developing countries : a structuralist approach*. Nova York: Columbia University Press, 2009.

OREIRO, J. L. Do tripé macroeconômico ao fracasso da nova matriz: a evolução do regime de política macroeconômica no Brasil (1999-2014). Mai 2015. Disponível em:

https://www.researchgate.net/publication/277234315_Do_Tripe_Macroeconomico_ao_Fracasso_da_Nova_Matriz

OREIRO, J. L. da C. A grande recessão brasileira: diagnóstico e uma agenda de política econômica. *Estudos Avançados*, v. 31, n. 89, 2017.

OREIRO, J. L. da C.; FEIJÓ, C.; PUNZO, L.; MACHADO, J. P. Peripheral Financialization and Premature Deindustrialization: A Theory and the Case of Brazil (2003-2015). *PKES working paper*, n. 2103, 2021. Disponível em: <http://www.postkeynesian.net/downloads/working-papers/PKWP2103.pdf>.

PALLEY, T. *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*. Nova York: Palgrave Macmillan, 2013.

PAULA, L. F. de; ALVES JUNIOR, A. Comportamento dos bancos e ciclo de crédito no Brasil em 2003-2016: uma análise pós-keynesiana da preferência pela liquidez. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 24, n. 2, 2020.

PRATES, D.; MARÇAL, E. O Papel do Ciclo de Preços das Commodities no Desempenho Recente das Exportações Brasileiras. *Análise Econômica*, v. 26, n. 49, 2008.

ROSSI, P. Regime macroeconômico e o projeto social-desenvolvimentista. (Texto para Discussão TD 2029). Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), jan. 2015. Disponível em:

<https://repositorio.ipea.gov.br/entities/publication/d8b7e54a-df1d-46dd-86c4-54cea9808365>

SANTOS, J. Ensaio sobre crescimento, restrição ao balanço de pagamentos e distribuição de renda em abordagem Stock-Flow Consistent (SFC). Tese (Doutorado em Economia). Universidade Federal de Uberlândia. Uberlândia, 2017.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Macroeconomic Policy, Growth and Income Distribution in the Brazilian Economy in the 2000s. *Investigación Económica*, v. 71, n. 282, 2012.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014. (CEPR Working Paper). Londres: Centre for Economic Policy Research, 2015. Disponível em:

https://www.researchgate.net/publication/277234315_Do_Tripe_Macroeconomico_ao_Fracasso_da_Nova_Matriz

SINGER, A. Cutucando onças com varas curtas. *Novos Estudos*, ed. 102, v. 34, n.2, 2015.

STOCKHAMMER, E. Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime. *Working Paper*, n. 142. Political Economy Research Institute, 2007.

TOKUCU, E.; KÜNÜ, S.; AKÇA, M. Hyman P. Minsky's "Big Government" approach in securing economics stability and its applicability in the Turkish economy. *KAUJEASF*, v. 10, n. 20, 2019.

Apêndice metodológico

Como Nikiforos e Zezza (2017) colocam, há um crescente interesse em desenvolver modelos da família SFC para analisar questões e trajetórias das economias capitalistas. No entanto, Muysken, et al. (2017) chama atenção a existência de poucos estudos utilizando dados reais dos países para analisar a trajetória da economia. Alguns estudos que o fazem, como Miess e Schmeltzer (2016), Gudgin e et al. (2015) e Burgess (2016), procuram montar modelos SFC determinando relações comportamentais entre os agentes via calibragem das variáveis de maneira *ad hoc*⁶ e, por outro lado, outros estudos como Dafermos (2018) e Godley e Shaikh (2012) buscam uma modelagem puramente teórica ou simulam uma economia artificial como em Dos Santos (2005), Lavoie e Godley (2012)⁷ e Dos Santos e Macedo e Silva (2009).

No entanto, como colocado na introdução deste trabalho, nosso objetivo foi apresentar a trajetória da economia brasileira de maneira que os fluxos e estoques financeiros sejam apresentados de maneira consistente. Assim, todos os dados coletados tiveram como ponto de partida as CEI publicadas pelo IBGE entre os anos de 2000 e 2017.

Feijó *et al.* (2013) colocam que as CEI constituem o corpo central do sistema de contas nacionais e são apresentadas através de setores institucionais. As mesmas são construídas em torno de uma sequência lógica de contas de fluxo inter-relacionadas com as contas de patrimônio⁸. A ligação entre as contas é dada pelo seu saldo que é transportado para a conta seguinte.

Com base nos dados das CEI, foi possível realizar adaptações para apresentar os mesmos em termos das três matrizes básicas que os autores da abordagem SFC utilizam. Godley e Lavoie (2007) desenvolvem estas três matrizes básicas da abordagem SFC, partindo das identidades macroeconômicas básicas de que toda renda de uma economia deve ser igual ao dispêndio, pois “o gasto de algum setor sempre será a renda de outro setor”.

⁶ Ver Santos (2017).

⁷ Para maiores detalhes sobre este tipo de modelos, ver Lavoie e Zezza (2012).

⁸ As contas de fluxo descrevem como ocorrem diferentes tipos de atividades econômicas num determinado nível de tempo, enquanto as contas de patrimônio registram os valores dos ativos e passivos detidos pelos setores institucionais no início e fim de um período.

Para melhor compreensão da adaptação feita na CEI publicada pelo IBGE⁹, apresentaremos a seguir a metodologia das três matrizes básicas de Godley e Lavoie (2007) para uma economia hipotética sem Setor Externo. Em seguida mostramos as adaptações possíveis para a CEI.

A.1 – Matrizes básicas de fluxo e estoque de Godley

A primeira matriz básica (conta corrente) apresentada por procura relacionar os gastos e rendas de cada setor institucional a partir da identidade básica da contabilidade social, onde o dispêndio total (consumo, investimentos e gastos do governo com bens e serviços) é igual a renda total (salários e lucros).

$$C + I + G = Y = WB + F + T$$

(Equação A.1)

Onde C é o consumo, I é o investimento, G representa os gastos do governo, Y a renda total da economia, WB representa o salário, F os lucros e T os impostos.

Godley e Lavoie (2007) apresentam a equação A.1 acima em forma de matriz (denominada de matriz de conta corrente) onde cada variável é transacionada com cada setor, como é possível verificar abaixo:

Tabela A.1 – Matriz de Conta Corrente

	Famílias	Empresas (Corrente)	Empresas (Capital)	Governo	Σ
Consumo	- C	+ C			0
Gastos do Governo		+ G		-G	0
Investimentos		+I	-I		0
Total – Renda / Dispêndios		Y			
Salários	+WB	-WB			0
Lucros	+F	-F			0
Impostos	-T			+T	0
Σ	Poupança	0	Investimentos (-)	Saldo Governo	0

Fonte: elaboração própria.

⁹ Ver IBGE (2000).

A terceira coluna da tabela A.1 apresenta exatamente a equação A.1 acima. As demais colunas apresentam as transações entre os setores institucionais presentes na mesma equação. A última linha da tabela A.1 mostra que o sistema ainda não lista todas as transações de fluxo existentes na economia, pois, não apresentam a contraparte de cada saldo gerado. Por exemplo, não apresenta as variáveis da poupança das famílias, ou como o saldo do Governo foi alocado. Nesta linha, Assim, Godley e Lavoie (2007) apresentam a segunda matriz (matriz de transação) que completa toda a mudança de fluxos da economia ao incluir as variações dos ativos que representam as contrapartes da matriz de conta corrente. Por exemplo, um aumento do consumo das famílias pode ter origem na variação dos depósitos à vista, papel moeda ou ações em posse das mesmas.

Tabela A.2 - Matriz de Transação

	Famílias	Empresas (Corrente)	Empresas (Capital)	Bancos	Governo	Σ
Consumo	- C	+ C				0
Investimentos		+I	-I			0
Gastos do Governo		+ G			-G	0
Salários	+WB	-WB				0
Lucros	+F_f	-F_e	+Fu_e			0
Impostos	-T				+T	0
Variação empréstimos			+ΔE_e	-ΔE		0
Variação moeda	-ΔM_f			-ΔM_b	-ΔM	0
Variação depósitos	-ΔD			+ΔD		0
Variação títulos públicos	-ΔTi_f			-ΔTi_b	+ΔTi	0
Variação ações	-Δa*p		+Δa*p			0
Σ	0	0	0	0	0	0

Fonte: elaboração própria.

Nas novas linhas da tabela A.2 em relação a tabela A.1 temos que E, M, D, Ti “a” e “p” são empréstimos, moeda, depósitos, títulos públicos, quantidade de ações das empresas, e o preço das ações no período. As letras minúsculas “f”, “e” e “b” indicam se a variável pertence ao setor família, empresas e bancos, respectivamente. Diferente da tabela A.1, a matriz de transação exibida na coluna 8 incluiu o segmento bancário para melhor representar o fluxo de moeda e depósitos desta economia.

Agora é possível verificar na última linha da matriz de transação (tabela A.2) que os saldos financeiros setoriais totais (última linha da tabela A.1) são atendidos através de variações em empréstimos, moedas, depósitos, títulos e ações das empresas.

Finalmente, a terceira matriz básica (matriz de estoques) apresenta justamente as mudanças de estoque dos ativos cuja variação do fluxo foi incluída na matriz de fluxo de transação. Assim, toda variação no fluxo é consistentemente registrada na matriz de estoques através do registro da mudança do ativo e passivo da mesma. A tabela A.3 abaixo apresenta um exemplo de como seria a matriz de estoque para a economia descrita na tabela A.2.

Tabela A.3 - Matriz de estoque

	Famílias	Empresas (Corrente)	Bancos	Governo	Σ
Empréstimos		+E	-E		0
Moeda	+M _f		+M _b	-M	0
Depósitos	+D		-D		0
Títulos públicos	+Ti _f		+Ti _b	-Ti	0
Ações	+a * p	-a * p			0
Σ	W _f	W _e	W _b	W _g	0

Fonte: elaboração própria.

Naturalmente, a última linha representa o total de riqueza W que cada agente setorial possui no período.

A.2 - Adaptação da CEI para as matrizes de Godley

A conta 1 das CEI (Produção / conta externa de bens e serviços) apresenta o total produzido na economia, representando o Y dado na equação A.1 acima. As contas de nível 2 das CEI permitem construir toda a matriz básica de conta corrente de Godley, pois neste nível as CEI separam as contas de geração de renda (Conta 2.1.1), bem como as alocações das mesmas (2.1.2 - Alocação primárias da renda, 2.2 - Distribuição secundária da renda, 2.3 - Redistribuição da renda em espécie e 2.4 - Uso da Renda).

As contas que foram utilizadas para representar a geração e alocação da renda foram as seguintes:

Tabela A.4 – Contas da CEI utilizadas

Conta	Significado
Conta Externa	Saldo externo de bens e serviços
Salários	Salários recebidos pelas famílias
Lucros	Representa o Excedente operacional bruto e a remuneração dos trabalhadores autônomos
Impostos, líquidos de subsídios, sobre produtos	Impostos sobre a produção recebidos pelo Setor Governo
Rendas de propriedade	Fluxo financeiro de dispêndio ou gasto por parte dos agentes financeiros
Impostos correntes sobre a renda, patrimônio, etc.	Fluxo de Impostos sobre a renda paga pelos setores institucionais e recebidos pelo Governo
Contribuições sociais	Fluxo de pagamento do Governo aos demais setores institucionais
Benefícios sociais, exceto transferências sociais em espécie	
Outras transferências correntes	
Transferências sociais em espécie	
Fundo de pensão	
Consumo	Fluxo de dispêndios das famílias e governos

Fonte: elaboração própria.

O somatório dessas contas da tabela A.4 representa o saldo financeiro para cada setor institucional em cada período, equivalendo, portanto, ao saldo da matriz de conta corrente de Godley apresentado na tabela A.1. Este valor equivale à necessidade de financiamento de cada setor e é atendida através da variação da riqueza/estoque de cada setor.

O IBGE só passou a disponibilizar a conta de patrimônio de cada setor aberto em rubricas somente após 2010, por isso, nossa análise só teve este detalhamento a partir deste ano. Abaixo seguem as contas de patrimônio disponibilizadas pelo IBGE a partir de 2010:

Tabela A.5 – Contas Patrimônio

Conta
Ouro monetário e DES
Numerário e depósitos
Títulos de dívidas *
Empréstimos
Participações de capital e em fundos de investimentos
Sistemas de seguros, de previdência e regime de garantias padronizadas
Derivativos financeiros

Fonte: elaboração própria.

Estas contas de patrimônio equivalem às contas da matriz de estoque da tabela A.3. A variação destas contas, portanto, se anulam com a necessidade de financiamento de cada setor institucional dando consistência de fluxo à análise. A variação destas contas de patrimônio somadas com o saldo da matriz de conta corrente, gera a matriz de transação da tabela A.2.

A.3 – Matriz de Transação Completa utilizada

A tabela A.6 abaixo apresenta a matriz de transação completa citada na seção 5 com todas as rubricas da CEI utilizada. Quando o sistema de contas nacionais é utilizado para construir uma matriz de fluxo, algumas informações não são apresentadas e é preciso criar uma coluna de agregação para a matriz de conta corrente. No caso da adaptação da CEI proposta abaixo, foi incluída a coluna de produção que representa a igualdade renda e despesa agregada. Muysken *et al.* (2017) também utilizam de artifício semelhante ao incluir uma linha de produção na matriz de fluxo. Além deste detalhe, os autores consideram o somatório da linha e coluna como o valor da produção de cada agente/setor institucional.

Tabela A.6 – Matriz de transações completa

Contas	Famílias*	Governo**	Empresas financeiras	Empresas não-financeiras	Setor Externo	Produção	Σ
(X-M)					+N _x	-N _x	-
Salários	+W _b				+W _x	-(W _b + W _x)	-
Lucros	+F _{tf}	+F _{tg}	+F _{tfin}	+F _{tnf}		-(F _{tf} + F _{tg} + F _{tfin} + F _{tnf})	-
Impostos, líquidos de subsídios, sobre produtos		+T _p				-T _p	-
Consumo	-C _f	-C _g				(C _g +C _f)	-
Investimentos	-I _f	-I _g	-I _{fin}	-I _{nf}		(I _f +I _g +I _{fin} +I _{nf})	-
Rendas de propriedade	R _{pf}	R _{pg}	R _{pfin}	R _{pnf}	R _{px}		-
Impostos correntes sobre a renda, patrimônio, etc.	-T _{rf}	+T _r	-T _{rfin}	-T _{rnf}			-

Contas	Famílias *	Governo **	Empresas financeiras	Empresas não- financeiras	Setor Externo	Produção	Σ
Contribuições sociais	-CSf	+CSg	+Csfin				-
Benefícios sociais, exceto transferências sociais em espécie	+BSf	-BSg	-Bsfin				-
Outras transferências correntes	OTCf	OTCg	OTCfin	OTCnf	OTCx		-
Transferências sociais em espécie	+TRSf	-TRSg					-
Fundo de pensão	+AFPf	-AFPg	-AFPfin				-
Aquisições líquidas de cessões de ativos não- financeiros não- produzidos		Alnfg		Alnfnf	Alnfx		-
Transferências de capital	TrKf	TrKg	TrKfin	TrKnf	TrKx		-
							-
Variação no Patrimônio Financeiro							
Ouro monetário e DES	ΔOf	ΔOg	ΔOfin	ΔOnf	ΔOx		-
Numerário e depósitos	ΔDpf	ΔDpg	ΔDpfin	ΔDpnf	ΔDpx		-
Títulos de dívidas***	ΔTDf	ΔTDg	ΔTDfin	ΔTDnf	ΔTDx		-
Empréstimos	ΔEmpf	ΔEmpg	ΔEmpfin	ΔEmpnf	ΔEmpx		-
Participações de capital e em fundos de investimentos	ΔFif	ΔFig	ΔFifin	ΔFinf	ΔFix		-
Sistemas de seguros, de previdência e regime de garantias padronizadas	ΔSegf	ΔSegg	ΔSegfin	ΔSegnf	ΔSegx		-

Contas	Famílias*	Governo**	Empresas financeiras	Empresas não- financeiras	Setor Externo	Produção	Σ
Derivativos financeiros	$\Delta Devf$	$\Delta Devg$	$\Delta Devfin$	$\Delta Devnf$	$\Delta Devx$		-
Σ	-	-	-	-	-	-	-

* Inclui famílias e Instituições sem fins de lucro a serviço das famílias.

** Inclui o excedente operacional bruto do Governo.

*** Somado com outras contas a receber/pagar.

Legenda			
Wb	Salários	TrKf	Saldo das transferências de capital - famílias
Wx	Saldo de salários enviados/recebidos exterior	TrKg	Saldo das transferências de capital - governo
Ftf	Excedente das famílias	TrKfin	Saldo das transferências de capital - empresas financeiras
Ftg	Excedente do governo	TrKnf	Saldo das transferências de capital - empresas não financeiras
Ftfin	Excedente das empresas financeiras	TrKx	Saldo das transferências de capital - Setor Externo
Ftnf	Excedente das empresas não-financeiras	ΔOf	Variação de Ouro Monetário - Famílias
Tp	Impostos sobre produtos	ΔOg	Variação de Ouro Monetário - Governo
Cg	Consumo do Governo	$\Delta Ofin$	Variação de Ouro Monetário - Empresas Financeiras
Cf	Consumo das famílias	ΔOnf	Variação de Ouro Monetário - Empresas não-financeiras
If	Investimento das famílias	ΔOx	Variação de Ouro Monetário - Setor Externo
Ig	Investimento do governo	ΔDpf	Variação de depósitos - Famílias
Ifin	Investimento das empresas financeiras	ΔDpg	Variação de depósitos - Governo
Inf	Investimento das empresas não-financeiras	$\Delta Dpfin$	Variação de depósitos - Empresas Financeiras
Rpf	Saldo das rendas de propriedade das famílias	$\Delta Dpnf$	Variação de depósitos - Empresas não-financeiras
Rpg	Saldo das rendas de propriedade do governo	ΔDpx	Variação de depósitos - Setor Externo
Rpfin	Saldo das rendas de propriedade das empresas financeiras	ΔTDF	Variação dos títulos de dívida - Famílias

Legenda		
Rpnf	Saldo das rendas de propriedade das empresas não-financeiras	ΔTDg Variação dos títulos de dívida - Governo
Rpx	Saldo das rendas de propriedade enviado/recebido	$\Delta TDfin$ Variação dos títulos de dívida - Empresas Financeiras
Trf	Imposto de renda paga pelas famílias	$\Delta TDnf$ Variação dos títulos de dívida - Empresas não-financeiras
Tr	Imposto de renda recebido pelo governo	ΔTDx Variação dos títulos de dívida - Setor Externo
Trfin	Imposto de renda pago pelas empresas financeiras	$\Delta Empf$ Variação dos empréstimos - Famílias
Trnf	Imposto de renda pago pelas empresas não-financeiras	$\Delta Empg$ Variação dos empréstimos - Governo
CSf	Contribuição social paga pelas famílias	$\Delta Empfin$ Variação dos empréstimos - Empresas Financeiras
CSg	Contribuição social recebida pelo Governo	$\Delta Empnf$ Variação dos empréstimos - Empresas não-financeiras
Csfin	Contribuição social recebida pelas empresas financeiras	$\Delta Empx$ Variação dos empréstimos - Setor Externo
BSf	Benefício social recebido pelas famílias	ΔFif Variação dos Fundos de Investimento - Famílias
BSg	Benefício social pago pelo governo	ΔFig Variação dos Fundos de Investimento - Governo
Bsfin	Benefício social pago pelas empresas financeiras	$\Delta Fifin$ Variação dos Fundos de Investimento - Empresas Financeiras
OTCf	Saldo outras transferências correntes - Famílias	$\Delta Finf$ Variação dos Fundos de Investimento - Empresas não-financeiras
OTCg	Saldo outras transferências correntes - Governo	ΔFix Variação dos Fundos de Investimento - Setor Externo
OTCfin	Saldo outras transferências correntes - empresas financeiras	$\Delta Segf$ Variação sistema de seguros e previdência - Famílias
OTCnf	Saldo outras transferências correntes - empresas não-financeiras	$\Delta Segg$ Variação sistema de seguros e previdência - Governo
OTCx	Saldo outras transferências correntes - Setor Externo	$\Delta Segfin$ Variação sistema de seguros e previdência - Empresas Financeiras
TRSF	Transferências Sociais em espécie recebido pelas famílias	$\Delta Segnf$ Variação sistema de seguros e previdência - Empresas não-financeiras
TRSG	Transferências Sociais em espécie pago pelo governo	$\Delta Segx$ Variação sistema de seguros e previdência - Setor Externo
AFPF	Ajustamento pela variação da participação líquida das famílias nos fundos de pensões	$\Delta Devf$ Variação de derivativos - Famílias

Legenda			
AFPg	Ajustamento pela variação da participação líquida das famílias nos fundos de pensões	$\Delta Devg$	Variação de derivativos - Governo
AFPfin	Ajustamento pela variação da participação líquida das famílias nos fundos de pensões	$\Delta Devfin$	Variação de derivativos - Empresas Financeiras
Alnfg	Saldo das aquisições líquidas de cessões de ativos não-financeiros não-produzidos (Governo)	$\Delta Devnf$	Variação de derivativos - Empresas não-financeiras
Alnfnf	Saldo das aquisições líquidas de cessões de ativos não-financeiros não-produzidos (empresas não-financeiras)	$\Delta Devx$	Variação de derivativos - Setor Externo
Alnfx	Saldo das aquisições líquidas de cessões de ativos não-financeiros não-produzidos (Setor Externo)		

Fonte: elaboração própria.

O governo apresenta receita de recebe impostos, contribuições sociais e transferências e suas saídas de caixa representam consumo, investimentos, rendas de propriedade, transferências e benefícios sociais. As empresas, tanto financeiras quanto não-financeiras geram lucros e gastam em investimentos, rendas de propriedade, impostos, benefícios sociais. Finalmente, o Setor Externo é representado pelo saldo de importação e exportação de bens e serviços, renda de propriedades enviadas ou recebidas, transferências e saldo das aquisições líquidas de ativos não-financeiros não-produzidos.