

04.07.2017

## Riqueza e ‘intolerância com dívida’: Estimativas empíricas muito preliminares

**Gustavo H. B Franco & Evandro Buccini<sup>1</sup>**

A ideia de que a dívida pública brasileira, sobretudo interna, e mesmo considerando apenas a parcela sob a forma de títulos (a dívida mobiliária), seria *grande demais* tem invocado prognósticos novos e assustadores, bem como debates acalorados a respeito da influência das contas fiscais sobre a política monetária. Vista como proporção do Produto Interno Bruto a dívida pública brasileira mesmo depois de ultrapassar 70%, não parece impressionar quando comparada à de outros países: é talvez a maior entre os emergentes, mas é bem menor que a da maior parte dos países desenvolvidos. Isso não deveria proporcionar maior alívio pois, *ceteris paribus* e ressalvadas as inúmeras particularidades que afetam os determinantes do risco soberano, são bastante diversas as possibilidades de endividamento abertas para países ricos e pobres. É de se notar, todavia, que raramente se vê muita elaboração sobre as razões dessa diferença a partir da comparação que pareceria mais óbvia, aquela entre os níveis de riqueza em cada país. Na verdade, este cotejo é um dos temas desta nota.

Em suas diferentes acepções, a riqueza já foi um tema muito popular entre pesquisadores nos primeiros tempos da contabilidade nacional<sup>2</sup>, mas, gradualmente, o interesse no assunto foi se reduzindo seja em função de dificuldades conceituais e de medição, ou em razão da percepção de que o PIB oferecia uma métrica mais fácil e operacional para o progresso das nações e também uma régua simples e homogênea para as grandezas macroeconômicas e para as comparações internacionais. Ocasionalmente se argumenta que esta ou aquela dimensão positiva ou negativa da atividade econômica não é capturada pelo PIB como tipicamente acontece, por exemplo, quando os olhares se voltam para os temas ambientais, o capital humano e institucional, ou para os determinantes da

---

<sup>1</sup> Os autores agradecem a Gabriel Jardanovski pelas habilidades exercidas no manejo dos dados.

<sup>2</sup> Kuznets (1938) é um clássico, e muito indicativo é o próprio título do longo projeto de pesquisa patrocinado pelo NBER: *studies in income and wealth*.

felicidade<sup>3</sup>. De forma assemelhada, o fenômeno da desigualdade e seus determinantes foram as motivações principais para o festejado trabalho de Thomas Piketty que indagava sobre se o processo de acumulação de capital levava inexoravelmente à concentração da riqueza, como nas clássicas profecias marxistas.<sup>4</sup>

Não deve haver dúvida de que as meticulosas estimativas para a riqueza em diferentes países trazidas por Piketty introduziram uma dimensão empírica adicional a orientar a conjectura sobre o patamar a definir dívidas ditas “excessivas”, um tema tratado com relativa parcimônia em seu trabalho, mas sobre o qual produziu alguns *insights* importantes. O tamanho da riqueza privada pode ser um elemento crucial para explicar as diferenças nacionais na capacidade de o Estado se endividar bem como para se entender as tensões entre o público e o privado nas definições da política fiscal e de dívida pública, com as consequências que se pode imaginar sobre as taxas de juros, possivelmente na forma canônica do chamado *crowding out*.

A comparação entre o endividamento público e a riqueza envolve alguns cuidados, a começar pelo fato de que é preciso separar riqueza pública e privada e atentar para o fato de que “como um título público nada mais é que um crédito de uma parcela da população (os que recebem juros) sobre outra (os que pagam impostos) deve ser excluído da riqueza nacional e incluído apenas na riqueza privada”.<sup>5</sup> Isso quer dizer que a dívida pública interna, emitida em moeda nacional, não reduz a riqueza nacional, uma vez que é simultaneamente um ativo do setor privado e um passivo do governo<sup>6</sup>. Isso posto, os fatos estilizados trazidos por Piketty são os seguintes: como a riqueza privada de França, Alemanha, Inglaterra e EUA, segundo estimativas do mesmo, estava entre quatro e seis vezes os respectivos PIBs em 2010<sup>7</sup>, e lembrando que o nível de riqueza pública *líquida* desses países é próximo de zero, a dívida pública representava nessa ocasião uma parcela *modesta* da riqueza privada nacional, mal chegando a 20% do total, mesmo depois dos acréscimos à dívida pública decorrentes da crise.

A ideia de que a dívida pública nos EUA, em particular, seria *pequena* para um país rico como os EUA e ainda mais dotado do chamado “privilégio exorbitante”, ou de uma demanda

---

<sup>3</sup> Como em World Bank (2006) ou em Stiglitz, Sen & Fitoussi (2009).

<sup>4</sup> Piketty, 2014, p. 1.

<sup>5</sup> *Ibidem*, p. 114.

<sup>6</sup> Por óbvio, não é o que se passa com a dívida externa, que não é nosso assunto aqui.

<sup>7</sup> *Ibidem*, pp. 145, 154.

internacional excessiva por sua própria moeda, não deveria surpreender<sup>8</sup>. Essas considerações podem amenizar as apreensões quanto aos níveis hoje muito elevados de endividamento público em alguns países ricos, em boa medida justificáveis seja pelo fato de que os episódios anteriores de “desalavancagem” a partir de níveis semelhantes de dívida, ocorridos ao longo dos anos 1950, contaram com a grande ajuda de uma combinação perversa entre repressão financeira e inflação<sup>9</sup>, seja pelas alternativas oferecidas pelo próprio Piketty, cuja recomendação mais conhecida é um imposto confiscatório para reduzir a dívida e a desigualdade<sup>10</sup>. Na essência, portanto, não haveria razão para maiores preocupações ao menos em se tratando dos países ricos muito endividados, incluído o Japão, pois afinal, são países *muito ricos*.

Mas e quanto ao Brasil? Nossas riquezas conhecidas, somadas às ainda ocultas (somos o país do futuro, como se sabe) não seriam também muito maiores que as dívidas contraídas pelo governo? Ou não seria o exato oposto?

Com estimativas ainda que aproximadas para o nível de riqueza privada passível de ser alocada em títulos públicos seria possível aferir se o endividamento público entrou em uma faixa de atenção ou mesmo de perigo. Este trabalho possui ambições modestas diante dessas questões e limita-se a produzir uma estimativa empírica para a riqueza privada no Brasil na acepção utilizada por Piketty prudentemente descrita como muito preliminar. Essa estimativa, todavia, não discrepa em ordem de grandeza das obtidas por outros autores a partir de diferentes metodologias. Em seguida, com base em comparações entre a nossa estimativa e alguns conceitos diferentes de endividamento público, esta nota forma um juízo sobre se a dívida pública parece excessiva e especula sobre se os achados amparam a existência de um processo de *crowding out* e sobre os complexos mecanismos envolvidos na absorção de dívida interna (em moeda e indexador doméstico) por investidores não residentes. Face à dimensão do trabalho empírico aqui desenvolvido, seja para as estimativas para a riqueza privada brasileira, seja para os dados de outros países, não se pode afirmar que os números aqui dispostos forneçam mais que uma primeira impressão. Ainda assim, nossa expectativa é de que os resultados estimulem outros esforços de pesquisa mais minuciosos nessa mesma direção.

---

<sup>8</sup> Por exemplo DeLong, 2016. Na verdade, o tema é antigo e retroage ao menos à época em que a expressão “privilégio exorbitante” foi primeiro empregada pelo presidente francês Valéry Giscard d’Estaing, conforme discutido extensamente em Eichengreen (2011).

<sup>9</sup> Reinhart & Sbrancia, 2011, p. 8.

<sup>10</sup> Piketty, 2014, p. 541.

## 1. Riqueza e endividamento excessivo

Os países diferem na sua capacidade de se endividar mercê de uma infinidade de fatores, cujo estudo constitui a base da pujante indústria do risco soberano, na qual pontificam as agências de “*rating*”, além de bancos, seguradoras e seus respectivos reguladores, todos compartilhando uma sabedoria relativamente amadurecida sobre capacidade e disposição para o pagamento de dívidas. A experiência de endividamento de países emergentes é objeto de uma enorme literatura de viés histórico, mas que, por razões compreensíveis, se concentra nas questões atinentes ao endividamento *externo*, ou seja, *aquele constituído em moeda diferente daquela do próprio país*. É com base nessa experiência que Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff e Miguel Savastano desenvolveram a famosa tese segundo a qual certos países mostram uma espécie de “intolerância” com relação a endividamento público, ou seja, uma incapacidade que muitas economias emergentes experimentariam ao alcançar certos patamares de dívida que pareceriam perfeitamente administráveis pelos padrões das economias avançadas. Segundo os autores, esta condição se mostra “intimamente relacionada com o largamente disseminado fenômeno do *serial default* (“calote serial”, numa tradução ao pé da letra) que tem acometido tantos países ao longo dos últimos dois séculos”<sup>11</sup>.

Quando se trata de dívida interna, todavia, a “síndrome da intolerância” parece perder nitidez e talvez mesmo o sentido. Os *defaults* em dívidas denominadas em moeda doméstica, na percepção de Reinhart & Rogoff, seriam pequenos e parciais, bem como (e principalmente) muito difíceis de aparecer nas estatísticas<sup>12</sup>. A explicação para esta condescendência com relação ao endividamento interno tem uma base curiosa: não deveria ser muito pesado carregar um endividamento que pode ser quitado com a entrega de uma mercadoria de que o próprio devedor possui o monopólio de fabricação. Na verdade, é exatamente nesse ponto que reside uma das razões de ser da própria inflação, ou seja, a pintura de pedaços de papel para honrar compromissos do governo, ao menos em termos nominais. Independente do mérito ético, a inflação *sempre pode resolver* o problema da dívida

---

<sup>11</sup> Reinhart, Rogoff & Savastano 2003, p. 1. Reinhart & Rogoff desenvolveram esses conceitos tendo em mente a experiência de endividamento *externo*, onde a experiência do Brasil não parece tão negativa quanto pareceriam indicar os sete episódios de *default* ou reestruturação de dívida externa ocorridos entre 1801 e 2002, no contexto de uma estranha amostra da qual também fazem parte Espanha e Alemanha com o mesmo número de episódios de *default* experimentados pelo Brasil

<sup>12</sup> Reinhart & Rogoff compilam bem menos episódios de *default* em dívida interna que externa desde 1800 – apenas 70 casos comparados a 250 em *defaults* de dívida externa, e listam apenas dois episódios para o Brasil: 1986-87 e 1990. Reinhart & Rogoff, 2009, pp. 111, 126.

interna, como é bem sabido e reconhecido na historiografia brasileira relacionada à experiência monetária do país.

Parece fora de dúvida que a memória coletiva brasileira registra a experiência inflacionária na mesma gaveta onde guarda todos os outros episódios de descumprimento e de reestruturação de compromissos do governo federal, incluídos os confiscos explícitos, expurgos em reformas monetárias, as “moedas podres”, os empréstimos compulsórios não devolvidos e as outras tantas dívidas mantidas no subsolo, ou num estágio posterior ao reconhecimento, mas anterior à sua securitização, como, por exemplo, as obrigações do FCVS, além das múltiplas encrencas em planos econômicos, várias ainda vivas, ou quase, depois de mais de duas décadas. Há também uma infinidade de pequenos assassinatos decorrentes de atraso ou mesmo da não execução de dotações orçamentárias, restos a pagar e de atrasos inacreditáveis em pagamentos de precatórios judiciais, para não falar de “promessas não cumpridas”, mesmo quando formalizadas nos documentos orçamentários. O fato é que agências de classificação de risco soberano parecem não atribuir maior importância a esses *defaults* domésticos em suas incontáveis manifestações sobre a solidez financeira e fiscal do país, inclusive ao deixar de estabelecer diferenças no *rating* para obrigações em moeda nacional ou estrangeira. Tudo se passa como se o assunto da dívida interna fosse mais complexo, ou que pudesse ser solucionado com o emprego de mecanismos que as agências não se sentiam confortáveis em reconhecer. Essa desatenção ao endividamento interno aparece em múltiplos formatos na literatura, e uma de suas expressões mais paradoxais tem a ver com a estranha indiferença diante do fato de muitos bancos centrais exibirem *patrimônio líquido negativo*, uma ocorrência exótica em um contexto onde o principal indicador de solidez bancária, e centro do esforço regulatório de supervisão bancária em escala global, é o *capital* dos bancos. *Como é possível que o capital do banco dos bancos não tenha a menor importância?*

A resposta para este paradoxo, já um tanto mais ampliado que o fornecido pela despreocupação genérica com a dívida pública doméstica, é a que foi oferecida logo acima: o banco central possui a capacidade de fabricar a única substância com a qual a lei permite que se faça aumento de capital em empresas sediadas no país. Portanto, não há que se falar em deficiência de capital de um banco central, por curioso que pareça, pois para este, o dinheiro é um passivo não exigível, ou seja, *não é dívida*. O passo seguinte seria o de concluir que o ‘meio circulante’ pertenceria às contas patrimoniais da instituição emissora, como se o papel moeda emitido fosse uma ação preferencial ao portador do banco central<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> O assunto é discutido extensamente em Franco (2017) caps. 2 e 9.

O assunto foi discutido de forma pioneira por Peter Stella entre outros nos anos 1980 e mais recentemente, observando diversos bancos centrais após a crise, quando examinou uma amostra de treze bancos centrais relevantes, incluídos o FED, o Banco do Japão e o Banco da Inglaterra, mais da metade da qual com o patrimônio “virado”.<sup>14</sup> Para este conjunto, Stella redefiniu o “capital” introduzindo a ideia de *fundamental equity* – algo como o patrimônio fundamental ou essencial de um banco desse tipo –, e que seria *a soma do capital com o saldo da conta “meio circulante”*. Para todos os bancos centrais dessa amostra o valor do patrimônio líquido assim calculado, incluindo o “meio circulante”, se tornava positivo e maior que 2% do PIB. É irônico, Stella conclui, que seja o “poder da senhoriagem”, algo que não mais se limita à impressão de papel-moeda, que garante, em última instância, a capacidade de um banco central bem executar as suas funções, a saber, uma política monetária sadia. Portanto, as bases mais profundas do sistema monetário no regime de moeda fiduciária estariam diretamente ligadas ao domínio e à possibilidade de a autoridade emissora *abusar* dos poderes de emissão. É como dizer que a única empresa de segurança patrimonial realmente efetiva é a máfia.

Mas deixando o reino dos paradoxos, e voltando ao mundo no qual as dívidas dos estados soberanos precisam ser pagas com superávits fiscais, ou com o emprego de patrimônio preexistente, e para os quais a inflação *não poderá* ser a solução redentora para saldar (ou destruir) os compromissos do Estado, como parece ser o caso do Brasil depois de 1994, a riqueza será necessariamente um elemento chave da sustentabilidade financeira e fiscal do Estado, ou da “equivalência ricardiana” para usar uma expressão consagrada. Curiosamente, no exato momento quando David Ricardo formulou esta tese, logo após as Guerras Napoleônicas, os níveis de endividamento público do país eram da ordem de 200% do PIB, porém, os níveis de riqueza privada na Inglaterra estavam entre sete e oito vezes o PIB. Portanto, conforme observa Piketty, o alto endividamento “não fez secar o fluxo de investimento privado para a acumulação de capital”, e assim, segundo conclui, “o temido fenômeno do *crowding out* não ocorreu, e o aumento na dívida pública foi aparentemente absorvido pelo aumento da poupança privada”.<sup>15</sup> De um jeito ou de outro a riqueza privada acabou resolvendo o endividamento público com pouco esforço, como se supõe que vai ocorrer com o Japão no século XXI.

Já no Brasil é importante assinalar que o problema com a dívida interna parece ficar mais sério e mais transparente depois de 1994 quando a estabilização da moeda limita

---

<sup>14</sup> Stella (2010).

<sup>15</sup> Piketty (2014) p. 34.

drasticamente as possibilidades de financiamento inflacionário do Estado. Essa nova lógica de responsabilidade fiscal ainda precisa ser melhor absorvida pelas instituições fiscais brasileiras e seus respectivos operadores. De muitas maneiras, a mesma despreocupação característica da época da inflação elevada por parte dos ordenadores de despesa sobre a origem dos recursos parece continuar em nossos dias mesmo quando se sabe que a fonte de financiamento do gasto é o endividamento público, que é caro e precisa ser pago. É como se todos caíssem vítimas inocentes de inconsistência temporal, ou expostos a uma tentação irresistível para o gasto excessivo no curto prazo, permanentemente pressionando os termos de troca entre o presente e o futuro.

## **2. Estimativas empíricas para o Brasil**

A Tabela 1 abaixo segue o roteiro conceitual e metodológico adotado por Piketty para suas estimativas de riqueza privada para diversos países. Nossas estimativas foram construídas principalmente a partir das estatísticas disponíveis para diferentes instrumentos financeiros para os quais já se sabe ou é possível estimar as parcelas detidas por pessoas físicas. Como as ações estão entre esses instrumentos, é preciso desconsiderar os valores detidos por pessoas jurídicas, cujas ações, em valor de mercado, já estariam na conta para totalizar a riqueza dos indivíduos. Diversos tipos de aproximações tiveram que ser utilizados para imóveis e ações como se descreverá adiante. As informações referentes a declarações de bens junto à Secretaria da Receita Federal, posteriormente trabalhadas por Marcos Medeiros, trazem pouca ajuda para este esforço pois trazem valores históricos, ou custos de aquisição, para imóveis e ações, ainda que indiquem saldos a mercado em fim de período para ativos financeiros. Esses totais podem oferecer uma indicação importante quanto a ordens de grandeza, pois, na verdade, é como se definissem um piso para a estimativa, conforme se verá na Tabela 2.

Tabela 1  
Estimativas para a riqueza pessoal no Brasil, 2007 e 2016

item	2007			2016		
	R\$ Bilhões	% PIB	% Renda disponível	R\$ Bilhões	% PIB	% Renda disponível
1. Imóveis	2.467,8	90,7%	223,0%	6.183,5	104,0%	223,5%
<b>Ativos financeiros e esquemas de poupança</b>						
2. Moeda, depósitos à vista e a prazo	93,5	3,4%	8,4%	190,7	3,2%	6,9%
3. Depósitos de poupança	206,7	7,6%	18,7%	645,0	10,9%	23,3%
4. Tesouro Direto	1,4	0,1%	0,1%	32,8	0,6%	1,2%
5. Fundos mútuos de investimento	556,5	20,5%	50,3%	1.519,7	25,6%	54,9%
6. EFPC (fundos de pensão)	435,8	16,0%	39,4%	711,0	12,0%	25,7%
7. RPPSs	0,0	0,0%	0,0%	165,6	2,8%	6,0%
8. FGTS	144,7	5,3%	13,1%	345,5	5,8%	12,5%
9. Ativos no exterior	256,6	9,4%	23,2%	657,7	11,1%	23,8%
<b>Ações</b>						
10. Companhias abertas	122,3	4,5%	11,1%	107,5	1,8%	3,9%
11. Empresas fechadas	560,1	20,6%	50,6%	492,2	8,3%	17,8%
<i>Memo: Dívida bancária</i>	<i>398,5</i>	<i>14,6%</i>	<i>36,0%</i>	<i>1.500,0</i>	<i>25,2%</i>	<i>54,2%</i>
Riqueza financeira (total ex imóveis)	1.979,3	72,8%	178,9%	3.367,8	56,7%	121,7%
<b>Riqueza Total</b>	<b>4.447,0</b>	<b>163,5%</b>	<b>401,9%</b>	<b>9.551,3</b>	<b>160,7%</b>	<b>345,2%</b>

Fontes e observações: elaboração dos autores, Banco Central, IBGE, Anbima, Ministério da Fazenda. Memo: PIB dos 12 meses anteriores a cada período – em dezembro de 2007 = R\$ 2,7 trilhões; e em dezembro de 2016 = R\$ 5,9 trilhões. Renda disponível conforme publicada pelo Banco Central, R\$ 1,11 trilhão no primeiro período e R\$ 2,77 trilhões no segundo. EEPC – Entidade Fechada de Previdência Complementar. RPPS – Regime Próprio de Previdência Social.

Como pode ser visto na tabela, os imóveis representam mais da metade do total, uma proporção relativamente alta quando comparada a países ricos, mas relativamente comum em países emergentes. As estimativas para o valor dos imóveis partem da metodologia das contas nacionais do IBGE para o cálculo das “atividades imobiliárias e aluguéis”, que compreendem a incorporação, o comércio e a administração de imóveis. Os cálculos para a renda nacional normalmente estimam as rendas de aluguéis assumindo que os imóveis residenciais próprios geram “serviços de habitação” para seus proprietários, como se fora um aluguel imputado, uma estimativa do que os proprietários pagariam se não vivessem em imóveis próprios. O aluguel imputado corresponde a cerca de 70% do total de aluguel de imóveis. Somando o efetivo ao imputado, os aluguéis correspondem a cerca de 90% da produção das “atividades imobiliárias e aluguéis”. Para as nossas estimativas, estimamos em 80% do valor divulgado nessa rubrica como fluxo de aluguéis para pessoas físicas. Descontamos esses valores utilizando a taxa de juros real que a NTN-B 2050 é negociada para chegar em um valor estimado do imóvel. De acordo com nossos cálculos, os valores resultantes foram: cerca de R\$ 2,5 trilhões para dezembro de 2007, correspondentes a 91% do PIB dos doze meses anteriores; e R\$ 6,184 trilhões para julho de 2016, ou 104% do PIB dos doze meses anteriores. Resultados similares foram obtidos por Reiff e Barbosa (2005)

que estimaram modelos hedônicos para calcular valor de imóveis no Brasil entre 1980 e 1999 e chegaram a um valor médio em torno de 100% do PIB no período, com máximo de 106% em 1999 e mínimo de 80% em 1980.

Para os ativos financeiros usamos dados do Banco Central para os valores “em poder do público” e adotando a hipótese de que a parcela de pessoas físicas corresponde à mesma que se observa para depósitos a prazo, para os quais, em julho de 2016, a proporção era ligeiramente superior a 50%. Dentro dessa premissa, estimamos os valores para papel moeda e para depósitos à vista. Para depósitos a prazo os valores para pessoas físicas são os diretamente publicados pelo Banco Central. Para depósitos de poupança adotou-se a hipótese simplificadora de que a totalidade dos depósitos é de pessoas físicas. O mesmo se passa com as carteiras de títulos públicos no sistema Tesouro Direto.

O instrumento financeiro mais popular de retenção de riqueza por pessoas físicas é o fundo mútuo, para o qual existem estatísticas bastante completas publicadas pela Anbima<sup>16</sup>, incluindo diversos tipos de fundos inclusive os de previdência aberta (VGBLs e PGBLs), fechados, os sem liquidez diária, e os FDICs (direitos creditórios), FIPs (investimentos e participações) e FIIs (imobiliários). Nesses casos, contudo, o valor da quota não é necessariamente marcado a mercado. Os valores na tabela são referentes à quota de final de mês. O relatório para julho de 2016 está disponível, mas não o de 2007. Utilizamos a porcentagem de ativos de titularidade de pessoas físicas em 2016 no estoque total de fundos em 2007. Em julho de 2016, o valor total de cotas de fundos era de R\$ 1,52 trilhão, 48% do total dos fundos. Aplicando essa taxa para o total de fundos divulgado em dezembro de 2007 chegamos em R\$ 557 bilhões reportados na tabela.

A Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP) fornece dados mensais dos ativos dos fundos de pensão (EFPC – Entidades Fechadas de Previdência Complementar), cujos participantes ou titulares são pessoas físicas. Esses valores são parte da riqueza pessoal, tal como aqueles investidos no FGTS<sup>17</sup>. A tabela também reporta os valores aportados nos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPSs) que já existem em cerca de 2000 entes federativos, e com mais de 600 entidades plenamente constituídas em 2016.

Para os valores em ações de companhias abertas detidos por pessoas físicas utilizamos dados da BM&F Bovespa, que divulga mensalmente a posição de pessoas físicas na bolsa de valores, a preços de mercado. Bem mais complexo é estimar os valores detidos por pessoas

---

<sup>16</sup>

<sup>17</sup> Não foram incluídos os totais do FAT para os quais não há mais contas individuais.

físicas em ações de companhias não listadas em bolsa, para as quais não há qualquer informação pública sobre seu valor. As informações nas declarações de bens à Receita Federal, como se sabe, dizem respeito aos valores de aquisição, o que pode ter pouca relação com os valores de mercado. Sabe-se que a número de empresas brasileiras listadas em bolsa é pequeno quando comparado ao que se observa em outros países, por isso é preciso cautela ao utilizar parâmetros de outros países para calibrar a razão entre o valor das empresas listadas e as não listadas no Brasil. No caso dos EUA, por exemplo, que divulgam separadamente o valor das participações dos indivíduos em empresas listadas e não listadas, a razão é reconhecidamente elevada, pois o mercado de capitais norte-americano é particularmente profundo: em alguns momentos especiais, o valor das participações de indivíduos em empresas listadas é muito maior que o alocado em ações de companhias fechadas. Por conta disso, optamos por utilizar a razão média observada na Europa, divulgada no balanço dos indivíduos publicado pelo BCE.

Pessoas físicas detêm recursos no exterior, e o Banco Central divulga o estoque de ativos de residentes brasileiros no exterior, mas não diferencia indivíduos e empresas. Por isso, adotamos a hipótese reconhecidamente arbitrária de que 50% do investimento em carteira e também da conta “moedas e depósitos”, ambas convertidas para em real com a taxa de câmbio média do ano, é de pessoas físicas.

Resta considerar os passivos de pessoas físicas junto ao sistema bancário. Como esses ativos já estão na conta, pois constam do valor das ações detidas por pessoas físicas, cabe deduzir as dívidas de indivíduos junto aos bancos (na verdade, junto a pessoas jurídicas em geral), a fim de evitar dupla contagem. As dívidas entre pessoas físicas não foram consideradas pois não afetam o valor agregado da riqueza pessoal.

São esses os números resumidos na Tabela 1 onde apresentamos os valores nominais para cada um dos itens descritos, e que levam a um valor para a riqueza total de cerca de R\$ 4,5 trilhões correspondentes a 163% do PIB e cerca de 4 vezes da renda disponível em 2007 e R\$ 9,5 trilhões equivalentes a 161% do PIB e 3,4 vezes a renda disponível em 2016.

Estimativas de outros autores para a riqueza no Brasil se situam na mesma ordem de grandeza a julgar pelos números coligidos da Tabela 2.

Tabela 2  
Riqueza privada no Brasil: estimativas diversas, entre 2000 e 2016

Banco Mundial	171% (2000)
Davies e Shorrocks	213% (2000)
idem (Global Wealth Report)	146% (2007) e 149% (2016)
Medeiros	98% (2007) e 105% (2012)

Fontes e observações: World Bank (2006), Davies *et al* (2009), Global Wealth Report, diversos números e Medeiros (2015).

O estudo do Banco Mundial produz estimativas para o ano 2000 no contexto de esforços para medir também o valor da riqueza representada por recursos naturais e também por intangíveis. Os valores para a “riqueza produzida”, conforme ali definido, são os que mais se aproximam do conceito de riqueza estimado na Tabela 1. James Davies e colaboradores trabalharam com dados de domicílios para muitos países, complementados por uma variedade de técnicas estatísticas, e também obtiveram uma estimativa para o ano 2000. Dois desses pesquisadores passaram a produzir em bases regulares um relatório sobre riqueza global (Global Wealth Report) para um instituto de pesquisa patrocinado por um grande banco global de participação destacada na administração de fortunas, com base nos quais foram obtidas as estimativas para 2007 (146%) e 2016 (149%) indicadas na Tabela 2. As estimativas de Marcelo Medeiros foram feitas com base nos dados brutos das declarações de bens junto à Secretaria da Receita Federal nas quais, como se sabe, exceto pelos ativos financeiros, todos os outros ativos estão registrados pelos seus valores de aquisição ou subscrição. As estimativas de Medeiros oferecem muito claramente um piso para os nossos cálculos.

A Tabela 3 resume estimativas para diferentes países, separados em países ricos e emergentes, feitas por Piketty e pelo Global Wealth Report para 2013 e 2016. Os números parecem confirmar *grosso modo* a tese, um tanto acacia talvez, segundo a qual, nos países ricos, a riqueza representa um múltiplo maior do PIB que nos países emergentes. Na verdade, a conclusão é bem menos óbvia do que parece, pois estaria a indicar justamente que os países com PIBs maiores teriam capacidade desproporcionalmente maior de sustentar dívidas pois seus níveis de poupança acumulada, ou de riqueza, é maior que o que se observa em países emergentes *em relação a seu próprio PIB*.

Tabela 3  
Riqueza privada em diversos países: estimativas de Piketty e GWR para 2013 e 2016

Países desenvolvidos	2013 Piketty	2016 GWR	Países emergentes	2013 Piketty	2016 GWR
Austrália	436%	512%	China	382%	205%
Canadá		494%	México		152%
França	491%	478%	África do Sul	228%	232%
Alemanha	351%	355%	Chile		256%
Itália	553%	538%	Colômbia		222%
Japão	509%	509%	Índia		138%
Coreia	451%	447%	Indonésia		188%
Espanha	551%	351%	Malásia		157%
Suíça		525%	Filipinas		191%
Reino Unido	475%	534%	Rússia		89%
EUA	418%	457%	Turquia		148%
MEDIA	470%	473%	MEDIA	305%	180%

Fontes e observações: Pikety (2014), Global Wealth Report, diversos números.

Resta, por fim, comparar as estimativas de riqueza com diferentes conceitos de dívida pública brasileira para aferir se a comparação com a riqueza adiciona *insights* sobre a questão da sustentabilidade do endividamento público. A Tabela 4 traz essas comparações.

Tabela 4  
Endividamento público e riqueza privada, diversos conceitos, 2007 e 2016

conceito de dívida	2007			2016		
	como % do PIB	% da riqueza total	% da riqueza financeira	como % do PIB	% da riqueza total	% da riqueza financeira
Dívida mobiliária fora do BC	45,0%	27,5%	61,9%	47,7%	29,7%	84,3%
Dívida líquida do setor público interna	51,8%	31,7%	71,2%	58,9%	36,6%	103,9%
Dívida bruta interna	51,7%	31,6%	71,0%	70,3%	43,8%	124,1%

Fontes e observações: Banco Central do Brasil, Tabela 1, elaboração dos autores.

A Tabela 4 exibe três conceitos distintos de dívida interna em proporção ao PIB de 2007 e 2016 e também com relação às medidas de riqueza calculadas pela Tabela 1. A dívida mobiliária fora do BCB é aquela sob a forma de títulos em poder do público, sem considerar a que está em carteira na Autoridade Monetária. A dívida líquida do setor público interna refere-se a todos os tipos de dívida, não apenas a que está na forma de títulos, mas é líquida de créditos que o setor público possui com o setor privado dentro do país. A dívida bruta interna não considera essas deduções. As três aumentaram de 2007 para 2016 como proporção do PIB sendo que a dívida bruta com mais clareza, quase vinte pontos percentuais do PIB em nove anos. Esse é o período da “Nova Matriz” e também de acumulação de

ativos contra o setor privado, por exemplo, através do BNDES, portanto, compreende-se que a dívida bruta tenha aumentado bem mais que a líquida<sup>18</sup>.

As comparações dos três conceitos de dívida interna com as estimativas de riqueza total revelam que em 2007 algo pouco inferior a 1/3 da riqueza privada brasileira total estaria dedicada a financiar o governo enquanto que em 2016 essa proporção teria se elevado para algo entre 30% e 44%. Quando se trata da riqueza financeira os números são ainda mais impressionantes: já estavam ao redor de 2/3 em 2007, mas em 2016 se observam números entre 84% e 124%<sup>19</sup>. Numa primeira observação parece estranho que se observem números assim tão altos, inclusive maiores que 100%, o que poderia indicar a existência de subestimação dos valores para a riqueza financeira, o que não se pode afastar. Todavia, uma explicação plausível ainda que parcial para o fenômeno é o fato de que a parcela da dívida interna detida por não residentes se elevou de 0,88% do total em 2007 para algo em torno de 14,3% em dezembro de 2016, correspondentes a R\$ 427 bilhões (ou 12,7% do total da riqueza financeira reportada na Tabela 1) depois de estar em 20% em 2014<sup>20</sup>. Há várias observações a fazer sobre esse mecanismo. Numa primeira observação é como se as necessidades de financiamento do Tesouro Nacional a provocar a necessidade de aumento no endividamento público fossem financiadas do exterior, ou seja, como se fosse emissão de dívida externa contratada em moeda nacional e indexadores locais<sup>21</sup>. Com efeito, em 2015, ao adotar a 6ª. edição do Manual de Balanço de Pagamentos do FMI o BCB estabeleceu que “a estatística da dívida externa divulgada trimestralmente pelo BCB passará a compreender o estoque de títulos de renda fixa negociados no mercado doméstico e detidos por não residentes, em especial, a parcela correspondente da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi)”<sup>22</sup>. Nesse momento, os valores dos títulos da dívida interna detidos por não residentes correspondiam a 26,1% da dívida externa bruta brasileira, percentual que vinha se mantendo nessa faixa desde 2011.

É preciso observar, no entanto, que há nesse mecanismo o clássico ‘problema da transferência’, ou seja, o Tesouro não obtém moeda nacional para financiar seu déficit diretamente dos investidores estrangeiros, pois não a possuem. O não residente precisa vender seus dólares em mercado, e o BCB poderá ou não comprar tais dólares, e esterilizar

---

<sup>18</sup> Não estão consideradas nesta conta nem as reservas nem o endividamento externo, pois trata-se aqui de dívida interna.

<sup>19</sup> Como evidência firme nessa direção, ainda que não na mesma magnitude, observa-se que o percentual dos ativos de fundos de pensão brasileiros alocado em títulos do governo se elevou de 54,9% em 2007 para 67,1% em 2015, conforme dados da Abrapp.

<sup>20</sup> Melo e Leister (2016) e relatórios mensais do Tesouro Nacional.

<sup>21</sup> A prática de indexação cambial na dívida interna em 2016 era marginal.

<sup>22</sup> BCB (2015) p. 4.

ou não as suas compras. Se o fizer, ou seja, se obtiver os reais através de colocação de títulos do Tesouro em mercado, terá elevado a dívida em poder do público para carregar créditos contra o Tesouro dos EUA, tudo isso para neutralizar os efeitos monetários da entrada de dólares causada pelo interesse de investidores estrangeiros em absorver o aumento na dívida mobiliária interna, agora reclassificada como externa. É como se a dívida interna aumentasse em dobro, ao menos a bruta, quando o Tesouro se financia em reais com não residentes. Mais preciso seria dizer que o aumento na dívida mobiliária interna, agora reclassificada como externa, tivesse um acréscimo de custo decorrente do “carregamento” negativo das reservas internacionais que pode ser bem maior que qualquer benefício que a participação estrangeira possa trazer nos leilões primários do Tesouro. Na ausência dessa consideração é possível exibir indicações de que a presença estrangeira na dívida doméstica ajudou a reduzir as taxas de alguns tipos de papéis, porém, é claro, esta evidência deve ser vista com grande “ceticismo”<sup>23</sup>.

Tudo considerado, a presença estrangeira na dívida interna, ou sua transfiguração parcial em dívida externa, pode mitigar uma situação de *crowding out*, mas não há dúvida de que introduz uma série de novas complexidades. Como não é claro se é uma alternativa econômica, sobretudo se o custo de carregamento das reservas internacionais é considerado, a autoridade se vê diante da dúvida sobre estimular ou vedar a participação estrangeira na dívida interna, o que envolverá o sempre delicado tema do controle sobre entradas de capitais estrangeiros no país.

Vale observar adicionalmente que a venda direta de títulos do Tesouro para não residentes está longe de ser a única explicação envolvendo relações com o exterior para o aparente paradoxo em proporções maiores que 100% na Tabela 4. Durante o período considerado pela tabela, 2007-2016, os investimentos diretos no Brasil, por exemplo, acumularam um montante superior a US\$ 400 bilhões, considerando apenas participações no capital de empresas locais de não residentes<sup>24</sup>. Esses valores nada agregam à riqueza pessoal de residentes mas podem estar sendo utilizados em boa medida para acumular títulos da dívida interna nas tesourarias das respectivas empresas. Não há necessariamente um desvio de finalidade ou irregularidade nessa possibilidade, o que fica claro é que este e outros canais assemelhados estão funcionando como mecanismos complementares ou acessórios ao processo de *crowding out* provocado por demandas excessivas para o financiamento de déficits e dívida que parecem cada vez mais claramente insustentáveis.

---

<sup>23</sup> Melo e Leister (2016) p. 35.

<sup>24</sup> Vale recordar que o aume nas reservas internacionais nesse mesmo período foi de cerca de US\$ 180 bilhões.

### 3. Conclusões

Ainda que se possa dizer que há muito a se pesquisar para melhorar as estimativas existentes sobre riqueza financeira privada, inclusive de modo a permitir mais comparabilidade entre países, parece haver pouca dúvida de que o endividamento público no Brasil, quando comparado à riqueza privada, estaria facilmente entre os maiores do mundo. Não há dúvida que temos aqui uma avenida muito promissora para explicações sobre a presença das maiores taxas de juros do mundo em solo brasileiro e de processos de *crowding out* no âmbito do qual o aumento do endividamento público precisa ocorrer através da expulsão de outros instrumentos financeiros da riqueza privada, o que se faz com juros e prazos cada vez mais atrativos para o investidor<sup>25</sup>. A terminologia “dominância fiscal” aparece com frequência nos debates recentes sobre os níveis talvez excessivos da dívida pública, ou das tensões entre a política monetária e a situação fiscal, mas a literatura especializada prefere preservar esta linguagem para casos extremos de perda de funcionalidade da política monetária, como o do cenário da “perversa aritmética monetarista”, originalmente descrito por Thomas Sargent e Neil Wallace, e também no caso do “paradoxo do dinheiro caro” conforme a descrição de Eduardo Loyo para o mergulho do país na hiperinflação nos anos 1980<sup>26</sup>. A pertinência de situações assemelhadas para o Brasil dos últimos anos, inclusive, ensejando sérias dúvidas sobre a ineficácia da política monetária, provocou debates onde muitos cuidaram de defender a integridade das relações macroeconômicas convencionais e evitar o que poderia ser um “mergulho numa política monetária experimental, norteadas pela total contraversão do senso comum”.<sup>27</sup> Não obstante, entre os extremos da dominância fiscal e o da total independência da política monetária relativamente às exigências do financiamento da dívida pública, há um campo intermediário carecendo de melhores protocolos. Sabe-se que o mau estado das contas públicas e o tamanho da dívida pública tornam mais azeda e difícil a tarefa do BCB, mas os mecanismos exatos de formação desse azedume precisam estar mais explícitos, inclusive para que a “culpa” pelos juros altos fosse depositada no endereço correto.

---

<sup>25</sup> A funcionalidade das LFTs – títulos públicos cuja rendimento é a taxa do *overnight* – nesse processo é enorme, pois representa o ativo sem risco de principal e de taxa, e inclusive de liquidez. É a ponta de lança do *crowding out*. Cf. Franco, 2006.

<sup>26</sup> Loyo, 1999.

<sup>27</sup> Eduardo Loyo “Neofisherianismo: vai entender” Valor 03.02.2017. A artigo respondia aos de André Lara Rezende “Juros e conversadorismo intelectual” (Valor 13.01.2017) e “Teoria, prática e bom senso (Valor 27.01.2017). Também escreveram sobre o assunto Alexandre Schwartzman, Samuel Pessoa, Marcos Lisboa, Carlos Eduardo Gonçalves e Monica De Bolle.

Este trabalho procurou dar alguns passos iniciais no terreno das estimativas para a riqueza de forma a permitir novos *insights* sobre as dificuldades de sustentação de déficits e dívidas elevados no Brasil. Estimativas bastante preliminares foram reunidas na Tabela 1, mas que não discrepam daquelas obtidas em diversos outros trabalhos. Essas estimativas permitem inferências interessantes sobre os limiares de intolerância de dívida e de *crowding out* para o país, valendo observar que mais da metade da riqueza privada brasileira estaria alocada em imóveis, o que serve para limitar a parcela da riqueza total que poderia estar alocada em títulos públicos. Nossas estimativas sugerem que a parcela da riqueza financeira privada investida em instrumentos de dívida pública teria se movido de patamares em torno 2/3 do total em 2007 para proporções talvez superiores a 100% em 2016, um pequeno mistério que convida a muitas interpretações, sem excluir os erros de medição. A principal via de explicação tem a ver com os investimentos de não residentes em títulos da dívida pública denominada em moeda nacional, bem como outros mecanismos pelos quais não residentes podem estar carregando dívida denominada em reais como, por exemplo, através das empresas estrangeiras sediadas no Brasil.

O crescimento da dívida pública em moeda nacional observado nesses anos teria sido absorvido através da exaustão das possibilidades da riqueza financeira doméstica e também através de uma “externalização” direta ou indireta do endividamento em moeda nacional. Esta singularidade brasileira talvez a explicação, ou ao menos uma boa pista para uma outra perplexidade nacional sobre a qual muito se discute: as causas fiscais para as altas taxas de juros.

### Referências

- Banco Central do Brasil (2015). “Estatísticas do Setor Externo – Adoção da 6ª Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos (BPM6)”. *Nota Metodológica nº 4 – Dívida externa*, Brasília, Banco Central do Brasil, Junho.
- Davies, James. B.; Sandström, Susanna; Shorrocks, Anthony B.; e Wolff, Edward N. (2009). “The level and distribution of global household growth”. *NBER Working Paper* n. 15.508, novembro.
- DeLong, J. Bradford (2016). “On the Proper Size of the Public Sector and the Level of Public Debt in the Twenty-First Century”, in Olivier Blanchard, Raghuran Rajan,

- Kenneth Rogoff e Lawrence Summers (orgs.). *Progress and Confusion: the State of Macroeconomic Policy*. Cambridge, IMF e The MIT Press
- Eichengreen, Barry (2011). *Exorbitant Privilege: the Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. Oxford, Oxford University Press.
- Franco, Gustavo H. B. (2006). “Notas sobre *crowding out*, juros altos e LFTs”, in Edmar L. Bacha e L. Chrysostomo (orgs.) *Mercado de capitais e dívida pública*. São Paulo, Contracapa & Anbid.
- Credit Suisse Research Institute, diversos números, *Global Wealth Report* (Davies e Shorrocks).
- IBGE (2008). *Série relatórios metodológicos - Contas Nacionais Trimestrais*. Rio de Janeiro: IBGE.
- Kuznets, Simon (1938) “On the Measurement of National Wealth” Conference on Research in National Income and Wealth, *Studies in Income and Wealth, Volume 2*. NBER.
- Loyo, Eduardo (1999) “Tight Money Paradox on the Loose: a Fiscalist Hyperinflation”. Cambridge, John F. Kennedy School of Government.
- Medeiros, M. (2015). “Distribuição da riqueza no Brasil: Limitações a uma estimativa precisa a partir dos dados tabulados do IRPF disponíveis” *Economics and Politics Working Paper 57/2015*.
- Melo, André A. e Mauricio Dias Leister (2016) “O investidor não residente na dívida pública em moeda local” Brasília, Secretaria do Tesouro Nacional, Texto para Discussão n. 16.
- Piketty, T. (2014). *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge, The Belknap Press of Harvard University Press.
- \_\_\_\_\_ e Gabriel Zucman (2014). “Capital is back: wealth-income ratios in rich countries 1700–2010”. *Quarterly Journal of Economics* 15, setembro.
- Reiff, L. e Barbosa, A. (2005) “Housing stock in Brazil: estimation based on a hedonic price model” *BIS Working Papers* n. 21.
- Reinhart, Carmen M. e Kenneth S. Rogoff (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, Princeton University Press.
- \_\_\_\_\_ (2004). “Serial Default and the ‘Paradox’ of Rich-to-Poor Capital Flows”. *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol., 94, n. 2, maio.

Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff e M.A. Savastano (2003). “Debt Intolerance”.

*Brookings Papers on Economic Activity*, n.1.

Reinhart, Carmen M. e M. Belen Sbrancia (2011). “The Liquidation of Government Debt”.

*NBER Working Paper*, n.16.863, março.

Stella, Peter (2010). “Minimizing Monetary Policy”. *BIS Working Paper*, n. 330. Basileia,

Bank of International Settlements, novembro.

\_\_\_\_\_ (2008) “Central Bank Financial Strength, Policy Constraints and Inflation”. IMF

Working Papers, n.08/49, fevereiro.

Stiglitz, Joseph E.; Amartya Sen e Jean-Paul Fitoussi, (orgs) [Sarkozy Commission] (2009)

*Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress*. Paris.

World Bank (2006). *Where is the Wealth of Nations? Measuring Capital in the 21st Century*. The

World Bank, Washington D.C.