

O ciclo do crédito nos EUA: até que ponto nos deve preocupar?

Os EUA vão alcançar em 2019 a expansão económica mais longa da sua história moderna se ultrapassarem, no próximo mês de julho, o recorde de 40 trimestres que a expansão de 1991-2001 detém. No entanto, é provável que nos próximos trimestres a atividade desacelere devido à própria maturidade do ciclo económico e ao esmorecimento do incentivo fiscal implementado no final de 2017. Assim, a economia pode deparar-se com um contexto onde, devido à combinação de um menor crescimento do rendimento das famílias e das empresas e maiores taxas de juro impulsionadas pela Fed, podem ficar expostas vulnerabilidades financeiras acumuladas nos últimos anos. Entre estas está o endividamento das famílias e das empresas, cujo estado vamos analisar a seguir.

A dívida e o crédito exibem dinâmicas cíclicas análogas às do ciclo económico, com fases de expansão e de recessão. Nas primeiras ocorre um aumento do volume de crédito e uma melhoria das condições com as quais as famílias e as empresas se podem endividar (por exemplo, com taxas de juro favoráveis ou menos exigências em termos de garantias). As segundas caracterizam-se por um aperto nas condições de acesso ao crédito, um aumento da taxa de incumprimento e a contração no volume da dívida. Posteriormente, à medida que as empresas e famílias equilibram as suas contas e conseguem melhorar o seu perfil de risco, o crédito começa a fluir novamente e o ciclo entra novamente em fase de expansão.

Em que ponto se encontra o ciclo de crédito dos EUA? O setor privado não financeiro (ou seja, as famílias e empresas não financeiras) reduziu o seu endividamento de 170% do PIB alcançado em 2008 para menos de 150% em 2018. No entanto, devemos ir mais além destes números e distinguir entre o endividamento das famílias e das empresas, dado que frequentemente costumam seguir tendências diferentes,¹ e analisar a sua evolução comparando-a com outras fases de expansão.²

Ao nível das famílias, na atual fase de expansão, a dívida hipotecária e a destinada ao consumo seguem caminhos diferentes. Embora o peso da dívida hipotecária sobre o rendimento disponível das famílias tenha diminuído mais de 40% desde o máximo registado em 2007, o peso da dívida destinada ao consumo aumentou de forma constante desde 2012, com um ritmo médio anual de 0,6% (ver o segundo gráfico). Todavia, como a dívida hipotecária possui um grande peso na totalidade do endividamento familiar, no seu conjunto o serviço da dívida das famílias é inferior a 10% (em comparação com o valor máximo de 13,2% em 2007), encontrando-se em mínimos históricos desde que existem dados (1980). A diminuição do peso da dívida não só reflete uma redução do endividamento, como também foi facilitado por taxas de juro baixas que têm prevalecido durante os últimos anos (grande parte da dívida foi contratada a uma taxa de juro fixa, e foi vencendo dívida antiga contratada

1. Por exemplo, atualmente, a disparidade de crédito em percentagem do PIB (o denominado *credit-to-gdp gap*) é negativa para as famílias e positiva para o setor empresarial não financeiro.

2. Analisámos as expansões económicas segundo a classificação do NBER (1983-1990, 1991-2001, 2002-2007 e 2009-actual).

EUA: dívida privada

Indicador	Atual	Máximo da crise financeira	Média do ciclo atual
Dívida do setor privado não financeiro (% do PIB)	147,6	171,1	152,3
Dívida das famílias (% do PIB)	75,0	98,6	83,0
Hipotecária (% do PIB)	49,7	73,5	57,8
Taxa de incumprimento das famílias (%)	2,5	6,6	4,1
Dívida das empresas não financeiras (% do PIB)	72,6	72,5	69,3
Prémio de risco da dívida das empresas (p. b.) *	274	1.165	369

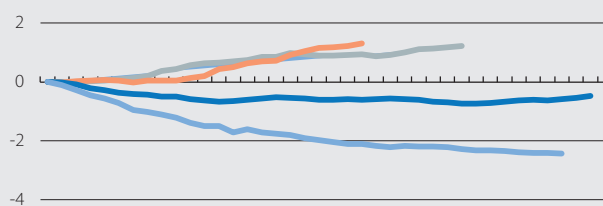
Nota: * Diferencial entre as taxas de juro de ativos do setor empresarial com um rating BBB ou superior e ativos com um rating BB ou inferior.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal e da Reserva Federal de St. Louis.

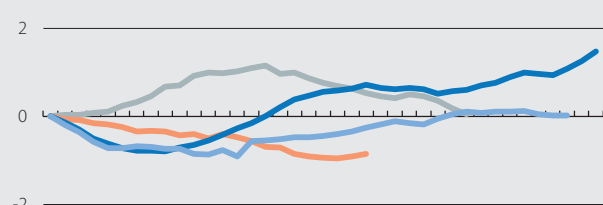
O ciclo do crédito: famílias *

Varição acumulada em p. p. em relação ao início do ciclo

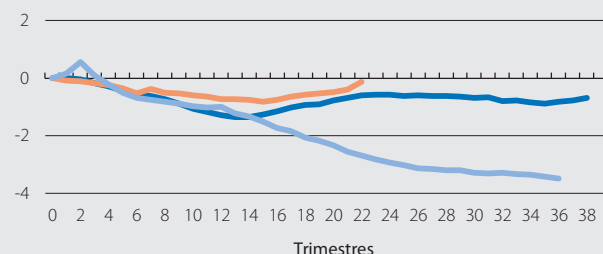
Pagamentos de dívida hipotecária (% do rendimento disponível)



Pagamentos de créditos ao consumo (% do rendimento disponível)



Rácio de incumprimento das famílias



— 1983-1990 — 1991-2001 — 2002-2007 — 2009-actual

Nota: * Todas as séries estão normalizadas a 0 no início da fase de expansão determinada de acordo com o NBER. O rácio de incumprimento das famílias abrange tanto os empréstimos ao consumo como empréstimos hipotecários, ponderados pelo peso relativo de cada um deles.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal e da Reserva Federal de St. Louis.

com taxas de juro mais altas). Finalmente, destaque também para a forte queda na utilização de linhas de crédito hipotecário (empréstimos ao consumo nos quais a habitação é utilizada como garantia). Desta forma, no seu conjunto, a dívida das famílias constitui uma fonte de risco claramente mais moderada do que a da anterior fase de expansão e, para os próximos trimestres, a robustez demonstrada pelo mercado de trabalho deve permitir que a taxa de incumprimento permaneça em níveis baixos.

Do lado da dívida das empresas não financeiras, a situação é menos pacífica. Situada em 73% do PIB, a dívida das empresas está atualmente em torno dos seus máximos históricos, embora, tal como é possível observar no último gráfico, o aumento acumulado na atual fase do ciclo tenha ocorrido mais lentamente do que nas fases de expansão anteriores. No entanto, considerando estes níveis, indicadores como a facilidade de acesso ao crédito podem ajudar-nos a esclarecer se o aumento desta dívida pode marcar o início de uma fase mais avançada do ciclo do crédito.

Como reflete o segundo painel do terceiro gráfico, as expansões começam com uma melhoria na facilidade de acesso ao crédito³ (por exemplo, porque as boas perspectivas económicas melhoram o perfil de crédito dos mutuários). Por sua vez, durante os últimos momentos da fase de expansão, a deterioração das perspectivas de crescimento e a menor tolerância ao risco tendem a restringir as condições de acesso ao crédito. Neste sentido, os últimos dados mostram que no 4T 2018 ocorreu um aperto nas condições de acesso ao crédito. Por um lado, o mesmo pode ser um aumento pontual (é o primeiro aperto em quase três anos) fruto das turbulências financeiras que tiveram lugar no final do ano. No entanto, alguns analistas sugerem que esta situação é, por si só, um sinal de maior cautela no acesso aos empréstimos para o setor empresarial devido à antecipação da possível deterioração do perfil de crédito dos mutuários e do valor das garantias.⁴

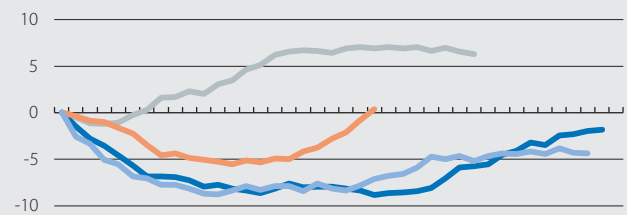
Nesta linha, o terceiro painel do terceiro gráfico mostra que, no 4T 2018, ocorreu um ligeiro aumento do prémio de risco da dívida das empresas com pior perfil de crédito,⁵ embora o mesmo ainda permaneça em níveis historicamente baixos. Na verdade, o mesmo gráfico mostra que nas duas últimas expansões, este diferencial teve tendência para comprimir à medida que o ciclo económico avançava: ou seja, a maturidade da expansão foi acompanhada por uma redução do custo de financiamento das empresas com notação de crédito baixa. No entanto, isto pode levar a uma deterioração na qualidade da dívida total existente no mercado, dado que as empresas com um perfil de crédito mais arriscado podem obter financiamento a um custo relativamente menor. Neste sentido, tanto o FMI como a Fed têm alertado sobre o aumento da concessão de crédito para empresas que já estão fortemente endividadas e destacam o facto de que, nos EUA, a percentagem de novas emissões de dívida representadas por empresas com uma alavancagem elevada passou de pouco mais de 20% em 2010 para mais de

3. Segundo dados do Senior Loan Officer Opinion Survey, um inquérito no qual as instituições financeiras indicam se estão a restringir ou a relaxar as condições de acesso ao crédito em relação ao trimestre anterior.
 4. Capital Economics (2019), «Tighter lending standards point to further slowdown».
 5. Especificamente, o diferencial entre as obrigações emitidas por empresas com um rating igual ou superior a BBB e as empresas com um rating BB ou inferior.

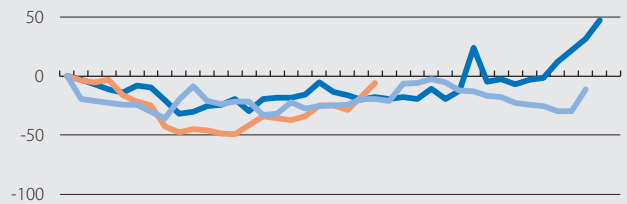
O ciclo do crédito: empresas não financeiras *

Variação acumulada em p. p. em relação ao início do ciclo

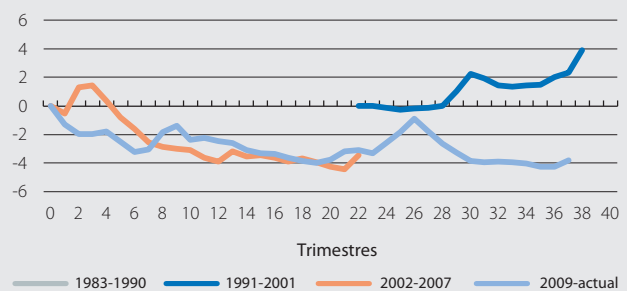
Componente cíclica da dívida das empresas não financeiras (% do PIB)



Facilidade de acesso ao crédito



Diferencial das taxas de juro entre empresas com rating alto e baixo



Nota: * Todas as séries estão normalizadas a 0 no início da fase de expansão determinada de acordo com o NBER. No primeiro painel, a componente cíclica é estimada através do filtro Hodrick-Prescott. O segundo painel mostra a percentagem de instituições financeiras que restringem o acesso ao crédito, de acordo com as respostas do inquérito da Reserva Federal. Os valores mais altos correspondem a um aperto no acesso ao crédito, enquanto os valores mais baixos indicam uma maior facilidade de crédito. No terceiro painel, mostramos a diferença entre o custo de financiamento das empresas com um rating igual ou maior que BBB e as empresas com rating BB ou menor. Os dados para este indicador só estão disponíveis desde 1998.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal e da Reserva Federal de St. Louis.

60% no 3T 2018.⁶ A preocupação é que, face ao aperto das condições de acesso ao crédito (por exemplo, devido à deterioração das perspectivas macroeconómicas), estas empresas poderiam encontrar dificuldades para cumprir os pagamentos de juros e de capital, podendo amplificar os efeitos da desaceleração económica.

Em suma, o ciclo de crédito está num ponto em que coexistem sinais que indicam que a fase de expansão ainda tem um caminho a percorrer, com outros que sugerem focos de vulnerabilidade. Especificamente, o aumento da dívida das empresas que já estão altamente endividadas representa um risco que se pode ativar tanto no caso de uma desaceleração da atividade mais acentuada do que é de esperar, como face a sinais de sobreaquecimento que possam forçar a Fed a aumentar as taxas de juro.

6. São consideradas empresas com um elevado nível de endividamento as que possuem um rácio EBITDA (receitas antes de juros, impostos e amortizações) superior a 5. Para mais informação, ver Brainard, L. (2018). «Assessing Financial Stability over the Cycle». Federal Reserve Board.