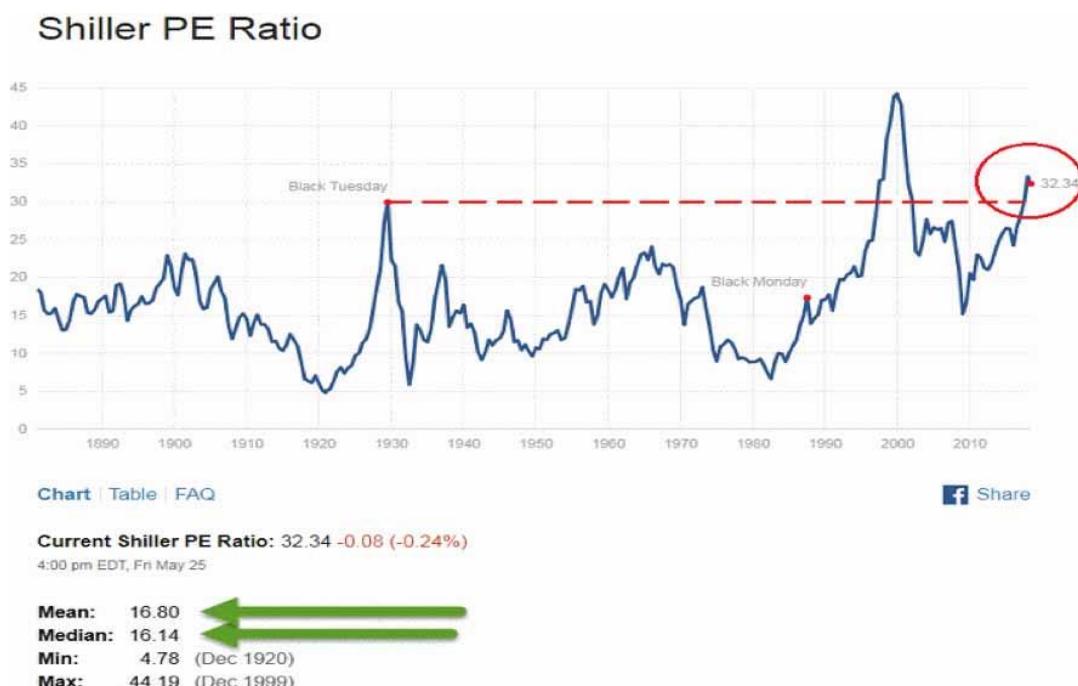


A teoria do capital de investimento financeiro e os pontos do sistema financeiro global onde se prepara a próxima crise

François Chesnais - 24 de abril de 2019

Na finança, é hora de novas expressões. Há cerca de dois anos se viu aparecer nos relatórios do FMI e do Banco de Compensações Internacionais a figura do *yield-hungry investor*, o investidor faminto de rendimento, que é também um *risk-prone investor*, um investidor com fortes propensões a assumir riscos especulativos muito altos. Da mesma forma, entre os analistas financeiros, o momento atual é o de uma bolha composta preocupante – bursátil, imobiliária, dos mercados de títulos corporativos – que eles chamam de *the everything bubble*. É no principal mercado de ações de Wall Street que a formação de uma bolha é mais fácil de apreender, com a ajuda da taxa Shiller, uma taxa preço / lucro, calculada pela divisão do preço atual de uma ação por seu lucro médio (dividendos), ajustada pela inflação dos dez anos anteriores.

Gráfico 1 – A bolha bursátil da Wall Street medida pela taxa Shiller



Vê-se que a taxa atingiu o décimo nível mais elevado de sua história, mais alto que em 1929! É a ilustração, elevada ao absurdo em função da situação da economia mundial, que a Bolsa é o lugar por excelência onde os protagonistas - investidores e comerciantes – se deixam periodicamente levar, mais do que em outros mercados financeiros, pelo que o ex-presidente do Fed, Alan Greenspan, nomeou, em 1996, uma "exuberância irracional", no momento em que a bolha *ponto.com* foi formada na Nasdaq. Hoje, essa exuberância é alimentada pela continuidade de uma política monetária fácil por parte dos bancos centrais, na esperança (vã) de que os bancos apoiem as pequenas e médias empresas e, assim, impulsionem o crescimento e, no caso de Wall Street, pelas compras muito importantes de suas próprias ações pelos grandes grupos industrial-financeiros para sustentar as cotações. O colapso das cotações na Wall Street, e nos minutos que se

seguirão, em todos os centros financeiros, será um amplificador de uma força extraordinária da crise financeira. Ele poderia ser provocado por um evento político, mas o mais provável é que parte dos mercados de títulos nos quais os investidores, incluindo os diferentes tipos de fundos de investimento, assumem riscos cada vez mais elevados. O FMI criou recentemente um blog que permite aos membros do secretariado publicar artigos que colocam os pontos nos "is", utilizando uma linguagem que os relatórios oficiais não podem usar. Os autores falam de "investidores famintos de retorno que apostam em ativos que, em tempos menos especulativos, evitariam". [1] Precisamos de uma estrutura teórica sólida que ajude a entender por que e como "investidores famintos de retornos" passaram a dominar a economia global ou chegaram a ocupar a frente da cena econômica mundial.

Acumulação de capital - dinheiro e acumulação de capital real

Isso supõe retornar cento e cinquenta anos e fazer um breve parêntese sobre os capítulos XXX e XXXI do Livro III de *O Capital*, localizado na parte do livro dedicada à divisão entre lucro e juros. Marx apresenta uma distinção, pouco estudada por economistas marxistas, entre a acumulação de capital - dinheiro e a acumulação do capital real, cuja característica central está em sua observação no início do capítulo XXXI de que "a transformação do dinheiro" em capital - dinheiro de crédito é muito mais simples que a metamorfose do dinheiro em capital produtivo "[2].

Os parágrafos sobre a transformação do dinheiro em capital - dinheiro de empréstimo, no início do capítulo XXX, permitem seguir o dinheiro em suas sucessivas metamorfoses: ele é inicialmente "massas de dinheiro estagnadas (ouro, moeda de ouro, bilhetes de banco)"; torna-se capital sem ser investido na produção, assume a forma de capital portador de juros gerado pelos bancos, mas também de maneira bem mais importante, criado por eles através do crédito; seu investimento em títulos da dívida pública e ações dá origem a uma forma cuja natureza é dupla, de direitos de retirada sobre a maior valia e de capital fictício (representa um "capital" que "rende" juros e dividendos, uma renda para quem o detém, mas não é capital do ponto de vista da acumulação produtiva); finalmente, os ganhos e perdas das flutuações de preço nos mercados de títulos e ações e as oportunidades de especulação que eles criam.

A teoria do capital fictício no Capítulo XXX, capital dinheiro e capital real (I)

Primeiro: A acumulação do capital-dinheiro propriamente dito. Até onde é indicadora de verdadeira acumulação de capital, isto é, de reprodução em escala ampliada? A chamada plethora de capital, designação que se aplica sempre ao capital produtor de juros, ao capital-dinheiro portanto, é apenas maneira especial de expressar a superprodução industrial ou constitui fenômeno particular, ao lado dela? Coincide essa plethora, essa oferta demasiada de capital-dinheiro, com a existência e massas de dinheiro estagnadas (barras, moedas de ouro e bilhetes de banco), de modo que esse excesso de dinheiro efetivo expressa e patenteia aquela plethora de capital de empréstimo?

Segundo: Até onde a carência de dinheiro, isto é, a escassez de capital de empréstimo, expressa carência de capital real (capital-mercadoria e capital produtivo)? Até onde aquela carência coincide com a escassez de dinheiro em si, escassez de meios de circulação? Pelo que observamos até agora a respeito da forma peculiar de acumulação do capital-dinheiro e da riqueza monetária em geral, reduz-se ela a acumulação de direitos de propriedade sobre o trabalho.

A acumulação do capital da dívida pública nada mais significa, conforme se viu, que aumento de uma classe de credores do Estado, a qual tem direito a tomar para si certas quantias tiradas do montante dos tributos. Até acumulação de dívidas chega a passar por acumulação de capital, e fatos como esse revelam a que extremos vai a deformação das coisas no sistema de crédito. Esses títulos de dívida, emitidos em troca do capital originalmente emprestado e há muito tempo despendido, essas duplicatas em papel do capital destruído, servem de capital para os respectivos possuidores, na medida em que são mercadorias vendáveis e por isso podem ser reconvertidos em capital.

Os títulos de propriedade sobre sociedades mercantis, ferrovias, minas, etc. são por certo, conforme vimos, direitos sobre capital real. Entretanto, não permitem que se disponha desse capital, que não pode ser extraído donde está. Apenas dão direito à parte da mais-valia a ser obtida. Mas esses títulos constituem também duplicação em papel do capital real, como se o conhecimento de carga pudesse ter um valor além do da carga e ao mesmo tempo que ela. Tornam-se representantes nominais de capitais inexistentes. Assim é que o capital real existe ao lado deles e não muda de mãos com a circunstância de essas duplicações serem vendidas. Tornam-se formas do capital produtor de juros, não só porque asseguram certos rendimentos, mas também porque mediante venda são reembolsáveis como valor-capital. A acumulação desses papéis, na medida em que representa a acumulação de ferrovias, minas, navios, etc., expressa ampliação do processo real de reprodução, do mesmo modo que o aumento de um cadastro tributário relativo, por exemplo, a bens móveis indica expansão desses bens. Mas, como duplicatas negociáveis por si mesmas como se fossem mercadorias, e circulando por isso como valor-capital, são ilusórios, e o valor pode variar sem depender por nada do movimento do valor do capital real que representam como títulos jurídicos. (...)

Ganhar e perder por meio das oscilações desses títulos, a centralização deles nas mãos dos reis das ferrovias, etc. são cada vez mais o resultado da especulação, do jogo. Este, e não o trabalho, aparece na condição de modo original de adquirir capital, substituindo também a violência direta. Essa riqueza financeira imaginária constitui parte considerável da fortuna monetária dos particulares e também do capital dos banqueiros, conforme já vimos.

Karl Marx, *O Capital*, Livro III, volume V, capítulo XXX. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

A característica sistêmica da acumulação do capital – dinheiro: acumulação financeira

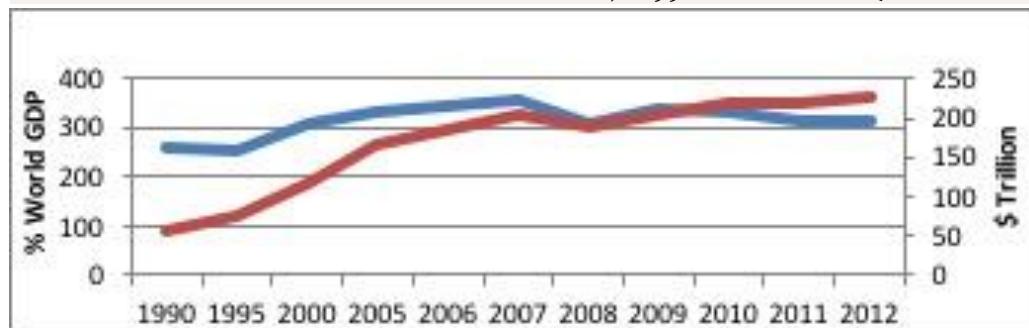
Quando Marx escreveu, na Inglaterra, as "massas estagnadas de dinheiro", elas tinham origem na renda da terra, numa pequena poupança operária aplicada em títulos públicos (a "corrente de ouro") e também, em tempos de recessão, nos lucros não investidos, concedendo à acumulação do capital – dinheiro um caráter amplamente conjuntural.

Desde a década de 1970, um conjunto de processos econômicos (alguns de origem política), o tornaram progressivamente sistêmico. Os fatores que deram origem a esse

caráter sistêmico incluem o mecanismo de reprodução contínua das dívidas públicas, uma vez contraídas, primeiro dos países do Terceiro Mundo na década de 1980 e depois dos países capitalistas centrais, quando o imposto gradualmente deu lugar ao empréstimo e ao endividamento; a centralização da poupança proporcionada pelos regimes de pensões por capitalização (fundos de pensões); a aplicação em Fundos Mútuos e Fundos de Hedge da propriedade e capital não consumido pelas classes de renda superiores. A acumulação financeira foi concomitante às mudanças na correlação de forças entre capital e trabalho nascidas nas derrotas da classe trabalhadora sob a liderança de Thatcher e Reagan, permitindo a liberalização, a desregulamentação dos fluxos financeiros, do comércio das mercadorias (os “bens e serviços”) e a mundialização dos investimentos. Na última fase dos anos 2000, graças à mundialização do exército industrial de reserva, acentuada pela entrada da China na OMC, os grandes grupos financeiros – industriais criaram novas configurações industriais transnacionais conhecidas sob o nome “cadeias globais de valor”. (CGVs). Apenas uma parte de seu lucro foi reinvestida, a outra parte enriquecendo os acionistas e, portanto, a massa financeira confiada aos Fundos de Hedge.

Para ter uma ideia da diferença entre os ritmos da acumulação do capital portador de juros e o capital engajado na apropriação de mais valia (tomando, para este último, o PIB mundial como *proxy* ou índice), se pode utilizar, até 2012, de um cálculo proposto pelo Instituto McKinsey Global (Gráfico 2). As curvas deste Gráfico, que já usei em artigos anteriores (3), mostram o crescimento que conheceu – a partir do início dos anos 1990, em trilhões de dólares e em porcentagem do PIB mundial – as quatro principais categorias de ativos financeiros: as ações, os títulos privados, os títulos da dívida pública e as linhas de crédito bancárias remuneradas por juros. Elas não incluem a categoria de ativos chamada de derivativos, para os quais há indicadores específicos, e a valorização do mercado (no caso de ações, a capitalização bursátil nos principais centros financeiros) que serve de base de cálculo. O gráfico indica, portanto, aproximadamente, o movimento de crescimento da massa de capital que assume a via de valorização sobre os mercados financeiros e fornece uma ordem de grandeza do montante de direitos potenciais de saque sobre a mais valia.

Gráfico 2
Crescimento dos ativos financeiros mundiais, 1990 a 2012 - (trilhões de dólares)



Fonte: McKinsey Global Institute, Financial Globalization, Retreat or Reset? 2013.

Base: taxa de câmbio de 2011.

Azul: PIB mundial; vermelho: ativos.

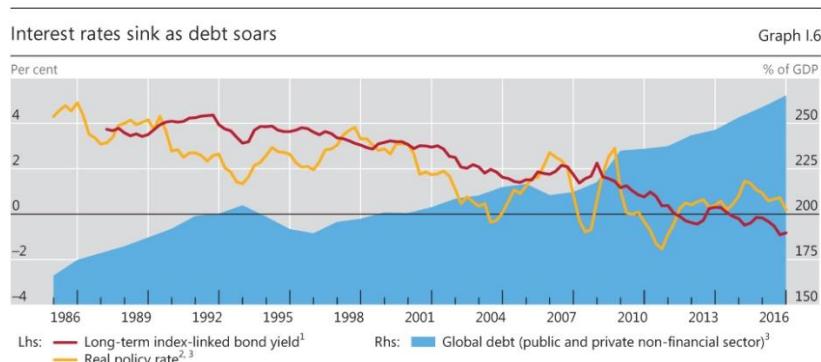
Como se constata, o ritmo de crescimento dos ativos financeiros foi impressionante: uma taxa média de 9% de 1990 a 2007, com uma forte aceleração em 2006 e 2007 (18%). Em 2007, os ativos financeiros com relação ao PIB mundial atingiram 376% (4). Os vinte anos de crescimento exponencial foram interrompidos pela crise financeira de setembro de 2008. Mas, em seguida, enquanto a curva azul do PIB mundial baixou e permanece “plana”, a curva vermelha retomou seu curso de alta, embora a um ritmo menor, o que McKinsey chama de “uma taxa anêmica de 1,9%” (5). A queda da capitalização bursátil nas principais bolsas de valores e o recuo das transações nos mercados de títulos privados foram compensados, ao menos parcialmente, por sua alta nas economias “emergentes” e por um crescimento dos títulos da dívida pública estimada em 2011 e 2012, como sendo da ordem de U\$ 4,4 trilhões. Em 2012, os ativos financeiros em relação ao PIB mundial atingiram 356%.

McKinsey parou de calcular esse indicador sintético, o que nos obriga a recorrer a indicadores parciais. Os únicos disponíveis e confiáveis dizem respeito aos títulos públicos e privados, dos quais se conhece a quantidade em dólares e em porcentagem do PIB para muitos países.

Antes de explorar esse aspecto, é necessário se debruçar sobre a redução das taxas de juros mundiais de longo prazo, pois elas representam um indicador de acumulação, ou melhor, de superacumulação, do capital portador de juros. O Gráfico 3 mostra que esta redução começou nos anos 1990. Posteriormente, a compra de ativos tóxicos dos bancos em 2008, seguida pelas chamadas políticas “não ortodoxas” de criação monetária maciça implementadas pelo Fed, pelo BCE e outros bancos centrais, com base no fato de que os bancos emprestariam para as PME e às famílias, acentuaram o movimento descendente desde 2009. Mas, no seu comentário sobre este Gráfico, os especialistas do BRI insistem categoricamente que isto não é suficiente para explicar o declínio que tinha começado muito antes. É impossível, segundo eles, “discernir o que é secular e o que é cíclico, e no que é cíclico, a importância dos fatores monetários e não monetários”. [6]

Gráfico 3

As taxas de juros mergulham enquanto a dívida pública e privada cresce a toda velocidade



Sources: IMF, *World Economic Outlook*; OECD, *Economic Outlook*; national data; BIS calculations.

Fonte: BIS Working paper n° 574, August 2016

A retomada de um forte crescimento do endividamento dos Estados e, sobretudo, das empresas.

Depois de ter parecido atingir um platô, o endividamento dos Estados e, sobretudo, das corporações não financeiras (empresas), voltou a subir novamente, em um contexto de crescimento muito lento do PIB mundial, sobre o qual é importante enfatizar. No início de abril, a apresentação do relatório bienal do FMI sobre estabilidade financeira global alertou que "em um cenário adverso, o crescimento global poderia ser negativo em três anos". [7]

Gráfico 4

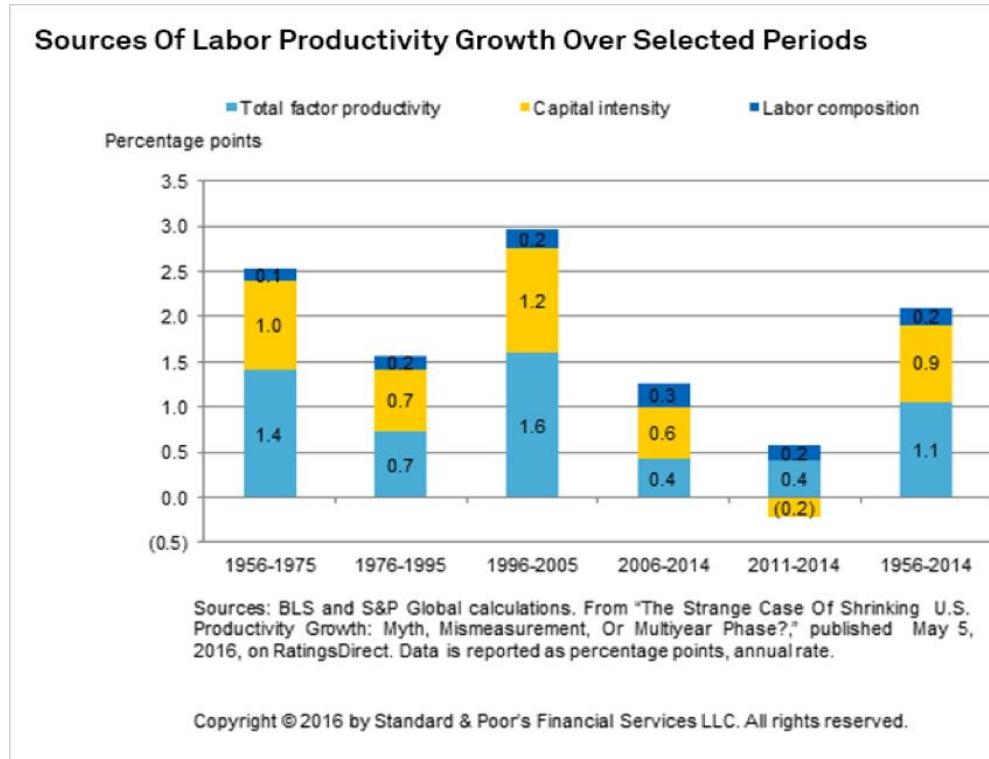
As mais recentes projeções de crescimento do PIB mundial do FMI.



Para os países capitalistas centrais, as projeções são exatamente aquelas do início, de manutenção de uma queda da taxa de crescimento, cuja fonte é a redução da taxa de crescimento da produtividade e a diminuição do investimento. No artigo publicado neste site em fevereiro de 2019, houve muita discussão sobre esse declínio para os Estados Unidos, bem como sua relação com a queda do investimento. A partir disso, chamou-me atenção, um artigo da agência de notação Standard and Poor's, que também atribui muita importância a este duplo declínio [8]. O estudo aponta que as quedas no crescimento da produtividade mostrados no Gráfico 5, particularmente no período 2011-2014, também são momentos de queda nos investimentos.

Gráfico 5

As fontes do crescimento da produtividade nos EUA em vários períodos



Cinco países são responsáveis por 66,2%, ou seja, dois terços da dívida global total, com as taxas dívida / PIB e a repartição Estados / empresas muito diferentes. A China se distingue dos quatro outros países, como se pode ver nos Gráficos 6 e 7.

Tabela 1

Os cinco primeiros países responsáveis pelo endividamento mundial

Rank	Countries	Debt (\$B)	% of Global Debt	Debt-to-GDP
#1	United States	\$19,947	31.8%	107.1%
#2	Japan	\$11,813	18.8%	239.3%
#3	China	\$4,976	7.9%	44.3%
#4	Italy	\$2,454	3.9%	132.6%
#5	France	\$2,375	3.8%	96.3%

Fonte: <https://www.weforum.org/agenda/2018/05/63-trillion-of-world-debt-in-one-visualization>

Gráfico 6

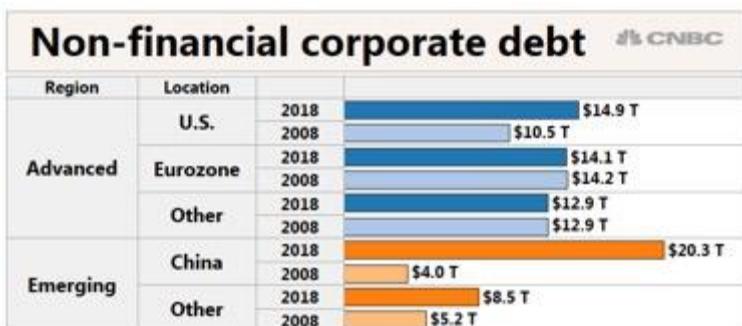
Dívida dos Estados – US\$ trilhões



SOURCE: Bank for International Settlements

Gráfico 7

Dívida das Corporações não financeiras – US\$ trilhões



SOURCE: Bank for International Settlements

Em seu relatório de abril de 2019, o FMI constata uma “vulnerabilidade do setor empresarial, que parece forte em cerca de 70% dos países de importância sistêmica (segundo sua participação no PIB mundial). Ele a detalha para os quatro países ou grupos de países listados no *box* a seguir.

Extratos do resumo do Relatório sobre a estabilidade financeira mundial de abril de 2019 do FMI - <https://www.imf.org/fr/Publications/GFSR/Issues/2019/03/27/Global-Financial-Stability-Report-April-2019#sum>

O endividamento das empresas nos países avançados. Os balanços parecem suficientemente sólidos para suportar uma desaceleração econômica moderada (...). No entanto, o endividamento global e a tomada de risco financeiro aumentaram e a solvência de alguns devedores se deteriorou. O estoque de títulos com grau de investimento de classificação mais baixa (BBB) quadruplicou, enquanto que o dos títulos especulativos praticamente dobrou nos Estados Unidos e na zona do euro. Assim, uma desaceleração econômica pronunciada ou um aperto brutal das condições financeiras poderia se traduzir por uma reversão acentuada do risco de crédito e pesar sobre a capacidade das empresas endividadas pagarem o serviço da dívida. Se as condições monetárias e financeiras permanecerem brandas, o endividamento provavelmente continuará a aumentar na ausência de uma intervenção dos poderes públicos, o que faz pairar a ameaça de uma desaceleração mais acentuada no futuro.

As ligações entre o setor soberano e o setor financeiro na área do euro. As dificuldades fiscais na Itália reacenderam os receios quanto os vínculos entre o setor soberano e o setor financeiro. As participações dos fundos próprios dos bancos aumentaram na área do euro. No entanto, potenciais perdas em empréstimos inadimplentes e a desvalorização de títulos do governo poderiam penalizar fortemente o capital de alguns bancos. As companhias de seguros também poderiam ser implicadas, levando em conta seus consideráveis haveres em títulos soberanos, de bancos e de empresas.

Os desequilíbrios financeiros na China e suas possíveis repercussões - A vulnerabilidade financeira continua alta na China e as autoridades precisam encontrar um delicado equilíbrio entre três imperativos: estimular o crescimento no curto prazo, lidar com os choques exógenos negativos e reduzir o endividamento endurecendo a regulamentação. Os bancos pequenos e médios continuam frágeis, o que pesa sobre as condições de financiamento para as empresas de tamanho modesto. No entanto, o prosseguimento da flexibilização monetária e do crédito poderia aumentar a vulnerabilidade, pois a expansão sustentável do crédito poderia frear ou impedir o saneamento dos balanços dos bancos e ampliar as tendências atuais de alocação do crédito.

A volatilidade da carteira dos fluxos de investimento para países emergentes - Os investidores que confiam nos índices de referência (*benchmarks*) influenciam cada vez mais as carteiras dos fluxos de investimentos para os países emergentes. (...) Estima-se que 70% das alocações geográficas de fundos de investimento sejam orientadas por *benchmarks*. Como os investidores que seguem um índice de referência são mais sensíveis à evolução da situação financeira internacional do que outros investidores (...). Na medida em que esses investidores representem parcela maior dos fluxos de investimento dessa carteira, choques exógenos podem se propagar para países emergentes e pré-emergentes de médio porte mais rapidamente do que no passado.

Vê-se que, nos países avançados, o principal risco identificado pelo FMI é aquele das corporações cotadas na Wall Street e classificadas como BBB pelas agências Standard & Poor's, Fitch e Moody's. Esta classificação é dada às empresas suscetíveis de não poder pagar os juros sobre seus empréstimos. Os grupos industriais – financeiros classificados como A, A+, AA ou AAA[9] permanecem *awash with cash* (inundados de dinheiro) mesmo após a recompra de suas ações. Na zona do euro, o principal risco está nos numerosos bancos que têm em seus balanços ativos irrecuperáveis que datam de 2008 (cujo maior é o Deutsche Bank) e títulos da dívida que poderiam desencadear um cenário semelhante ao de 2010. Dada a combinação de alta dívida pública e de significativa fragilidade bancária, a Itália é citada pelo FMI. A situação do sistema financeiro da China é hipotética, uma vez que não há experiências de crise *in vivo* a partir do qual refletir.

Este não é absolutamente o caso dos países emergentes, que a liberalização financeira tornou muito vulneráveis a entradas e saídas de capitais, como evidenciado por todas as crises financeiras da década de 1990 e pelos choques de menor amplitude dos anos 2010. O alerta de que - devido às "condições monetárias e financeiras acomodativas" criadas pelos bancos centrais - o endividamento provavelmente continuará a subir, fazendo pairar a ameaça de um "choque dos títulos" (quando os bancos centrais são

obrigados a subir sua taxa, penalizando os títulos comprados a taxas anteriores) o que provocaria uma desaceleração econômica, também se aplica fortemente aos países emergentes.

O retorno dos ativos estruturados desencadeadores da crise financeira em 2008

Encontramos no blog do secretariado do FMI (10) a apresentação mais clara dos riscos sistêmicos que resultam do retorno em vigor dos instrumentos especulativos - empréstimos alavancados para empresas – e de identidade - de "investidores famintos de rendimento". O Gráfico 8 mostra o movimento, para quinze anos, dos ativos chamados “estruturados” ou “compostos”, emitidos pelas entidades jurídicas denominadas *Special Purpose Vehicles* (SPV) ou *Special Investment Vehicles* (SIV). O *Special Purpose Vehicle* (SPV) é o nome genérico para os instrumentos de financiamento criados para operações de securitização específicas. Na França, eles são denominados Fundos Comum de Créditos (FCC). Esses fundos têm por objetivo adquirir créditos, cada um de pouco valor quando tomado separadamente, para, em seguida, emitir e vender “partes” representativas desses créditos a investidores que estejam dispostos a assumir riscos muito altos.

Lembramo-nos do papel central que esses produtos desempenharam no episódio financeiro da crise de 2008, a saber, a falência de muitas empresas financeiras (principalmente do Lehmann Bank) que tinham adquirido ativos contendo títulos hipotecários, incluindo os famosos *subprimes*. Após o fato, a configuração do arranjo financeiro pode ser descrita graficamente.

Hoje, a principal forma de produto estruturado é o CLO (*collateralized loan obligation*), cujas operações dizem respeito a *leveraged loans*, sobre os quais o diário econômico Les Echos escreve que "eles são para a dívida corporativa, o que as hipotecas *subprime* são para o crédito imobiliário. Trata-se de empréstimos bancários a taxas variáveis concedidos a empresas já altamente endividadas que não se beneficiam da avaliação de “grau de investimento”, isto é, de garantia de segurança. Eles são montados cada vez mais para criar outros produtos, os CLOs. "[11] Estes são classificados como *subprimes* de acordo com seu grau de risco e, portanto, dão retorno se tudo correr bem. De acordo com os autores do artigo publicado no blog do FMI, a montagem (*bundling*) é organizada em mais de 50% do total por grupos de credores chamados *syndicated banks*, embora eles não tenham nada de um banco, mas também por fundos mútuos ou fundos de investimento (20%), e companhias de seguros e fundos de pensão que detêm o resto. Uma porcentagem elevada dos empréstimos é *covenant-light*. Os credores renunciam às garantias contratuais da lei norte-americana chamadas *covenants*.

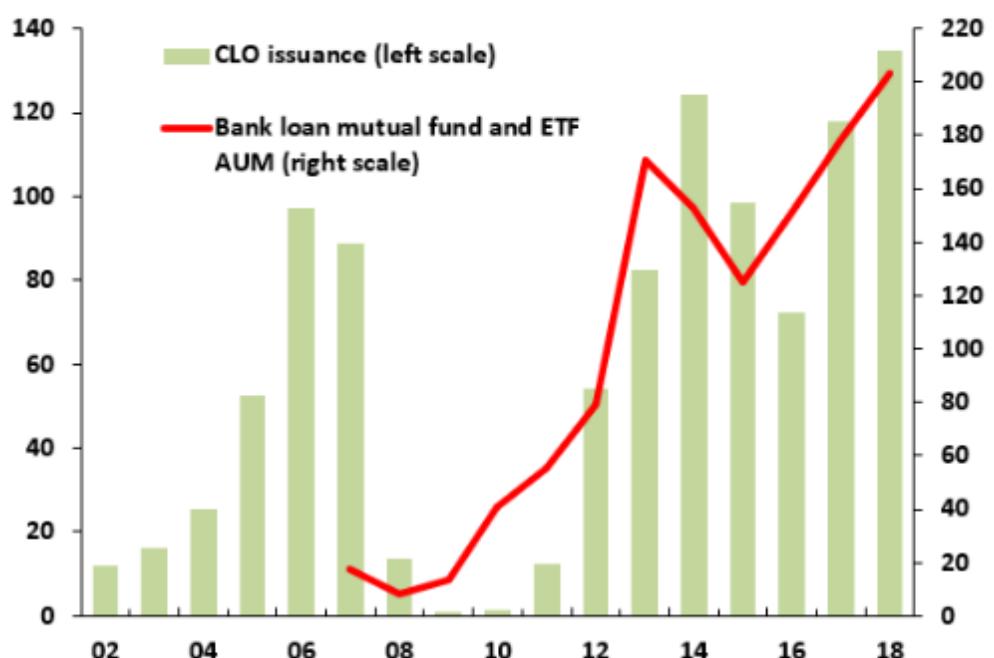
Gráfico 8

As transações de produtos estruturados entre 2002 e 2018 – o aumento dos empréstimos alavancados

Less transparent

Increasingly, leveraged loans in the United States are held by collateralized loan obligations and asset managers.

(CLO issuance and loan fund assets, in billions of dollars)



Source: EPFR Global; Standard & Poor's Leveraged Commentary and Data; and IMF staff calculations.

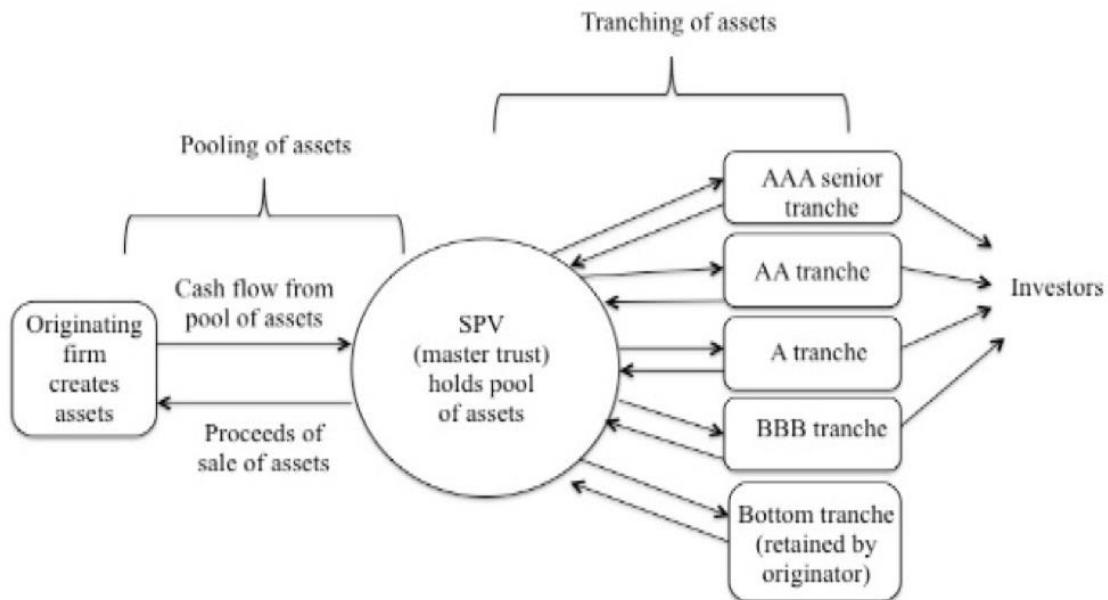
Note: 2018 CLO data is through Q3 and annualized to estimate full-year 2018 issuance.
AUM = assets under management; CLO = collateralized loan obligation; ETF = exchange-traded fund.



INTERNATIONAL
MONETARY FUND

Gráfico 9

A centralização, estruturação e venda de títulos hipotecários – 2007 - 2008



Fonte: Gorton and Metrick, The Financial Crisis of 2007-2009, 2012.

Para concluir

Antes de concluir, uma palavra sobre o terceiro componente dessa *everything bubble*, que foi discutida na introdução. O FMI a leva muito a sério, uma vez que lhe dedica um capítulo em seu relatório de abril de 2019. O resumo em francês diz que ele aí "estuda e quantifica os preços de imóveis em risco - uma medida dos riscos de queda dos preços dos imóveis - numa amostra de 32 países avançados ou emergentes e de grandes cidades [12]." Ele "mostra que uma dinâmica mais fraca dos preços dos imóveis, a supervvalorização, um crescimento excessivo do crédito e um aperto das condições financeiras aumentam os riscos de queda nos preços dos imóveis ao longo dos próximos três anos". "A medida do preço dos imóveis, além de outras medidas mais simples dos desequilíbrios dos preços dos imóveis, ajuda a prever os riscos à baixa do crescimento do PIB e reforça, assim, os modelos de alerta antecipado das crises financeiras". "De acordo com estimativas, os riscos de queda dos preços dos imóveis mudaram depois da crise financeira global: a maioria dos países de alto que apresentavam riscos elevados no final de 2007 tem, agora, riscos menores, mas em muitos países avançados ou emergentes, os preços dos imóveis continuam expostos a riscos".

Atualmente, para voltar ao título deste artigo, o ponto no qual se concentram os principais sinais da próxima crise são os empréstimos alavancados e os empréstimos a taxas variáveis concedidos a empresas já altamente endividadas que não recebem "grau de investimento" e não oferecem as garantias contratuais do *covenants*. Em um artigo com um título muito claro, [13] o diretor aposentado de uma importante agência

governamental, a *Federal Deposit Insurance Corporation*, aponta a extrema vulnerabilidade dos empréstimos feitos às empresas BBB, mas também a outras categorias de devedores privados muito pouco solváveis - crédito para a compra de automóveis - ou que, para numerosos entre eles, nunca pagará o empréstimo integral - empréstimos estudantis - cujo montante atingiu em 2018, US\$ 1,3 trilhão, sendo que o PIB dos Estados Unidos de US \$ 23,3 trilhões.

Uma crise nos mercados de títulos privados dos EUA seria ainda menos circunscrita a esses mercados do que foi em 2008. Ela provocaria imediatamente um colapso no mercado de ações em todos os lugares e efeitos mundiais nos fluxos de capital, entre os quais os mais graves dizem respeito aos países emergentes, onde a fuga de capitais teria efeitos macroeconômicos rápidos.

O artigo no blog do FMI descreve um sistema de governança enredado em suas contradições. Os bancos foram forçados, pelo acordo internacional de Basileia III, a adotarem índices de liquidez, exigências em fundos próprios e mesmo o início de um controle de seus empréstimos alavancados, o que deslocou o mercado de empréstimos alavancados em direção a setor não regulamentado, fez florescer os CLOs e impulsionou o volume de negócios de fundos de investimento altamente especulativos. As fronteiras do sistema financeiro paralelo (*shadow banking*) são ainda mais difíceis de rastrear do que em 2008: "Se os bancos se tornaram mais seguros, não está claro se os investidores institucionais, que mantêm uma ligação com o setor bancário, poderiam infligir perdas em caso de perturbações do mercado". Ao mesmo tempo, os bancos centrais continuaram com sua política de injeção de liquidez (*quantitative easing*), de modo que existem "poucos instrumentos para lidar com os riscos de crédito e liquidez nos mercados globais de capitais". [14] Eis o que se pode saber, onde nós estamos.

A questão política que pode surgir em um ou vários países europeus, dependendo das circunstâncias, é um novo resgate de bancos pelo Estado e a "socialização de perdas" à custa dos assalariados. Também de preparar para torná-lo um eixo de luta.

Tradução de Rosa Maria Marques – versão preliminar

[1] <https://blogs.imf.org/2018/11/15/sounding-the-alarm-on-leveraged-lending/>

[2] Chapitre XXXI, <http://inventin.lautre.net/livres/MARX-Le-Capital-Livre-3.pdf>, page 456.

[3] <https://alencontre.org/economie/les-dimensions-financieres-de-limpasse-du-capitalisme-i.html> et <https://alencontre.org/economie/de-nouveau-sur-limpasse-economique-historique-du-capitalisme-mondial.html>

[4] McKinsey Global Institute, Global Financial Markets, Entering a New Era, 2009.

[5] McKinsey Global Institute, Financial Globalization, Retreat or Reset? 2013.

- [6] Peter Hördahl, Jhuvesh Sobrun and Philip Turner, Low long-term interest rates as a global phenomenon, BIS Working paper n° 574, August 2016.
- [7] <https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/04/10/tr041019-transcript-of-press-conference-on-release-of-april-2019-global-financial-stability-report>
- [8] <https://www.spglobal.com/en/research-insights/articles/us-long-term-interest-rate-looks-to-stay-low-for-longer>
- [9] As classificações atuais em Wall Street podem ser lidas em <https://ratingagency.morningstar.com/mcr/ratings-surveillance/corporate-financial%20institutions>
- [10] <https://blogs.imf.org/2018/11/15/sounding-the-alarm-on-leveraged-lending/>
- [11] <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/linquietude-monte-autour-des-prets-a-effet-de-levier-147326>
- [12] <https://www.imf.org/fr/Publications/GFSR/Issues/2019/03/27/Global-Financial-Stability-Report-April-2019#sum>
- [13] <https://www.investopedia.com/investing/early-warning-signs-next-financial-crisis/>
- [14] <https://blogs.imf.org/2018/11/15/sounding-the-alarm-on-leveraged-lending/>