

A DÍVIDA PÚBLICA COMO COMPONENTE ESTRUTURAL DO SISTEMA DE CRÉDITO CAPITALISTA¹

José Raimundo Trindade²

RESUMO

O presente artigo procura esboçar uma primeira aproximação analítica do sistema de dívida pública como componente do modelo teórico de crédito exposto de forma sintética por Marx no livro terceiro de O'Capital. Partimos da percepção que o sistema de dívida pública é uma forma necessária e não casual ao desenvolvimento do capitalismo, em termos gerais corresponde à parcela do sistema de crédito responsável em termos funcionais pelo financiamento do Estado, porém suas características e as dimensões financeiras do Estado tornam o sistema de dívida pública componente estrutural central do sistema de crédito capitalista em sua totalidade, como se buscará demonstrar neste estudo.

ABSTRACT

The present article looks for to sketch a first analytical approach of the system of public debt as component of the theoretical model of displayed credit of synthetic form for Marx in the book third of O'Capital. We leave of the perception that the system of public debt is a necessary form and not accidental to the development of the capitalism, in general terms it corresponds to the parcel of the system of responsible credit in functional terms for the financing of the State, however its characteristics and the financial dimensions of the State become the system of component public debt structural central office of the system of capitalist credit in its totality, as it will search to demonstrate in this study.

¹ Este artigo compõe parte da Tese de Doutorado, intitulada “Dívida pública e Teoria do Crédito em Marx: Elementos para Análise das Finanças do Estado Capitalista”, defendida pelo autor junto ao Programa de Pós-graduação em Desenvolvimento Econômico (PPDE) da Universidade Federal do Paraná, sob orientação do Prof. Dr. Claus M. Germer.

² Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Pará.

Introdução

Este artigo esboça uma primeira aproximação analítica do sistema de dívida pública como componente do modelo teórico de crédito exposto de forma sintética por Marx no livro terceiro de O'Capital. Partimos da percepção que o sistema de dívida pública é uma forma necessária e não casual ao desenvolvimento do capitalismo, em termos gerais corresponde à parcela do sistema de crédito responsável em termos funcionais pelo financiamento do Estado, porém suas características e as dimensões financeiras do Estado tornam o sistema de dívida pública componente estrutural central do sistema de crédito capitalista em sua totalidade, como se buscará demonstrar neste estudo.

Diversos autores convergem para o entendimento de que há uma concepção unitária do sistema de crédito na estrutura teórica concebida por Marx³, que engloba as estruturas financeiras (mercados e instituições de crédito), assim como seu papel conjuntural, referência às fases do ciclo econômico e aos componentes estruturais da acumulação.

A unicidade do sistema de crédito se faz em torno da reprodução do capital, sendo o ciclo do capital produtivo a fonte irradiadora de valor real e que alimenta os diversos componentes que se inserem na circulação do capital social, principalmente o crédito comercial e o capital bancário, como também parcelas de valor monetário que se destinam as outras funções na reprodução social, especialmente as receitas fiscais e o sistema de dívida pública como formas de financiamento do Estado capitalista.

MARX (TMVIII, 1985:1505) observa que não podemos, de modo algum, reduzir a oferta e a demanda de capital de empréstimo exclusivamente aos componentes da “produção real”. Segundo ele o capital de empréstimo concentra-se e organiza-se no sistema bancário, diferindo qualitativa e quantitativamente por completo da produção real. Assim, todos os valores que de alguma forma circulam na economia, sejam reais, sejam títulos referentes a valores a serem realizados no futuro, sejam títulos de capital fictício, tudo tende a se concentrar em alguns poucos reservatórios, e, por outro lado, a dinâmica do sistema se manifesta pelo “empuxo” crescente de novas demandas de capital monetário, assim as diversas parcelas de capital e renda centralizados aparecem como uma totalidade que constitui a oferta de capital de empréstimo pelo sistema de crédito.

³ Este entendimento foi inicialmente expresso por BRUNHOFF (1978), posteriormente diversos autores reforçaram esta compreensão (ITOH&LAPAVITSAS, 1997; GERMER, 1997; entre outros).

Modernamente as formas institucionais do chamado “mercado financeiro” são extremamente organizadas, incluindo um conjunto complexo de organizações que inclui o Banco Central e o Tesouro Nacional, bancos comerciais e de investimento, corretoras de valores (*dealers*), distribuidoras de títulos, fundos de pensão e fundos mútuos, além da Bolsa de Valores. Esse amplo “mercado” transaciona com o capital de empréstimo global da economia. O instrumento principal de negociação são os títulos de capital fictício, sendo a característica principal exigida a “liquidez” e “fungibilidade” dessas mercadorias *sui generis*, ou seja, a capacidade que esses títulos de capital fictício possuem de retornar, mediante transação nesse sistema, a forma de capital de empréstimo (dinheiro).

Dividimos o texto em cinco partes: inicialmente trata-se do papel da dívida pública no processo de mobilização de capital de empréstimo; no momento seguinte desenvolve-se o papel que as finanças do Estado cumpririam na circulação do capital de empréstimo; nos itens três, quatro e cinco analisa-se internamente o sistema de dívida pública, buscando estabelecer, desde o ponto de vista marxista, a configuração estrutural do mesmo.

1 Mobilização de Capital de Empréstimo e Securitização da Dívida Pública

A Bolsa de Valores e sua interação com o sistema bancário cumprem papel relevante nas trocas, especulações e, muito parcialmente, controle sobre a massa de capital fictício negociado e que mobiliza o fluxo permanente de capital de empréstimo do sistema de crédito. Contudo, o sistema de crédito tem hoje no sistema de dívida pública importante componente organizador, realizando as clássicas funções de mobilização de capital, duplicação do direito de propriedade e a transformação desta em títulos de rendimento, transferência de capital, conversão das formas dinheiro-capital em dinheiro-renda e vice-versa, como também, comparece como um sistema mais organizado e estável, regulando os fluxos de capital de empréstimo e capital fictício a partir da atuação constrangedora do Banco Central e do Tesouro Nacional.

As dimensões financeiras do Estado supõem sua grande influência nos circuitos de circulação monetária (circulação de capital de empréstimo) e de realização de capital-mercadoria. Neste sentido, tem-se que olhar os gastos estatais e a esfera orçamentária, como ponto de retorno de uma grande massa monetária novamente ao circuito reprodutivo do capital, ou seja, a realização de parcela importante do capital-mercadoria espera a definição de consumo do Estado, dado seu mecanismo de financiamento, para poder realizar-se.

Considerando o consumo estatal parte do consumo improdutivo global da sociedade, pressupõe-se que a forma, dimensão e destino destes gastos são fatores centrais para se entender a reprodução departamental da economia. Por outro lado, uma parcela da receita estatal é requerida para liquidação de “valores fictícios”, emitidos pelo Estado e que retornam ao Banco Central, via sistema de *open market*, definindo o fecho do circuito de gestão de capital fictício que possibilita a ingerência do Estado no sistema de crédito global.

O mercado de títulos públicos, com as características de grande centralização, organização e controle do volume de capital de empréstimo convertido em capital fictício e vice-versa substitui e aperfeiçoa em algumas funções, especificamente as de controle e regulação, o modelo de mobilização de capital de empréstimo cujo centro era a Bolsa de Valores, tal como descrito, por exemplo, por HILFERDING (1985).

A noção presente nas instituições de crédito e do mercado financeiro é que a dívida pública ocupa papel estratégico “na formação de mercados de papéis privados” e os segmentos “de títulos públicos amplos e diferenciados permitem a definição de curvas de rendimento capazes de viabilizar a precificação de papéis privados, servindo-lhes de referência como parâmetros de risco de crédito nulo” (ANDIMA, 2003:16). Essa noção é própria da percepção do banqueiro, algo que Marx (OCIII, 1987:529) tinha notado ao analisar o sistema de crédito Inglês de meados do século XIX, para os quais os títulos públicos representam “capital efetivo”, constituindo a quase totalidade das reservas bancárias.

Os títulos públicos são de fato “capital apenas para quem os comprou e representa o preço de compra, o capital neles empregado; de per si não são capital, mas dívidas ativas puras” (sem grifos no original) (MARX, OCIII, 1987:528-29). A condição de ser assegurado pelo crédito do Estado, cujo corolário central seria a sua pretensa impossibilidade de falência, é o que determinou o uso pelo sistema de crédito dos títulos do Estado como importante ponto de referência em relação às demais formas de dívidas ativas.

O registro de que essa forma (a dívida pública) seja a forma *pura* de dívida ativa relaciona-se ao corolário exposto de que o capital de empréstimo utilizado pelo Estado foi completamente destruído, restando o poder fiscal do Estado como garantia de cobertura dos juros e do montante a ser ressarcido. Essa garantia fundada na receita fiscal é o que determina o menor risco de perdas em relação aos títulos privados.

Assim, a possibilidade de conversão desse título de dívida em novo capital de empréstimo, via mercado secundário, estabelece dois importantes fatores à expansão do sistema de crédito: a flexibilidade (mobilidade) no uso do capital de empréstimo e servir de referência de risco padrão aos títulos de baixa garantia. Em 2000, os governos emitiram cerca de 55% de todos os títulos mundiais, sendo os títulos do governo de dado país geralmente o parâmetro (*benchmark*) de rentabilidade em relação ao qual se comparam outros emitentes (MILES&SCOTT, 2005:470).

Como observam SOBREIRA (2005) e CHESNAIS (2005) a crescente desregulamentação ou liberalização financeira leva ao reforço da securitização da dívida pública, o que significa crescente negociação dos títulos estatais no mercado de capitais.

A securitização ou negociação de títulos públicos em segunda mão é um processo antigo, como comprova as atas copiladas por MARX (OCIII, 1987) da “Comissão Bancária” de 1857 da “Câmara dos Lordes” inglesa. A novidade é, sem dúvida, a envergadura que assume o processo atual. A explicação estaria na dimensão do circuito de acumulação capitalista que, como analisam não poucos estudiosos, torna-se global e, principalmente, é mais integrado internacionalmente dada as novas tecnologias e grau de concorrência inter-capitalista.

O que determina o uso flexível dos títulos públicos como mecanismo de mobilização de capital de empréstimo é o que os técnicos do chamado mercado de capitais denominam de *grau de negociabilidade* ou *fungibilidade* de um determinado título. HORNE (1972:150) define negociabilidade como a *facilidade* com que seu proprietário pode convertê-lo em dinheiro. Neste sentido a *securitização* dos títulos públicos responde a uma crescente necessidade da reprodução global do capital de *aportar* massas crescentes de capital ocioso, convertendo capital de empréstimo em capital fictício e, por outro lado, a facilidade com que o capitalista credor retoma a propriedade sobre a mercadoria capital.

O sistema de crédito possibilita ao capital o exercício pleno de sua essência de *ser movimento*. A elasticidade natural da reprodução capitalista se soma a facilidade de negociação da mercadoria capital possibilitada pelo sistema de crédito. Porém, existe a condição necessária de *preservação* da referida negociabilidade, que em termos marxistas traduz-se na capacidade do capital fictício em manter seu valor nominal ao longo de dado período de tempo.

O que parece definir a importância dos títulos públicos das principais economias seria o menor grau de exposição à desvalorização nominal desses títulos em momentos de declínio do ciclo do capital. Conforme CHESNAIS (2005:41) a tendência de securitização “fez dos mercados de obrigações

públicas – o que o FMI chamou de ‘espinha dorsal’ dos mercados de obrigações internacionais – o lugar onde se detém uma fração variável, mas sempre elevada, de ativos financeiros mundiais. Mesmo se as taxas de juros são muito baixas (...), a segurança das aplicações continua a fazer delas um refúgio (...)”⁴.

O Estado comparece no sistema de crédito como um grande demandante de fundos de capital de empréstimo, que em termos teóricos marxistas apresenta-se como um bloco contra o qual se estabelece o empuxo de toda classe, compreendendo a dívida pública a principal forma de demanda de capital monetário para objetivos não reprodutivos no sistema econômico. Como observa HORNE (1972:163) o “Tesouro dos Estados Unidos é, isoladamente, o maior tomador de recursos do mundo, envolvendo-se em levantamentos de fundos e refinanciamento quase contínuos”⁵. Ao final de 2001, os títulos que os governos e as firmas emitiram tinham um valor nominal de mercado de aproximadamente 33 trilhões de dólares. Destes, mais da metade correspondia a títulos emitidos pelos Estados nacionais (MILES&SCOTT, 2005:463-64).

2 O papel das finanças do Estado na Circulação do Capital de Empréstimo

A massa monetária da economia circula conforme uma dupla dinâmica departamental: a Circulação do tipo I e a Circulação do tipo II.

A Circulação do tipo I corresponde a parcela dos recursos monetários que é destinada a consumo, tendo como única função realizar processos de troca mercantil simples ($M - D - M$), sendo somente circulação de renda na forma monetária. O dinheiro circula aí exercendo somente a função de moeda, embora continuamente reponha capital. Essa atribuição de repor capital, por parte dessa circulação tipo I, integra os dois circuitos, na medida em que o que é renda ou dispêndio para o consumidor em um lado da circulação ($M - D$), é reposição de capital ou realização do capital-mercadoria para o capitalista.

Por outro lado, a Circulação do tipo II compreende a circulação de capital na forma dinheiro, sendo transferência de capital, seja como meio de compra (meio de circulação), seja como meio de pagamento, e diferencia-se completamente da outra forma de circulação não em termos formais, as

⁴ MILES&SCOTT (2002:470) expressam o mesmo raciocínio: “Pelo menos para os países desenvolvidos, os governos normalmente são considerados riscos menores do que as corporações. Devido ao risco maior de inadimplência, os títulos empresariais geralmente precisam oferecer uma taxa mais elevada de retorno do que a dívida do governo. Em muitas economias, a diferença entre o retorno prometido sobre os títulos de uma firma e o rendimento sobre a dívida do governo é uma medida comum de alavancagem [grau de endividamento] de uma firma (...)”.

⁵ Conferir também DUPONT&SACK (1999); ANDIMA (2003); WRAY (2003).

quais não parecem distinguíveis, e sim em termos do conteúdo de destinar-se ao ciclo reprodutivo e garantir, mediante sua aplicação, o retorno expandido dos valores monetários.

Formalmente toda massa monetária existente na economia é capital de empréstimo. Porém, quando esses valores monetários destinam-se a aquisição de meios de produção e força de trabalho (capital constante e variável), atuam como capital-dinheiro e a circulação monetária pagando (comprando) máquinas e trabalho vivo estabelece a dinâmica expansiva do sistema, somente esse tipo de circulação é que garante o aumento da renda líquida da economia.

A diferença central entre as circulações I e II é que nesta última forma, o dinheiro não só repõe capital do lado do vendedor, mas também é desembolsado, adiantado como capital do lado do comprador, ou seja, é circulação da forma dinheiro do capital e em ambos os lados do circuito se disponibilizam capitais reais. A circulação I é forma dinheiro da renda, que ao ser gasta em valores de uso reais ou fictícios, retorna ao capitalista, repondo seu capital e do lado do comprador se transmuta em valor de uso real ou mesmo fictício que será destruído ao ser consumido ou queimado (no caso dos títulos resgatados pelo Estado, neste caso mercadoria fictícia).

A circulação do tipo I é fruto da massa de valor gerada no circuito reprodutivo anterior, somente repõe valor-capital já constituído e isso permanentemente. A relação entre as duas formas é central, podendo ser vista como um sistema complexo, no qual a circulação I destrói valores de uso, alimentando-se de valores monetários pretéritos, repondo esses valores monetários incessantemente à economia; e a circulação II retira valores monetários, alimentando a relação bi-departamental reprodutiva da mesma (DI/DII), a qual expande a massa de valores de uso e gera novos valores, garantido uma renda global superior, a qual possibilita no período reprodutivo social seguinte nova rodada de destruição de valores de uso por parte dos gastos ou consumo pessoal e coletivo da sociedade e a reprodução capitalista em si mesma.

A disponibilidade de capital de empréstimo para uso nas circulações I ou II condiciona todo o desenvolvimento do sistema, pois somente o uso reprodutivo do capital de empréstimo, circulando conforme a forma II, é que expande a renda social, alimentando o uso improdutivo da mesma, na forma dos gastos mais diversos, no qual se inclui os dispêndios do Estado capitalista. A Circulação do tipo I compreende, portanto, a circulação monetária enquanto dispêndio de renda, forma dinheiro da renda, que é meio de circulação para o comércio entre os consumidores individuais (inclui-se aqui com grande importância o Estado, um mega consumidor) e os varejistas, que se distingue

completamente da circulação monetária (ou creditícia) das relações entre capitalistas, comerciantes e produtores industriais.

O Estado interfere na Circulação I a partir de dois grandes fluxos, estruturalmente distintos:

i) A receita fiscal, que corresponde parcela da renda líquida anual⁶, componente que cumpre funções principalmente orçamentárias para o Estado, aumentando os fundos disponíveis do Tesouro Nacional sem alterar as obrigações com a dívida pública, além de atuar sobre o sistema de crédito, cumprindo funções reguladoras como parte das reservas monetárias ociosas globais da economia.

ii) A dívida pública, que tende a alterar a composição global dos fluxos de capital de empréstimo pela utilização de parcela considerável deste em forma de renda, redirecionando valores que, em potência, poderiam alimentar o circuito II da circulação, para o circuito I da mesma. Tendo implicações orçamentárias, principalmente no financiamento de gastos não ordinários, como também implicações em termos de política monetária (creditícia), na medida em que funciona repondo capital.

2.1 Receita Fiscal na Circulação de Capital de Empréstimo

O recolhimento da receita fiscal, na forma de impostos, pelo Estado compreende um momento técnico de contração real na circulação global, o que pode ser tomado como uma diminuição, forçada pelas necessidades do Estado, de parcela da mais-valia que seria jogada na circulação, sendo recolhida na forma monetária aos cofres do Tesouro Nacional. MARX (OCIII, 1987:607-08) observou que o recolhimento de impostos era uma das formas de contração real da circulação monetária, independente da fase do ciclo industrial. Essa contração, porém, é momentânea, pois na medida em que o Estado realize seus gastos essa massa monetária retorna aos capitalistas.

Em termos empíricos, a receita fiscal é obtida de dois grupos básicos de impostos: aqueles que são aplicados às mercadorias produzidas e sobre rendas geradas no ciclo reprodutivo, sendo uma dotação prevista pelos capitalistas a parcela da mais-valia produzida e que se destina previamente ao Estado. Na medida em que o capital-mercadoria realiza-se em capital-dinheiro ($M' - D'$), uma parcela da renda líquida global é recolhida na forma de notas fiscais e impostos sobre rendas, nas contas do Tesouro mantidas nos bancos do sistema.

⁶ Utiliza-se aqui somente a estrutura conceitual de Marx, que denominava renda líquida à massa de mais-valia produzida anualmente, conferir Capítulo 2 desta tese.

O outro tipo de imposto refere-se àqueles que são aplicados à posse de propriedades ou transferência das mesmas, aplicando-se o mesmo condicionante de recolhimento dessa receita às contas do governo mantidas no Sistema de Bancos da Reserva Federal ou mesmo nos bancos comerciais não pertencentes ao Sistema⁷. Esse recolhimento influencia a circulação de modo específico, pois ocorre independentemente do ciclo industrial de negócios.

Em momentos de prosperidade, em que o crédito é abundante e há pouca necessidade de *dinheiro*, a massa monetária recolhida não tem quase nenhum impacto sobre o comportamento da oferta de capital de empréstimo; pode-se estabelecer aqui que, pelo menos nesta fase do ciclo, a interferência reguladora do Estado sobre o sistema de crédito não compreende, em termos de definição, o uso de políticas fiscais.

Em momentos de descenso do ciclo, quando o crédito torna-se crescentemente problemático e existe a exigência de meios líquidos de pagamento, o recolhimento técnico de tributos torna-se, claramente, um problema de gestão da estrutura de crédito, pois a exigência de valores líquidos retidos pelo Estado pode, no limite, interferir na oferta global de capital de empréstimo. Nesta fase do ciclo, provavelmente, a interferência estatal via gestão e regulação das reservas fiscais poderá cumprir funções monetárias (creditícias) importantes.

Como antes assinalado a receita fiscal, ou pelo menos uma parcela dela, faz parte das reservas monetárias do sistema, vamos avaliar brevemente como o retorno, via gastos estatais, dessa receita fiscal interfere na circulação. Na medida em que a receita fiscal é parcela da mais-valia realizada e recolhida ao sistema bancário e dada sua magnitude, podemos afirmar que essa receita monetária irá alimentar a circulação do tipo I de três formas principais:

i) Uma parte é destinada a gastos convencionais sob a ótica orçamentária do Estado⁸, retornando ao sistema de produção via realização de mercadorias adquiridas pelo Estado, direta ou indiretamente. Convencionalmente, a teoria das finanças públicas estabelece que a entrada de receita no Tesouro Nacional proveniente da arrecadação fiscal é o componente principal das rendas estatais e, de um modo geral, denomina-se de superávit ou déficit orçamentário a diferença negativa ou positiva respectivamente entre o total de ingressos de receita (fiscal + empréstimos) e os gastos totais do

⁷ Estamos utilizando o caso estadunidense como ilustrativo das condições teóricas. Em relação aos EUA conferir MUSGRAVE&MUSGRAVE (1980:173-193); TAYLOR (1960:38-39); MILES&SCOTT (2005:186-228).

⁸ Estamos tratando aqui sempre da estrutura orçamentária do Governo federal.

governo, inclusive com o pagamento dos juros da dívida pública. A dívida pública líquida diminui mediante esforço fiscal, isto é, elevação da massa tributária com superávit orçamentário.

ii) Uma segunda parcela desta receita fiscal destina-se a financiar a amortização da dívida pública. Neste sentido, o único mecanismo real de fazer frente à redenção da dívida pública, mantido o “poder monetário” do dinheiro de crédito (ou seja, sem inflação) é ou o crescimento líquido da receita fiscal ou o cancelamento (*default*) da dívida.

Em geral, parcela importante dos empréstimos do Governo Federal é feita tendo em vista proporcionar fundos para substituir obrigações vencidas da dívida existente, isso porque ao vencer uma obrigação do Estado (devendo-se o principal), o Tesouro deve ou pagar a soma principal com fundos do superávit fiscal ordinário, ou seja, excedente da arrecadação tributária sobre os gastos ordinários, ou tomar novos empréstimos para substituir ou cancelar a dívida antiga. Nesta análise a função da receita fiscal é garantir os fundos necessários à redenção daquela fração da dívida bruta total.

A receita fiscal ao reciclar os títulos de capital fictício, estabelece o retorno de uma importante quantidade de capital de empréstimo para os segmentos da burguesia credora do Estado. Este componente analítico é importante na medida em que significa uma possível conversão de dinheiro-renda (receita fiscal) em dinheiro-capital, caso esses valores monetários retornados momentaneamente ao sistema de crédito destinem-se ao circuito CII da circulação.

As rendas monetárias pagas pelo Estado podem novamente destinar-se ao circuito CI, ou seja, novamente ser utilizada como renda, em gastos dispersivos quaisquer, ou ainda, destinar-se a aplicações como capitais de empréstimo na aquisição de novos títulos de capital fictício. Pode-se dar o seguinte exemplo ilustrativo, vamos supor que em um ano fiscal qualquer, as entradas (novas emissões) e os gastos (amortizações) da dívida pública bruta foram os seguintes (em milhões): Novas emissões: \$138.467 e Amortizações: \$140.637. A diferença entre ambas foi de \$2.170 e constitui a efetiva transferência de renda do Estado (receita fiscal) para o circuito de crédito. Em termos da dívida estatal em si significa uma redução real na dívida bruta, feita por meio do superávit do Tesouro ou por meio do decréscimo do saldo do seu fundo geral (reservas globais).

iii) Por último, uma parcela da receita fiscal, remunera títulos da dívida pública e os juros pagos compõem juntamente com os gastos convencionais (item i), os pagamentos ordinários do Estado e constitui a carga da dívida pública.

Os itens (ii) e (iii) são importantes na análise do sistema de dívida pública, constituindo estes específicos momentos de circulação da receita fiscal a maior conexão entre as relações institucionais do Tesouro Nacional e do Banco Central. Especificamente o financiamento de recompra de títulos públicos no mercado secundário constitui a principal forma de gestão estatal sobre a massa de capital fictício estabelecida na economia, como será possível ser demonstrado quando da avaliação do mercado de títulos da dívida pública em si.

2.2 Dívida Pública na Circulação de Capital de Empréstimo

A dívida pública desenvolve um duplo movimento muito peculiar e necessário à regulação creditícia: o Estado toma empréstimo dando como contrapartida títulos de capital fictício⁹, neste movimento inicial o sistema de crédito disponibiliza forma dinheiro da renda para o Estado, o Estado por assim dizer suga parcela da massa de capital de empréstimo da economia e disponibiliza aos seus credores títulos de dividas. Neste movimento temos substituição de valores reais por valores fictícios nas mãos dos credores do Estado.

Ao vender títulos, o Estado absorve capital de empréstimo e, ao realizar seus gastos, lança na circulação creditícia grande quantidade de dinheiro-renda, que realiza mercadorias, repondo capital aos capitalistas diversos. A massa monetária assumida pelo Estado alimenta, portanto, a circulação II, pois será gasta como renda e, ao mesmo tempo, repõe capital aos capitalistas.

O segundo movimento refere-se ao possível resgate dos títulos. Os títulos continuaram a circular, pois possuem *movimento autônomo*. O mesmo título poderá ser vendido inúmeras vezes, até o limite do resgate final pelo Estado, cuja autoridade monetária encerrará o ciclo de vida dessa mercadoria *sui generis*, recomprando esse papel pelo valor de face nominal (amortização) no mercado de títulos. A amortização da dívida significa reconversão do capital fictício em capital de empréstimo efetivo, o que implica o Estado dispor de receita fiscal para liquidar os títulos ou emitir nova dívida, o que implica em retorno ao primeiro movimento.

⁹ MARX (OCIII, 1981:521) ao desenvolver a crítica ao entendimento de Fullarton sobre o que seja capital bancário, observa que os Bancos não podem “aumentar a emissão de bilhetes além de certo montante” que seria determinada pela demanda do público, “e se quer fazer adiantamentos acima desse montante, tem de fazê-lo de seu capital, portanto convertendo títulos [capital fictício] em dinheiro [capital de empréstimo] (grifos e colchetes acrescentados)”. Em outro trecho observa que será o “produto da venda de títulos em reserva, isto é, apólices da dívida pública, ações e outros papéis que rendem juros” utilizados para fazer adiantamentos. Esses títulos serão vendidos (ou trocados) por “dinheiro, ouro, ou (...) bilhetes (...) do Banco da Inglaterra”. Os títulos públicos (e outros títulos de capital fictício) representam magnitude importante do capital bancário, constituindo em grande medida a reserva do Banco Central.

É importante observar o seguinte aspecto sobre o pagamento de juros e mesmo do principal da dívida pública: trata-se tanto de um refluxo de mais-valia produzida pelo capital de empréstimo convertido em capital produtivo em circuitos econômicos internos a nação, quanto de transferência de mais-valia produzida em outros circuitos produtivos não nacionais no caso do juro, e de renda acumulada pelo Estado no caso do principal.

Podemos visualizar duas maneiras de haver o referido refluxo, nenhuma das quais representando retorno do valor primitivo aplicado que, enquanto tal, foi gasto no processo de reprodução do Estado, e sim transferência de valor obtido em pontos diversos do sistema produtivo nacional ou exterior, seja via receita fiscal, seja via nova obtenção de capital de empréstimo no sistema de crédito:

i) A primeira forma de retorno ou pagamento se dá mediante tributação (I) ou transferência de parcela da receita fiscal aos detentores (credores) dos títulos públicos, sendo mais comum o pagamento de juros regulares, na forma de rendimentos, e o resgate do principal após determinado período, conforme o tipo de título de dívida emitido. Neste caso a receita fiscal ao invés de alimentar o *fundo do tesouro* e fazer frente aos gastos ordinários do Estado, destina-se a alimentar o fundo de amortização da dívida pública e, eventualmente, abater parcela da dívida bruta.

ii) A segunda forma de retorno ou pagamento de uma dívida primitiva se faz pela emissão de uma nova dívida. Neste caso novos títulos são emitidos (T_2), seja para fazer frente aos juros vencidos, seja para substituição do principal por novos valores de um principal a vencer mais a frente (D_2). Neste caso o sistema de crédito refinancia a dívida do Estado, tendo, porém, o limite dado relação entre o volume total da dívida e a capacidade de financiamento líquido que é função da receita fiscal.

MARX (TMVIII, 1985:1525) observa que se o dinheiro (capital de empréstimo) for emprestado para cumprir função de renda – como é o caso da dívida pública -, ou seja, para consumo ou como dinheiro destinado a pagamentos, nestes casos o juro pode ser transferência e não precisa representar verdadeira mais-valia. No caso do empréstimo ao Estado é sempre transferência, pois o valor por ele absorvido torna-se renda, portanto destinada a gastos ou consumo improdutivo.

3 Componentes Institucionais do Sistema de Dívida Pública e a Gestão Estatal do Sistema de Crédito

O sistema de dívida pública é formado por um conjunto variado de instituições financeiras e não financeiras privadas e públicas, sendo as principais o Banco Central e o Tesouro Nacional em termos de gestão estatal e um conjunto bastante diversificado de agentes financeiros: bancos, *dealers*¹⁰, companhias de investimento e de seguro, fundos de pensão e fundos mútuos de investimento¹¹ que operam com carteiras de títulos, na compra e venda de títulos públicos e outras formas de capital fictício.

O mecanismo de controle se polariza entre as emissões primárias do Tesouro Nacional (mercado primário) e os negócios com títulos já emitidos, cuja circulação no mercado secundário constitui o coração da função mobilização de capital de empréstimo, ambas as operações controladas ou reguladas pelo Banco Central (nos EUA o Banco Federal de Reserva de Nova Iorque).

A Secretaria do Tesouro Nacional, juntamente com o Banco Central, correspondem ao *hard-core* do Estado enquanto capitalista coletivo ideal. Essas duas instituições correspondem ao núcleo mais coeso do Estado moderno em torno dos interesses da classe capitalista, respectivamente responsáveis pela gestão do sistema de crédito monetário e pelo sistema da dívida estatal e renda fiscal.

A intervenção do Banco Central e as funções do Tesouro Nacional¹², principalmente a interação entre as emissões de títulos e as políticas de compra e recompra dos mesmos são os principais mecanismos de gestão, sendo a atuação da autoridade monetária muito mais de “repressão financeira” negando-se a descontar o dinheiro de crédito existente nos níveis inferiores da hierarquia. Contudo, a emissão de títulos públicos pelo Tesouro Nacional compreende um fator de difícil controle, principalmente nos momentos conjunturais de crescentes déficits fiscais.

O sistema de crédito capitalista tem de ser compreendido como um ponto de convergência de um conjunto diferenciado de instituições que alimentam e expandem os círculos de intercâmbio de valor. Historicamente o sistema de crédito se desenvolve enquanto forma peculiar do capital

¹⁰ Os *dealers* são instituições que operam em mercados de balcão comprando e vendendo ativos financeiros, neste caso específico títulos públicos (ver SOBREIRA, 2005).

¹¹ Conferir para uma exposição sintética e interessante sobre os fundos de pensão e fundos mútuos o texto já citado de SAUVIAT (2005).

¹² O Tesouro constitui o agente fiscal único do Estado: todos os pagamentos ao Estado são feitos sob a forma de depósitos ao Tesouro. Isto é válido para as receitas de funcionamento bem como para receitas fiscais. O mesmo se dá com as despesas: somente o Tesouro pode emitir as ordens de pagamento. Por outro lado, toda arrecadação e “dinheiro” recebido pelo Tesouro é depositado em conta especial no Banco Central.

produtor de juros, subordinado ou forma do capital industrial, e que permite a redução da taxa de juros aos limites necessários ao processo de acumulação capitalista. O uso do Estado e da dívida pública enquanto meios de coerção para redução da taxa de juro contra o capital portador de juro, na sua forma usurária, foi comum nos alvares do capitalismo¹³. É central reforçar a percepção de Marx que o sistema de crédito é forma do capital industrial para controlar o capital usurário, meio do capital industrial para subjugar o capital produtor de juros (MARX, TMVIII, 1985:1509).

Diversos autores (HILFERDING, 1985; DE BRUNHOFF, 1978; FINE&HARRIS, 1981; LIANOS, 1987; HARVEY, 1990) compreendem o sistema de crédito como força coordenadora da distribuição de capital monetário na economia, mesmo que, em termos amplos, mantenha-se, sempre, como uma forma subordinada a forma capitalista central que é o capital industrial. É importante a observação feita por HARVEY (1990:289) de que há “muitas provas de que a cada crise sucessiva do capitalismo o sistema de crédito toma novas configurações no curso da sua resolução”, este autor exemplifica com as modificações radicais da estrutura financeira dos Estados Unidos na década de 30.

De fato historicamente o sistema de crédito tem se aperfeiçoado institucionalmente na medida em que o capitalismo expande sua fronteira de acumulação e, *pari-passus*, às crises de superprodução se tornam mais agudas. Há um vínculo estreito entre o sistema de crédito e as crises de superprodução, pois contraditoriamente esse sistema é uma resultante das dificuldades de empregar capital produtivamente, isto é, lucrativamente, e por outro conduz a aceleração das condições de superprodução, o que necessita recorrentes modificações ou adaptações no sistema, na tentativa permanente de acomodação e estabilização do ciclo de negócios.

O sistema de crédito desenvolvido e o moderno mercado de capitais concentram as forças de convergência e divergência dos capitais múltiplos, requerendo um nível de controle que se dá mediante o Estado, através das suas funções monetárias e fiscais. DE BRUNHOFF (1985:56-60) expressa corretamente a relação entre “gestão estatal” do dinheiro de crédito e sistema bancário ao afirmar que “o caráter piramidal da moeda capitalista [dinheiro de crédito], inscrito no sistema de crédito,

¹³ Episódio clássico desse processo de amalgamento das finanças do Estado capitalista com o sistema de crédito está na origem do Banco da Inglaterra. O *Bank of England* foi constituído em 1694 com o intuito de levantar empréstimos para que o Estado absolutista inglês continuasse a “Guerra dos Nove Anos” com a França, evento histórico militar fundamental na decisão de poder na futura Europa capitalista. Como relata GLEESON (2005:47): “a lista de subscrições da instituição, conhecida desde então como *Bank of England*, foi aberta aos investidores no dia 21 de junho de 1694. Em 12 dias, o total estava subscrito. O rei tinha dinheiro suficiente para continuar sua guerra - por enquanto pelo menos - e a limitada emissão de notas bancárias como um novo meio de troca ajudou a aliviar a escassez de moedas”.

corresponde por um lado à centralização do financiamento, por outro a uma concentração da gestão da moeda de pagamento em escala nacional”.

4 As Operações de Mercado Aberto de Títulos Públicos e Gestão do Capital Fictício

Na medida em que a propriedade passou a existir na forma de títulos, *seu movimento e transferência tornam-se simples resultados do jogo de bolsa em que os peixes pequenos são devorados pelos tubarões, e as ovelhas pelos lobos da Bolsa* (MARX, 1987). O desenvolvimento do mercado de títulos da dívida pública colocou essa relação em um patamar ainda mais amplo, o desenvolvimento dos chamados mercados *primário e secundário* de títulos, enquanto um passo mais abrangente das negociações efetuadas em Bolsa tornou a negociação de títulos públicos um dos principais componentes da *estrutura financeira* do capitalismo.

Por mais que Marx tenha denotado a importância do sistema de dívida pública, observando que a mesma foi a responsável pela criação de “uma classe de capitalistas ociosos”, contudo na atual fase do capitalismo observa-se grande expansão desta forma fictícia de capital, consumada em um mercado extremamente organizado de títulos públicos e que se estabelece como um dos principais mecanismos de controle da propriedade social no capitalismo¹⁴.

O desenvolvimento dessa forma de controle patrimonial do Estado se imbrica com a determinação das políticas econômicas (monetárias, fiscais e de gastos) adotadas, subordinando-as as condições de ganho dos setores rentistas controladores dos títulos públicos. As instituições de coordenação e gestão do mercado financeiro¹⁵ consideram os títulos públicos ausentes de “risco de crédito”, quando denominados em moeda nacional, em função da garantia do Tesouro Nacional.

Em função desta discutível “ausência de risco de crédito” é comum à participação de “pequenos rentistas”, geralmente assalariados que utilizam suas “poupanças”, ao lado de “grandes

¹⁴ O episódio recente de “falência” da Argentina em 2005 é extremamente ilustrativo das relações de poder entre grandes e pequenos “investidores” envolvidos na problemática da dívida pública. Como obviamente é inevitável os “tubarões engolirem os peixes miúdos”, com a moratória Argentina ficou visível, mais do que em outros episódios semelhantes, as manobras dos grandes bancos e financistas. Houve pequenos aplicadores em títulos argentinos que venderam os mesmos a um deságio de 70% sobre o preço de face. “O Merrill Lynch comprou US\$ 6 bilhões e o bilionário mexicano Carlos Slim teria investido US\$ 2 bilhões”, por sua vez o “JP Morgan comprou bilhões em títulos em moratória de investidores particulares a menos de 29 centavos” e os venderia com um ganho real de quase 30% (Conferir Carta Capital, n. 332, matéria de Antônio Luiz Costa e; KATZ, 2005).

¹⁵ No Brasil a instituição privada coordenadora do mercado financeiro é a ANDIMA (Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro). Para uma apreciação descritiva do “mercado de títulos públicos” conferir ANDIMA (2003); WRAY (2003) e HORNE (1972).

aplicadores”, o que torna o “mercado” dos títulos públicos palco bastante frutífero para especulação e, principalmente, centralização de rendas nas mãos de grandes especuladores institucionais. Três aspectos podem ser ressaltados: 1) os credores do Estado podem ser outros, na medida em que a crise leva a uma centralização dos títulos de dívida em mãos dos maiores “financistas” ou dos que detinham “dinheiro” para fazer frente à crise de crédito; 2) A crise do Estado é parte de uma crise geral (local); 3) O Estado retorna ao mercado de capitais na pós-crise, na medida em que haja novo ciclo de crescimento e elevação da taxa de acumulação.

O funcionamento do sistema de crédito contemporâneo é fundado na conexão entre os bancos, como principais agentes de intermediação e controle do crédito, e uma rede bastante extensa de outras instituições tais como: bancos comerciais, caixas econômicas, associações de poupança, seguradoras, fundos de pensão e fundos mútuos, entre outros.

De um modo geral, a emissão de um título primário, demandando uma fração determinada da oferta de capital de empréstimo, é feito mediante uma operação de subscrição (“underwriting”) por parte de um banco de investimento ou, atualmente, outros intermediários financeiros, particularmente os chamados Fundos Mútuos, que assumem o *risco* de venda do título, em troca de um percentual do *ganho de emissão*, ou no caso dos títulos públicos um percentual diferencial entre o valor de venda de face do título e o valor imediatamente transferido aos cofres do tesouro, por exemplo, um título adquirido por 18,70 dólares pelo intermediário financeiro é posto (vendido) no mercado primário por 18,75 dólares, possibilitando um lucro de alienação (*profit upon alienation*) de 0,26 percentuais.

Os títulos primários emitidos retornam ao *mercado secundário* para renegociação e parcela dos títulos negociados neste mercado são títulos indiretos, isto é, os intermediários financeiros adquirem títulos primários e emitem, com base nesses, seus próprios títulos. Essencialmente transformam direitos diretos – títulos primários – em direitos indiretos – chamados títulos indiretos – formalmente diferentes dos primeiros¹⁶. O mercado de títulos da dívida pública compõe parte dos instrumentos gerais de controle gestores do sistema de crédito.

Neste sentido as operações de venda e compra de títulos é menos uma operação unilateral do Banco Central e mais uma operação conjunta com outras esferas do poder estatal, estamos aqui especificamente falando do Tesouro Nacional, isso porque, como esclarece WRAY (2003:97) quando o governo gasta, ele emite um cheque contra o Tesouro, debitando as reservas fiscais e creditando, na forma de depósito, o portador do título em questão; segundo, essas operações em

¹⁶ Para uma boa descrição desse mercado de títulos ver HORNE (1972); ANDIMA (2003).

termos da análise aqui desenvolvida não são operações casadas, ou seja, a compra de títulos por parte do Banco Central é uma liberação de recursos reais, parte da reserva fiscal “reciclando” os títulos de capital fictícios anteriormente lançados pelo Estado e convertidos em capital de empréstimo, não havendo, portanto, nenhuma criação de fundos.

A venda de títulos compõe o endividamento público em si e constitui absorção de capital de empréstimo, como parece entender o autor acima citado, só que diferentemente de destruir “os depósitos dos bancos-membros”, o que se tem é conversão de capital de empréstimo real em capital de empréstimo fictício, não havendo alteração em termos particulares [ou seja, de cada capital específico] do volume de valores que detém, porém sob o ponto de vista do sistema observa-se destruição de capital real e criação de capital fictício.

Além do mercado aberto as autoridades monetárias influenciam e até certo ponto têm gerência sobre o sistema de crédito utilizando-se das taxas de redesconto e do controle de reservas monetárias mínimas. Observa-se que sua eficácia foi posta em questão com as recorrentes crises durante o século XX e mais especificamente na crise de 30. Contudo, ainda hoje, funciona com o caráter claramente coercitivo¹⁷ ao uso *especulativo* do capital de empréstimo e, principalmente, exerce a condição de prestador em última instância.

Por último, as chamadas exigências de reservas mínimas, ou seja, requisitos proporcionais mínimos exigidos entre as disponibilidades na forma de depósitos bancários reais e exigibilidades na forma de empréstimos. Em termos históricos essa relação entre volume de empréstimos (exigibilidades) e nível mínimo de reservas, se deu sempre de acordo com o princípio quantitativista ricardiano, ou seja, tendo uma base de ouro como fator de multiplicação¹⁸.

Esses instrumentos de gestão monetária estatal somente têm efetividade em função de que são internos ao sistema e, mais do que isso, apresentam capacidade limitada por duas formas de

¹⁷ O termo coerção parece ter em MARX (OCIII, 1987:623-24) o sentido exato de uso da força pelo Estado, forçando os *agentes* a se adequarem aos interesses do sistema de crédito: “O poder do Banco da Inglaterra revela-se na função de regular a taxa de mercado do juro”. Observa Marx que essa forma de intervenção não é, de modo algum, convencional, sendo que “como instituição oficial, com garantias e privilégios do Estado, não pode permitir-se a utilização brutal de seu poder”, contudo, continua o autor, “é ocorrência grave na vida econômica quando o Banco em épocas de carência financeira aperta os parafusos”, ou seja, “eleva ainda mais a taxa de juro que já está acima da média” (sem grifos no original). Pode-se deduzir destas inferências, que a gestão monetária estatal constitui-se, em tempos normais, uma atividade interna de gestão do capital de empréstimo, agindo o Estado enquanto *força exterior e coercitiva* em última condição.

¹⁸ EICHENGREEN (2000:102) observa que até 1932, “os passivos monetários do Federal Reserve sem lastro em ouro tinham de ser garantidos pela carteira de ‘títulos elegíveis’ do FED, que incluíam notas promissórias, mas não bônus do Tesouro”, algo que será radicalmente modificado a partir daquele ano.

financiamento da intervenção do Estado: as reservas fiscais, como parcela das reservas monetárias globais do sistema e a dívida pública como meio de absorção de capital de empréstimo.

De um modo geral, parece que é necessária uma sintonia fina da gestão estatal na forma de política fiscal e monetária que se dá através do mecanismo de *open market* e da taxa de redesconto, intervindo o BC na compra de títulos no mercado secundário, retirando títulos (capital fictício) da economia e, por outro, injetando dinheiro da reserva fiscal do Estado, *reciclando* a dívida pública. Por outro lado, a taxa de juro não pode passar do limite condicionado pelo ciclo industrial, ou seja, o Estado tem que nesse limite influenciar o menos possível.

5 Heterogeneidade e funcionalidade dos títulos públicos

Os títulos públicos se diferenciam basicamente por sua maturidade e por estarem diretamente vinculadas ao cumprimento de funções distintas, ou parcialmente distintas. Constituem, em geral, três grupos: as letras (*bills*), papéis de curto prazo com maturidade máxima de um ano; as notas (*notes*), de maturidade intermediária, entre um e dez anos; e os bônus (*bonds*), de maturidade superior a dez anos. As letras são vendidas sem cupons, com desconto do valor de face e as notas e bônus pagam cupons semestrais, não havendo, no caso estadunidense, cláusula de resgate, isto é, somente na data de vencimento é que o título poderá ser definitivamente resgatado pelo Tesouro.

Em geral, o grupo de títulos de curto e médio prazo apresenta taxas de juros (preços de venda) menores que os títulos de médio e longo prazo. Isto se explica pelas condições de mobilidade de capital de empréstimo acima expostas, na medida em que os demandantes de títulos de curto prazo, principalmente os Bancos Comerciais e o Sistema de Reserva Federal, que requisitam letras de curto prazo para comporem parte de suas reservas, utilizam essas formas de títulos para reciclar capital fictício, neste sentido as taxas de juros são menores e definem esses títulos como de *máxima liquidez*.

As notas e bônus são mais demandados por Fundos de Pensão, Fundos Mútuos, Seguradoras e, no caso estadunidense, por bancos centrais estrangeiros, que fazem desses títulos à base de suas reservas emprestáveis¹⁹. Convém observar que os prazos de emissão e vencimento dos títulos nos

¹⁹ Conferir EICHENGREEN (2000); ANDIMA (2003); WRAY (2003); DE BRUNHOFF (2005), entre outros.

três grupos acima firmados vinculam-se, também, a certa regra de *pressão e descompressão* do sistema de crédito, ponto central de atuação creditícia das autoridades monetárias.

Assim, como regra geral tem-se que os vencimentos dos títulos em períodos de normalidade econômica se dispõem (ou seja, podem ser resgatados) de forma que não se imponham tensões ou fricções maiores sobre o mercado, seja pela necessidade de substituir empréstimos vencidos por nova emissão de títulos ou fazer nova emissão para financiamento de novo déficit fiscal.

MARX (OCIII, 1987:424) observa que no “mercado financeiro confrontam-se apenas emprestadores e prestatários” e que a “mercadoria aí tem forma invariável, a de dinheiro”. A forma dinheiro é, sem dúvida, a forma mais homogênea e densa que o valor pode assumir, por mais que a forma capital seja a mais autonomizada e expansiva do valor²⁰. Os títulos de dívida, porém, por não serem dinheiro não se apresentam homogêneos, condicionados por uma série de fatores. Essa heterogeneidade é função dos seguintes aspectos:

i) primeiro, o *poder de crédito* do emissor, isto é, a capacidade de validação monetária do título emitido ao longo do ciclo econômico e preservação monetária do mesmo após processos de crise. Claro está que os títulos privados e especialmente as ações apresentam uma fragilidade superior dada a possibilidade de falência e, no limite, extinção da instituição empresarial específica, mesmo que o capital físico se preserve em outra forma empresarial. Esse componente é o que os livros de finanças convencionais denominam de *risco de crédito*, os quais atribuem a *plena garantia e crédito do Tesouro Nacional*, a máxima capacidade de validade monetária (restituição do capital de empréstimo) aos títulos do Estado.

ii) segundo, os prazos de retorno ou vencimento dos títulos, sujeitos às flutuações das taxas de juros e oscilações bruscas nos mercados de oferta e demanda dos títulos, o que conseqüentemente produz modificações nos seus preços, principalmente desvalorizações que impossibilitam ao portador do título resgatar o capital de empréstimo aplicado nesse papel²¹. Novamente, os títulos da dívida pública parecem ser mais homogêneos que os títulos privados. Neste sentido, a função mobilização de capital de empréstimo parece ser mais bem exercida nas economias desenvolvidas via o mercado dos títulos da dívida pública, por conta de que essa forma de capital fictício apresenta um maior grau de homogeneidade, assumindo um perfil mais invariável e próximo do dinheiro.

²⁰ Neste sentido conferir GERMER (1995) e HARVEY (1990).

²¹ Os textos dedicados a análise do mercado financeiro, dividem esse segundo aspecto exposto em dois tipos de “risco”: o chamado “risco de mercado”, que refere-se a possibilidade de oscilação nos preços do papel por “variação no estado de confiança dos mercados ou choques externos” e o “risco de liquidez”, que também envolve oscilações nos preços, “mas originadas de movimentos da oferta de papéis” (ANDIMA, 2003:19-20, conferir, também, Horne, 1972:87-127)

O maior grau de padronização e *menor risco*, não é de modo algum um fator que determine plena estabilidade sistêmica. As crises de superprodução capitalistas podem desvalorizar ou até mesmo destruir esses títulos, como, por exemplo, ocorreu na crise de 30 em relação a dívida pública alemã e, algo a ser analisado mais detidamente, na crise de inícios da década de 70 em relação a desvalorização do dólar (ruptura do acordo de Bretton Woods), que são títulos de crédito ancorados no sistema de dívida pública estadunidense²².

A função mobilizadora de capital de empréstimo requer que a dívida pública tenha uma característica emissora baseada principalmente em títulos de médio prazo de vida, com capacidade de serem resgatados em períodos fixos e pouco dispersos, fatores que garantem a existência de um mercado regular, capaz de satisfazer os interesses de conversibilidade de capital fictício em capital de empréstimo de diferentes aplicadores, sustentar a cadeia de trocas de títulos de crédito, servindo como referência de todo o sistema de crédito, mas principalmente é um fator que interfere na magnitude de capital de empréstimo requerido na circulação do tipo II, daí sua necessária estabilidade e elevado grau de *liquidez*, para que não se crie nenhum embaraço a essa circulação monetária fundamental.

No caso do sistema de dívida pública estadunidense, por exemplo, os títulos de maturidade intermediária oscilam entre um e dez anos, são as notas (*notes*) do Tesouro e historicamente correspondem ao maior volume de títulos emitidos, por exemplo, em 1974 correspondia em média a 45,9% do valor das emissões públicas negociáveis e em 1999 correspondeu em média a 57% do valor da dívida existente, cabendo as letras e bônus cerca de 20% para cada tipo²³.

A necessidade de mobilizar capital de empréstimo também se vincula aos objetivos de gestão monetária no sentido estrito senso, ou seja, capacidade de manejo dos meios necessários à circulação do tipo I e II, o que parece que o sistema de dívida pública interfere mediante emissões de curto prazo, principalmente utilizadas no chamado mercado secundário em operações de *reciclagem* do capital fictício, ou seja, o movimento permanente de desvalorização (destruição) de títulos, sua substituição por novos títulos de capital fictício ou conversão de capital fictício em capital monetário, através do sistema de compras de títulos por parte do Banco Central, alimentando

²² Em relação a crise da dívida pública Alemã conferir MONIZ BANDEIRA (2005:87-97); EICHENGREEN (2000:103-107). Em relação à ruptura com o Acordo de Bretton Woods, há uma ampla literatura, porém a maior parte trata como um aspecto pacífico e sem maiores repercussões estruturais para o capitalismo a decisão estadunidense de não validar a conversão de dólar em ouro, como previsto no referido Acordo. Vê o livro de EICHENGREEN (2000); DE BRUNHOFF (1998).

²³ Para 1974 conferir MUSGRAVE&MUSGRAVE (1980:511) e para 1999 ver ANDIMA (2003:40).

os bancos comerciais com reservas monetárias *sonantes* e retirando uma parcela da massa de títulos da circulação creditícia, conferindo *vigor monetário* ao sistema.

No caso do sistema estadunidense os títulos adquiridos pelo Banco Central (FED) ou pelos bancos comerciais irão compor suas reservas, servindo como parte do “capital de reserva que não tem função na atividade genuína do banco” (Marx, OCIII, 1981:539), os papéis de menor prazo são mais convenientes a este uso, seja pela possibilidade de rápida negociação em caso de alguma urgente necessidade de capital monetário, seja pela condição de retorno do principal em prazo menor.

Quando o Tesouro resgata um papel desse tipo repõe, via receita fiscal ou via nova magnitude de capital de empréstimo (novo empréstimo), nova massa monetária necessária a *lubrificar* a estrutura do sistema de crédito. Nos EUA as letras (*bills*) do Tesouro, papéis de curto prazo com maturidade máxima de um ano, cumprem principalmente essa função: em setembro de 1999, respondiam por cerca de 20% do valor da dívida bruta existente, a maior parte absorvida pelo Sistema de Reserva Federal (12%) e Bancos Comerciais (7%) ²⁴.

Grande parte dos empréstimos de curto prazo, ou seja, emissão de letras se faz na expectativa da arrecadação tributária vigente ou de emissões de longo prazo. No caso da arrecadação fiscal fazer frente ao resgate dessas letras configura-se amortização da dívida e em termos empíricos implica transferência de renda do Estado para o circuito de crédito, neste caso a substituição de capital fictício por capital monetário efetivo alimenta a circulação monetária com alterações reais no volume global das reservas bancárias na medida em que se destroem títulos de capital fictício e se injeta capital de empréstimo efetivo no circuito. Neste processo de amortização não há compensação entre capital de empréstimo e títulos de capital fictício, sendo esta operação um momento importante de refluxo monetário.

6 Conclusões ainda preliminares

A dívida pública como um dos componentes específicos da demanda por capital de empréstimo, influencia fortemente as oscilações cíclicas de capital monetário. A funcionalidade específica do crédito público soma-se com outros componentes da demanda global por capital de empréstimo, tanto na forma de fundos requisitados para expansão do circuito produtivo, quanto aos recursos

²⁴ Dados citados em ANDIMA (2003:42-43).

destinados à especulação com títulos privados, interagindo com os fatores determinantes da oferta de capital de empréstimo, determinando o comportamento da taxa de juro média durante o ciclo dos negócios industriais.

A localização da dívida pública no ciclo de acumulação é bastante peculiar, dada a absorção de capitais de empréstimo pelo Estado ao longo de todo processo, não sendo problemática sua participação enquanto grande demandante de capital monetário enquanto se mantiver um fluxo contínuo de reservas monetárias provenientes dos diversos nós de reprodução de capital. Podemos inserir a emissão de títulos públicos como um componente normal de crédito na fase de expansão da acumulação. Na medida em que a demanda por capital monetário e meios de circulação, condicionados pela objetiva expansão da reprodução capitalista e pela subjetiva confiança dos agentes econômicos na estrutura do sistema, garantem a oferta crescente de capital de empréstimo.

Em momentos de crise do ciclo econômico, no qual escasseia o crédito e faz-se premente o uso das reservas monetárias para se contrapor a dívidas vincendas, a possibilidade de intervenção da autoridade monetária via esse expediente é um importante fator de alívio das condições de aperto monetário do sistema de crédito. Por outro lado, a emissão de títulos de curto prazo comumente é feita na expectativa de emissões de longo prazo, que possibilite *fundar* a dívida²⁵, neste caso não há amortização e sim *substituição*, em termos globais não há, neste caso, influência nas reservas nominais dos bancos (e, conseqüentemente, do Banco Central), porém as reservas monetárias efetivas se reduzem, sendo substituídas por títulos de capital fictício.

O financiamento dos déficits orçamentários parece requerer prazos mais longos e administração restritiva dos serviços da dívida e da emissão de títulos, algo nem sempre possível, seja pela complexa harmonização entre “rendas limitadas de Estado e despesas ilimitadas de Estado” (HOBSBAWM, 1995:19), que se torna cada vez mais contraditória em função das crescentes despesas do Estado, principalmente bélica e no caso estadunidense o de *poder de Império*; seja pelas específicas relações de mercado, ou seja, oferta e demanda de capital de empréstimo em períodos que os proprietários de capital de empréstimo dificilmente aceitarão condições (prazos e taxas) para delegar o poder sobre sua riqueza monetária ao Estado. As emissões preferenciais neste caso são as de longo prazo, os bônus (*bonds*) de longa maturidade, superior a dez anos no caso estadunidense.

²⁵ Convencionalmente diz-se que uma dívida se consolida ou se funda quando o Tesouro emite títulos de longo prazo para fazer frente a dívida vincenda. Deste modo se retiram obrigações diversas (com diversos prazos e taxas) e substitui por um credor com um único tipo de título (prazo e taxa estipulada).

A emissão de títulos com o objetivo de simplesmente *absorver e esterilizar* capital de empréstimo contrariando crises de superprodução, como será analisado mais abaixo, parece não especificar exatamente uma pré-definição de prazo da forma do título emitido, isso porque essa função da dívida pública está, em níveis diversos, misturada com as demais funções assinaladas. Porém o entendimento aqui defendido é que os títulos que possibilitam a retirada de capital de empréstimo e sua conversão em renda do Estado, requerendo maiores prazos para a reconversão do principal da dívida (valor de face do título) em novo capital de empréstimo são mais propícios para esse uso funcional no sistema.

As formas que os títulos assumem possibilitam, portanto, seu emprego funcional de três modos relacionados: i) a função geral da emissão dos títulos como mecanismo complementar de financiamento dos gastos estatais; ii) na função de mobilização de capital de empréstimo, central ao sistema de crédito, e reciclagem de capital fictício, como meio de aplicações de curto e médio prazo que são à base das políticas monetárias de mercado aberto e; iii) uma função econômica claramente anti-crise sistêmica: a de absorção de capital de empréstimo, porém, não sem diversos problemas.

7 BIBLIOGRAFIA

ANDIMA. Relatório Econômico: Dívida pública: propostas para ampliar a liquidez. Rio de Janeiro, 2003.

BERLE, Adolf A. A República Econômica Americana. Rio de Janeiro: Forense, 1982 (2. Ed.).

CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. A Finança Mundializada. São Paulo: Boitempo, 2005.

De BRUNHOFF, Suzanne. A moeda em Marx. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1978.

_____, Suzanne. Estado e capital: uma análise da política econômica. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1985.

_____, Suzanne. Money, Interest, and Finance in Marx's Capital. In: BELLOFIORE, Riccardo. Marxian Economics: a reappraisal essays on Volume III of Capital. New York: Macmillan Press ltd, 1998.

EICHENGREEN, B. A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional. São Paulo: Ed. 34, 2000.

FINE, B. Para reler O Capital. Rio de Janeiro: Zahar, 1981.

GERMER, C.M. Dinheiro, capital e dinheiro de crédito: o dinheiro segundo Marx. Inst. Economia/Unicamp: Campinas. Tese de Doutorado. Mimeografado, 1995.

_____, C.M. Credit money and the functions of money in capitalism. *International Journal of Political Economy*, v. 27, no 1, Spring 1997, pp. 43-72.

HARVEY, David. *Los limites del capitalismo y la teoria marxista*. México: Fondo de Cultura Económica, 1990.

HILFERDIG, Rudolf. *O capital financeiro*. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

HORNE, James C. V. *Funções e análise das taxas de mercado de capitais*. São Paulo: Atlas, 1972.

ITOH, M. & LAPAVITSAS, C. *Political Economy of Money and Finance*, 1997 (mim.).

KATZ, Claudio. “Quién gana com el canje?”. In: *Publicación de los Economistas de Izquierda (EDI)*, ano 1, n. 1, 2005, p. 11-23.

LIANOS, Theodore P. Marx on the Rate of Interest. *Review of Radical Political Economics*, New York, Vol. 19(3):34-55, 1987.

MARX, K. *O Capital: crítica da economia política*, v. I, II e III. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira/DIFEL, 1981 (1987).

_____. *Teorias da Mais-valia*, v.I, II e III. São Paulo: Difel, 1985.

MATTICK, Paul. *Marx y Keynes: los limites de la economia mixta*. México: Ediciones Era, 1975.

MILES, D. & SCOTT, A. *Macroeconomia: compreendendo a riqueza das nações*. São Paulo: Saraiva, 2005.

MONIZ BANDEIRA, L. A. *Formação do Império americano: da guerra contra a Espanha à guerra no Iraque*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2005.

MUSGRAVE, R. A. e MUSGRAVE, P. B. *Finanças públicas: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Campus, 1980.

RIST, Charles. *Historia de las doctrinas relativas al crédito y a la moneda: desde John Law hasta la actualidad*. Barcelona: Bosch, Casa Editorial, 1945.

ROBERTSON, R. M. *História da Economia Americana* (2^o volume). Rio de Janeiro: Record, 1979.

SAUVIAT, Catherine. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In: CHESNAIS, F. *A Finança Mundializada*. São paulo: Boitempo, 2005.

SOBREIRA, R. Eficiência, desregulamentação financeira, e crescimento econômico. In: SOBREIRA, R. (org.). *Regulação financeira e bancária*. São Paulo: Atlas, 2005.

TAYLOR, Philip E. *Economia de La hacienda publica*. Madrd: Aguilar, 1960.

WRAY, L. Randall. *Trabalho e moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços*. Rio de Janeiro: Contraponto, 2003.