

# A dívida pública como componente estrutural do sistema de crédito<sup>1</sup>

José Raimundo Trindade \*

**Resumo:** Este artigo tem como objetivo analisar a dívida pública enquanto componente do sistema de crédito capitalista, a partir do modelo teórico estabelecido por Marx no livro terceiro de O Capital. Inicialmente mostra-se o papel da dívida pública no processo de mobilização de capital de empréstimo, através da securitização da mesma. Em seguida o papel que as finanças do Estado cumprem na circulação do capital de empréstimo. A terceira seção trata dos componentes institucionais do sistema de dívida pública e dos mecanismos de gestão estatal do sistema de crédito. A quarta seção destina-se a analisar especificamente a categoria capital fictício e o enquadramento dos títulos de dívida pública enquanto tal. A quinta seção refere-se à gestão da massa global de capital fictício enquanto aspecto funcional do mercado de títulos da dívida pública. A sexta seção busca analisar as distintas funções cumpridas pelos diferentes títulos públicos e, por último, traça-se algumas conclusões gerais quanto ao papel da dívida pública nas crises econômicas.

**Palavras Chaves:** Estado; Dívida Pública; Sistema de Crédito; Capital Fictício; Marx.

**Classificação JEL:** B, B5, B51; H, H6, H69.

---

<sup>1</sup> Versão deste artigo foi apresentada, originalmente, no XII Encontro Nacional de Economia Política, realizado em São Paulo na FEA/USP (2007) pela Sociedade Brasileira de Economia Política.

\* José Raimundo Barreto Trindade Professor do Programa de Pós Graduação em Economia da Universidade Federal do Pará (PPGE/UFPA) e Doutor em Desenvolvimento Econômico pelo Programa de Pós Graduação em Desenvolvimento Econômico da Universidade Federal do Paraná (PPGDE/UFPR). Endereço: Conjunto Maguari, Alameda 04, Casa 59, Icoaraci, Belém, Pará, Cep: 66.825-020. E-mail: jrtrindade@uol.com.br

## Introdução

Este artigo tem como objetivo analisar a dívida pública enquanto componente do sistema de crédito capitalista, a partir do modelo teórico estabelecido por Marx no livro terceiro de *O Capital*. Diversos autores convergem para o entendimento de que há uma concepção unitária do sistema de crédito na estrutura teórica concebida por Marx<sup>3</sup>, que englobaria as estruturas financeiras (mercados e instituições de crédito), os componentes estruturais da acumulação (capital produtivo) e a massa de valores que compõem o chamado capital de empréstimo.

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.

Marx (1985c, p. 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 compõem como uma totalidade que constitui a oferta de capital de empréstimo pelo sistema de crédito.

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.

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

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).

Busca-se demonstrar a centralidade da dívida pública para o sistema de crédito capitalista. Para tal pontuam-se os seguintes elementos desenvolvidos no artigo:

i) O mercado de títulos públicos, com as características de grande centralização, organização e volume de capital fictício, torna-se o principal centro mobilizador de capital de empréstimo, acresce-se a este aspecto o grau de *negociabilidade* dos títulos públicos e sua garantia, fundada na receita fiscal.

ii) 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 Banco Central 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.

iii) A heterogeneidade dos títulos de dívida pública relaciona-se as distintas funcionalidades cumpridas pelos mesmos. Assim, 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, enquanto os títulos de curto prazo são funcionais a renovação da massa de capital fictício, que compõe o capital de empréstimo no sistema de crédito.

O texto está dividido em seis partes: inicialmente trata-se do papel da dívida pública no processo de mobilização de capital de empréstimo, através da negociação dos títulos em mercado. Na segunda seção desenvolve-se o papel que as finanças do Estado cumprem na circulação do capital de empréstimo. A terceira seção destina-se a analisar especificamente a categoria capital fictício e a caracterização dos títulos de dívida pública enquanto tal. A quarta seção trata dos componentes institucionais do sistema de dívida pública e dos mecanismos de gestão estatal do sistema de crédito. A quinta seção refere-se à gestão da massa global de capital fictício enquanto aspecto funcional do

mercado de títulos da dívida pública. A sexta seção busca analisar as distintas funções cumpridas pelos diferentes títulos públicos e, por último, traça-se as conclusões gerais.

## **1 Mobilização de Capital de Empréstimo e Emissão de Dívida Pública via Títulos Negociados em Mercado**

O sistema de crédito comparece como uma forma madura quando as condições de acumulação se encontram em um nível em que o próprio capital torna-se mercadoria. A propriedade privada capitalista sobre uma massa crescente de valores leva o capital a se colocar como uma mercadoria especial, cuja especificidade é ter o valor de uso “de funcionar como capital”, ou seja, seu valor de uso é criar lucro, colocando-se como uma categoria específica, cuja forma de manifestação oculta o processo de exploração e alienação da mais-valia, estabelecendo-se o automatismo do valor.

Essa condição do capital como mercadoria, podendo ser vendido com vistas ao seu uso produtivo e rentável, leva ao surgimento de uma nova forma funcional: a de capital de empréstimo e a uma nova divisão funcional no seio da burguesia entre uma fração de classe proprietária do capital-dinheiro – os capitalistas monetários – e uma fração diretamente envolvida com o processo produtivo – os capitalistas funcionais. Essa divisão exterioriza tanto uma condição formal do processo de divisão da mais-valia produzida quanto obscurece a essência do sistema que é a produção da nova riqueza social mediante a exploração da força de trabalho.

O capital de empréstimo ou capital produtor de juros é a forma mais fetichizada de manifestação das relações de propriedade, manifesta em seu esquema de apresentação ( $D—D'$ ), dinheiro que gera mais dinheiro. Além de ocultar o real processo de produção da riqueza econômica – a exploração da força de trabalho –, consome o fetichismo automático, um valor que expande a si mesmo, dinheiro que gera dinheiro, e nessa forma não traz mais o estigma de sua origem.

O capital de empréstimo é funcional à acumulação capitalista, mesmo sendo uma expressão relativamente autônoma do capital industrial. A funcionalidade tanto do capital comercial quanto do capital de comércio de dinheiro em relação ao capital industrial os torna formas totalmente condicionadas à dinâmica de expansão valorativa do capital produtivo, sendo

essa capacidade valorativa o centro irradiador de riqueza real para todo o sistema, o que é distinto do capital de empréstimo, pois a sua funcionalidade relaciona-se não ao capital produtivo em si, mas à mobilidade do capital, resultante que é da ativação contínua de capital-dinheiro latente, possibilitado pelo sistema de crédito.

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. Deve-se diferenciar, ainda, a Bolsa de Valores, enquanto mercado primário de emissão de títulos e de negociação da propriedade das companhias, do mercado secundário referente a ativos financeiros que já estão em circulação e são negociados em mercado de bônus ou de direitos sobre títulos de dívida. Essas estruturas institucionais são parte do sistema de crédito, sendo, ainda hoje, bastante referenciada a análise efetivada por Hilferding (1985).

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 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, p.16). Essa noção é própria da percepção do banqueiro, algo que Marx (1981e, p. 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, 1981e, p. 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, p. 470; SOBREIRA, 2005 e CHESNAIS, 2005), deste modo 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 negociação de títulos públicos em segunda mão é um processo antigo, como comprova as atas compiladas por Marx (1981a) 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 se torna global e mais integrado internacionalmente, dada às novas tecnologias e grau de concorrência intercapitalista.

O que determina o uso flexível dos títulos públicos como mecanismo de mobilização de capital de empréstimo é o seu *grau de negociabilidade* ou *fungibilidade*. Horne (1972, p. 150) definiu negociabilidade como a *facilidade* com que seu proprietário pode convertê-lo em dinheiro. Neste sentido a negociação em mercado 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. A tendência de securitização fez dos mercados de obrigações públicas 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 (CHESNAIS, 2005, p. 41)<sup>4</sup>.

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. O Tesouro dos Estados Unidos é, isoladamente, o maior tomador de recursos do mundo, envolvendo-se em levantamentos de fundos e refinanciamento quase contínuos<sup>5</sup>. Entretanto, já em 2001, os títulos que os governos e as firmas emitiram tinham um valor nominal de mercado de aproximadamente 33 trilhões de dólares, dos quais mais da metade correspondia a títulos emitidos pelos Estados nacionais (MILES & SCOTT, 2005, p. 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 quais

4 Miles & Scott (2005, p. 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 Dupont & Sack (1999); ANDIMA (2003); Wray (2003).



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 reprodutivade departamental 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 anual<sup>6</sup>, 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 (1981e, p. 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.

---

<sup>6</sup> Utiliza-se aqui somente a estrutura conceitual de Marx, que denominava renda líquida à massa de mais-valia produzida anualmente.

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.

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 Sistema<sup>7</sup>. 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 declínio 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 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

---

<sup>7</sup> Estamos utilizando o caso estadunidense como ilustrativo das condições teóricas. Em relação aos EUA conferir Musgrave&Musgrave (1980, p. 173-193); Taylor (1960, p. 38-39); Miles & Scott (2005, p. 186-228).

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 Estado<sup>8</sup>, 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 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

---

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

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 fictício<sup>9</sup>, neste movimento inicial o sistema de crédito disponibiliza forma dinheiro da renda para o Estado, o Estado por

9 Marx (1981e, p. 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.

assim dizer suga parcela da massa de capital de empréstimo da economia e disponibiliza aos seus credores títulos de dívidas. 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.

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 vincendos, 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 (1985c, p. 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 Dívida Pública e Capital Fictício

Parcela considerável do capital de empréstimo constitui-se em forma fictícia de capital, títulos representativos de capitais duplicados ou destruídos como renda e que assumem movimento próprio na circulação, porém subordinados à dinâmica valorativa do circuito produtivo da mais-valia, o qual continua soprando vida sobre essas formas amorfas.

Pachukanis (1988, p. 83-84) observa que *a relação do proprietário com a propriedade no capitalismo é abstrata, formal, condicionada e racionalizada, sendo, na essência, a liberdade de transformação do capital de uma forma para outra, a liberdade de transferência do capital de uma esfera para outra, visando obter o maior lucro possível sem trabalhar*, ou seja, as relações de propriedade caminham para uma crescente dissociação entre posse e uso, sendo a posse garantida pelos títulos representativos do direito de propriedade e o uso transferido conforme a lógica de valorização e obtenção da mais-valia.

Essa dissociação entre posse e uso da propriedade sobre a mercadoria-capital, que se encontra na origem do capital de empréstimo, conduz ao

automatismo de capitalização de meros títulos de propriedade, formas *abstratas* que parecem deter em si mesmas a capacidade de expandir-se.

O capital fictício adquire importância por ser uma categoria representativa da gigantesca massa de riqueza social ilusória representada nos diversos títulos de propriedade, cuja base real foi de alguma forma destruída ou consumida no processo reprodutivo da acumulação capitalista.

Deve-se frisar que essa massa de valor é fictícia e ilusória em termos da magnitude social, em termos das condições de reprodução e perpetuidade global do sistema. Entretanto, em termos individuais ou de cada capitalista isolado, os valores referentes a títulos de propriedade que detêm são tão reais quanto ouro, pelo menos enquanto as condições de normalidade do sistema de crédito permitam o pleno reconhecimento social dos referidos títulos.

O capital fictício é uma categoria resultante do capital de empréstimo, sendo uma forma ficcional em função de que seu valor real não mais existe, tendo sido destruído (gasto ou despendido) em um período anterior. O primeiro movimento que origina um capital fictício representa uma transferência convencional de capital de empréstimo do prestamista ao prestatário, seja este uma empresa ou o Estado. Este capital de empréstimo desaparecerá ao ser adiantado (despendido) como capital pela empresa ou gasto pelo Estado, na medida em que seu valor de uso foi destruído e com ele seu valor.

O segundo movimento que origina capital fictício responde pela emissão de títulos de propriedade de valor de face nominal especificado como uma fração do capital de empréstimo pretérito, representação simbólica da dívida que dá direito jurídico sobre valores futuros, sendo esses títulos uma contraprestação ao capital emprestado, rendendo um percentual de juro sobre a referida fração.

O capital fictício finalmente surge do processo de capitalização dos títulos, na medida em que estes passam a dar direito ao seu portador de um retorno percentual (juro), tal como um capital real, porém a magnitude desse capital passa a ser calculada como uma exponencial da taxa de juro média. Assim, inversamente ao capital real que produz a mais-valia e, portanto, é sua ordem de grandeza que determina o valor líquido criado, nesta forma fictícia é o rendimento (na forma de juro) que determina a grandeza do capital, através do processo de capitalização.



A forma capital fictício<sup>10</sup> sucede, portanto, de o princípio do capital produtor de juro expressar todo retorno ou pagamento regular de renda monetária como aparente juro de um capital, derive ou não de um capital efetivo, supondo-se, portanto, a “duplicação ou triplicação” de valores oriundos de um capital preexistente ou mesmo antes destruído, como no caso da dívida pública. É forma capital em função de que possibilita ganhos ou rendimentos presentes e futuros, porém define-se como fictício por conta de que seu valor-capital é um clone do valor real em circulação ou fixado na produção, caso das ações de empresas de capital aberto e derivativos<sup>11</sup> ou, como no caso da dívida pública, capitalização de um rendimento de um valor pretérito, gasto na circulação reprodutiva do Estado<sup>12</sup>. Capitalização é o processo de criar capital fictício, ou seja, considerar, a partir da taxa média de juro, que qualquer renda regular recebida resulte de um montante dado de capital monetário de empréstimo.

#### **4 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,

---

10 De Brunhoff (1987, p. 317-318) lembra que o conceito de capital fictício é raramente utilizado na economia contemporânea, porém os autores que empregam essa categoria têm em comum o fato de “contrastarem capital fictício com capital real”. Diferentemente da noção de Marx que, como vimos, insere essa forma de capital como componente endógeno da acumulação, a versão de Hayek, baseado em Viner, refere-se à “superabundância de papel-moeda em circulação” que teria sua origem na “emissão pelo sistema bancário através do crédito” e que seria considerada uma espécie de “moeda falsa” (MOLLO, 1989, p. 90). Vale fazer referência, ainda, à noção de “mercadoria fictícia” formulada por Polanyi (2000, p. 89-98) e que diz respeito à artificialidade – conforme interpretação deste autor – de considerar o trabalho, a terra e o dinheiro como mercadorias.

11 Segundo Sandroni (2001, p. 165) definem-se derivativos como “operações financeiras cujo valor deriva (daí a denominação) de outros ativos, denominados ativos-objetos, com a finalidade de assumir, limitar ou transferir riscos”. Trata-se, portanto, de títulos de capital fictício de segunda ou terceira potência, expressão da expansão de outros valores fictícios.

12 “Na realidade todos esses papéis constituem apenas direitos acumulados, títulos jurídicos sobre produção futura, e o valor-dinheiro ou o valor-capital ora não representa capital algum, como é o caso das apólices da dívida pública, ora é regulado de maneira independente do valor do capital efetivo que esses papéis configuram” (MARX, 1981e, p.539).

*dealers*<sup>13</sup>, companhias de investimento e de seguro, fundos de pensão e fundos mútuos de investimento<sup>14</sup> 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 Nacional<sup>15</sup>, 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 regulação financeira, não permitindo em última instância o desconto de dinheiro de crédito existente nos níveis inferiores da hierarquia<sup>16</sup>. 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

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

14 Conferir para uma exposição sintética e interessante sobre os fundos de pensão e fundos mútuos o texto de Sauviat(2005).

15 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.

16 Esse entendimento é semelhante ao manifesto por Minsky (2009, p. 100), segundo esse autor“...o refinanciamento de posições é importante, e onde existe um volume significativo de dívidas de curto prazo, a habilidade de um tomador de empréstimos de honrar compromissos financeiros é colocada na berlinda quando o preço de tais instrumentos cai tão fortemente no mercado. Se o FED deseja e tem condições de introduzir demandas sobre si dentro da economia, através da compra de tais instrumentos e, desse modo, de refinar tais tomadores de empréstimos, então o limite ou piso de tais instrumentos é estabelecido” (grifos nossos).

alimentam e expandem os círculos de intercâmbio de valor. Historicamente o sistema de crédito se desenvolve enquanto forma peculiar do capital 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 capitalismo<sup>17</sup>. 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, 1985c, p. 1509).

O sistema de crédito deve ser visto enquanto força coordenadora da distribuição de capital monetário na economia<sup>18</sup>, mesmo que, em termos amplos, mantenha-se, sempre, como uma forma subordinada a forma capitalista central que é o capital industrial. É importantesalientar 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, o que pode ser exemplificado com as modificações radicais da estrutura financeira dos Estados Unidos na década de 30 e as recentes modificações ocorridas no bojo da atual crise.

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,

17 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 ofEngland* 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, p. 47): “a lista de subscrições da instituição, conhecida desde então como *Bank ofEngland*, 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”.

18 ConferirHilferding (1985); De Brunhoff (1978); Fine & Harris (1981); Lianos (1987); Harvey (1990).

requerendo um nível de controle que se dá mediante o Estado, através das suas funções monetárias e fiscais. De Brunhoff (1985, p. 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, corresponde por um lado à centralização do financiamento, por outro a uma concentração da gestão da moeda de pagamento em escala nacional”, o que deveria acrescer a necessidade de gestão a nível internacional.

## **5 As Operações de Mercado Aberto de Títulos Públicos e Gestão do Capital Fictício**

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 capitalismo<sup>19</sup>.

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 financeiro<sup>20</sup> 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

19 O episódio 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).

20 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).

suas “poupanças”, ao lado de “grandes 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 (*profituponalienation*) 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 primeiros<sup>21</sup>. O mercado de títulos da dívida pública compõe parte dos instrumentos gerais de controle gestores do sistema de crédito.

---

21 Para uma boa descrição desse mercado de títulos conferir Horne (1972); ANDIMA (2003).

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, p. 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 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 coercitivo<sup>22</sup> 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

---

22 O termo coerção parece ter em Marx (1981e, p. 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.

termos históricos essa relação entre volume de empréstimos (exigibilidades) e nível mínimo de reservas, se deu sempre de acordo com o princípio quantitativistaricardiano, ou seja, tendo uma base de ouro como fator de multiplicação<sup>23</sup>.

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 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.

## 6 Heterogeneidade e funcionalidade dos títulos públicos

Os títulos públicos se diferenciam basicamente por sua maturidade e por estarem vinculados 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,

23 Eichengreen (2000, p.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.

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 emprestáveis<sup>24</sup>. Convém observar que os prazos de emissão e vencimento dos títulos nos 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 (1981e, p.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 valor<sup>25</sup>. Os títulos de dívida, porém, por não ser dinheiro não se apresentam homogêneos, sendo 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 à *plena garantia e crédito do Tesouro Nacional*, a máxima capacidade de validade monetária (restituição do capital de empréstimo) aos títulos do Estado.

24 Conferir Eichengreen (2000); ANDIMA (2003); Wray (2003); De Brunhoff (2005), entre outros.

25 Neste sentido conferir Germer (1995) e Harvey (1990).



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 papel<sup>26</sup>. 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.

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 estadunidense<sup>27</sup>.

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.

26 Os textos dedicados à 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, p. 87-127)

27 Em relação a crise da dívida pública Alemã conferir Moniz Bandeira (2005, p. 87-97); Eichengreen (2000, p. 103-107). Em relação à ruptura com o Acordo de Bretton Woods, há uma ampla literatura, porém a maior parte trata como aspecto pacífico e sem maiores repercussões estrutural para o capitalismo a decisão estadunidense de não validar a conversão de dólar em ouro, como previsto no referido Acordo, conferir Eichengreen (2000) e De Brunhoff (1998).

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 tipo<sup>28</sup>.

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 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, 1981e, p. 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%)<sup>29</sup>.

---

28 Os dados referentes ao ano de 1974 foram retirados de Musgrave&Musgrave (1980, p. 511) e para 1999 de ANDIMA (2003, p. 40).

29 Dados citados em ANDIMA (2000, p.42-43).

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.

## 7 Considerações finais

Buscou-se ao longo deste artigo construir elementos iniciais de uma abordagem marxista sobre a dívida pública, centrada na sua importância para estruturação e desenvolvimento do sistema de crédito, assim como seus aspectos de funcionalidade ao próprio sistema.

A análise realizada mostrou que o uso dos títulos públicos como mecanismo de mobilização de capital de empréstimo relaciona-se ao seu *grau de negociabilidade*, definida como a *facilidade* com que o proprietário do título pode convertê-lo em dinheiro. Neste sentido a negociação em mercado 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.

Segundo foi possível apreender, a dívida pública desenvolve duplo movimento muito peculiar e necessário à regulação creditícia: o Estado toma empréstimo dando como contrapartida títulos de capital fictício; 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 dívidas. Neste movimento temos substituição de valores reais por valores fictícios nas mãos dos credores do Estado.

O segundo movimento refere-se ao resgate dos títulos. A amortização da dívida significa reconversão de capital fictício em capital de empréstimo efetivo, o que implica o Estado dispor de receita fiscal para liquidar os títulos ou emitir nova dívida, significando retorno ao primeiro movimento. Em relação aos títulos públicos vale ressaltar que a diferenciação básica de tempo de maturidade, na forma de títulos de curto, médio e longo prazo, converge, também, para distintas vinculações funcionais. A função mobilizadora de capital de empréstimo, por exemplo, 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 e sustentar a cadeia de trocas de títulos 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 dívida<sup>30</sup>, aqui não há amortização e sim *substituição*. Em termos globais, portanto, 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.

A emissão de títulos com o objetivo de simplesmente *absorver e esterilizar* capital de empréstimo, contrariando crises de superprodução, parece não especificar exatamente uma 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.

À guisa de conclusão podemos afirmar que as formas que os títulos assumem possibilitam, 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

<sup>30</sup> 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).

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 anticíclica sistêmica: a de absorção de capital de empréstimo, aspecto que deverá ser tratado em artigo a parte.

## **Agradecimentos**

“Agradeço a colaboração inestimável do Professor Claus Magno Germer do Doutorado em Desenvolvimento Econômico da UFPR, bem como as indicações feitas por pareceristas da Revista Econômica, sendo porém as falhas e limites tão somente responsabilidade do autor”.

# The Government Debt as Structural Component of Credit System

**Abstract:** This article has as objective to analyze the public debt as part the system of credit, from the theoretical model established by Marx in the third book of *The Capital*. Initially displays at the role of public debt in the process mobilization of debt capital through the securitization of it. Subsequently the role that finance the state meet in the movement the loan capital. The third section treats the institutional components of the system the public debt and the mechanisms for state management the system of credit. The fourth section is intended to specifically consider the category fictitious capital and the fifth section refers to management of the overall mass of fictitious capital. The sixth section discusses the functions by government securities and, finally, some conclusions.

**Keywords:** State; Public Debt, System of Credit, Fictitious Capital, Marx.

**Classificação JEL:** B, B5, B51; H, H6, H69.

## Referências Bibliográficas

- 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: ForenseUniversitária, 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 teoría marxista. México: Fondo de Cultura Económica, 1990.
- HILFERDING, 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 con 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, Livro 1, Volume I. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1981a.
- \_\_\_\_\_. O Capital: crítica da economia política, Livro 1, Volume II. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1981b.
- \_\_\_\_\_. O Capital: crítica da economia política, Livro 2, Volume III. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1981c.
- \_\_\_\_\_. O Capital: crítica da economia política, Livro 3, Volume IV. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1981d.
- \_\_\_\_\_. O Capital: crítica da economia política, Livro 3, Volume V. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1981e.
- \_\_\_\_\_. Contribuição à crítica da economia política, 2ª Edição. São Paulo: Martins Fontes, 1983.
- \_\_\_\_\_. Teorias da Mais-valia, Volume I. São Paulo: Difel, 1985a.

- \_\_\_\_\_. Teorias da Mais-valia, Volume II. São Paulo: Difel, 1985b.
- \_\_\_\_\_. Teorias da Mais-valia, Volume III. São Paulo: Difel, 1985c.
- MATTICK, Paul. Marx y Keynes: los limites de la economia mixta. México: Era, 1975.
- MILES, D.& SCOTT, A. Macroeconomia: compreendendo a riqueza das nações. São Paulo: Saraiva, 2005.
- MINSKY, Hyman P. Estabilizando uma economia instável. Osasco, SP: Novo Século Editora, 2009.
- 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 (2º volume). Rio de Janeiro: Record, 1979.
- SANDRONI, P. Novíssimo Dicionário de Economia. São Paulo: Editora Best Seller, 2001.
- 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. Madrid: 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.

*Recebido para publicação em janeiro de 2011*

*Aprovado para publicação em abril de 2011*