

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

- As vulnerabilidades do ciclo de crédito dos EUA não serão provavelmente o elemento detonador da próxima recessão. No entanto, podem ajudar a aumentar a desaceleração da economia norte-americana.
- Especificamente, estimamos que se estas vulnerabilidades se ativarem, poderão conduzir a uma restritividade das condições financeiras que podem subtrair o crescimento do PIB em 2020 entre 0,3 e 0,7 p.p.

Após termos analisado o estado do crédito privado nos EUA em dois artigos anteriores,¹ encerramos esta série respondendo às perguntas mais frequentes sobre o ciclo económico e de crédito dos EUA.

Qual é a situação atual da economia norte-americana?

Desde julho deste ano que a economia dos EUA se encontra na fase de expansão mais longa da sua história, com a taxa de desemprego nos valores mais baixos dos últimos 50 anos e a taxa de inflação perto, mas ligeiramente abaixo, da meta de 2%. Devido à própria maturidade do ciclo económico e à dissipação do estímulo fiscal do final de 2017, é de esperar que nos próximos trimestres o crescimento económico esmoreça para taxas mais próximas do potencial. De facto, os indicadores mais recentes sugerem que esta desaceleração já está a ocorrer gradualmente. No entanto, nos últimos trimestres, os riscos negativos intensificaram – especialmente os de natureza geopolítica – uma situação que tem vindo a afetar o sentimento económico.

Qual é a situação atual da dívida privada?

Por um lado, as famílias efetuaram um importante processo de redução da dívida, liderado sobretudo pela dívida hipotecária. Além disso, a nova concessão de hipotecas diminuiu, tendo-se redirigido para famílias com um perfil de crédito razoavelmente solvente. Neste sentido, a sua situação é muito menos preocupante do que em anos anteriores à Grande Recessão, estando as vulnerabilidades em índices quantitativamente menos relevantes (como a dívida destinada a financiar os estudos).

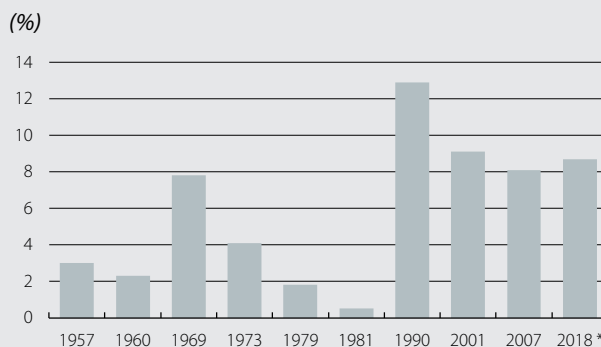
Do lado das empresas não financeiras, a dívida aumentou substancialmente nos últimos anos e ultrapassou os níveis anteriores à Grande Recessão. Normalmente, o forte crescimento da dívida está associado a uma maior tomada de riscos e à deterioração da qualidade da dívida, podendo resultar em vulnerabilidades. E o caso dos EUA não é uma exceção. Com base nas nossas análises anteriores, destacamos três vulnerabilidades: o aumento da dívida classificada com *rating* BBB, a menor utilização de cláusulas que protegem o investidor e o aumento da dívida a empresas que já estão altamente endividadas.

1. Ver «O ciclo do crédito nos EUA: até que ponto nos deve preocupar?» na IM04/2019 e «O ciclo do crédito nos EUA: até que ponto nos deve preocupar? Parte II» na IM06/2019.

Será que o crédito privado vai ser o elemento detonador da próxima recessão nos EUA?

Vários elementos sugerem que hoje em dia, em comparação com as ocasiões anteriores, existe uma menor probabilidade de que o elemento detonador da próxima recessão seja, por si só, o crédito. Por um lado, como referimos, a dívida das famílias encontra-se numa situação relativamente confortável. Por outro lado, o aumento da dívida das empresas não financeiras tem sido significativa mas, ainda assim, relativamente mais moderado do que em episódios anteriores (suportado por um contexto de taxas de juro baixas que torna a dívida mais suportável). Por exemplo, o rácio entre a dívida das empresas não financeiras e o PIB cresceu 8,7 p.p. entre 2009 e 2018, enquanto o seu aumento foi de 9,1 p.p. entre 1991 e 2001 (ver o primeiro gráfico). Além disso, as mudanças em termos de regulação motivadas pela crise financeira ajudaram a contribuir para um sistema financeiro mais robusto, com mais liquidez, preparado para suportar melhor episódios de tensão. Finalmente, apesar de algumas vulnerabilidades se terem destacado em setores específicos, parte muito significativa do setor empresarial goza de contas geralmente saudáveis.

EUA: crescimento do crédito privado não financeiro antes das recessões



Notas: Crescimento acumulado da dívida das empresas não financeiras como percentagem do PIB entre o ponto mínimo e máximo do ciclo económico definido de acordo com o NBER. * Último dado disponível do 4T 2018.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Pagamentos Internacionais e do National Bureau of Economic Research.

Sendo assim, de que forma a dívida privada poderá condicionar o cenário?

Das 33 recessões que ocorreram nos EUA desde 1857, poucas tiveram origem no crédito privado. No entanto, este

factor costuma ter geralmente um papel nada desprezível na maior parte delas: a literatura económica coincide em destacar que o crédito privado amplifica os *choques* adversos. Neste sentido, convém entender os riscos em torno da dívida das empresas norte-americanas como fontes de vulnerabilidade que a própria desaceleração económica pode desencadear, de modo que podem contribuir para acentuar a moderação do crescimento.²

Como funciona este papel amplificador?

O crédito pode amplificar os choques adversos através de uma moderação na concessão de crédito, que por sua vez reduzirá o consumo e o investimento. Por exemplo, se a deterioração do cenário económico for acompanhada por uma descida do preço dos ativos, o valor das garantias nas quais os mutuários podem suportar o seu crédito também diminuirá, o que fará com que consequentemente a sua capacidade de endividamento também diminua. Por outro lado, nas etapas finais das expansões económicas, as condições de crédito tendem a ser mais restritas, dado que antecipam uma deterioração nas expectativas de crescimento e, portanto, uma maior probabilidade de incumprimento.

De que forma as vulnerabilidades identificadas podem afetar as condições financeiras do conjunto a economia?

Por um lado, uma redução generalizada na avaliação da dívida das empresas que envolve a perda do grau de investimento (um fenómeno comum durante as recessões económicas) repercute geralmente em vendas forçada deste tipo de dívida, o que, entre outras consequências, faz aumentar os prémios de risco e o custo da dívida das empresas.³ Por outro lado, o aumento da dívida de empresas altamente endividadas, bem como a menor utilização de cláusulas que protegem o investidor, podem acentuar a incumprimento.

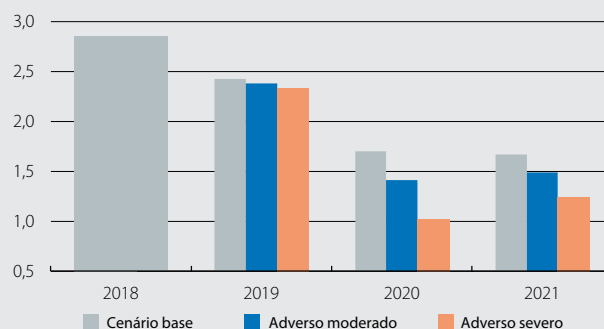
Com estes dois mecanismos em mente, construímos dois cenários de aperto das condições financeiras, com base na relação histórica do índice de condições financeiras da Reserva Federal de Chicago (NFCI) com a percentagem da dívida classificada com *rating* BBB e com a taxa de incumprimento do setor empresarial. Especificamente, se assumirmos uma evolução do rácio BBB e da taxa de incumprimento semelhante a outros episódios de *stress* financeiro, a NFCI aumentaria nos cenários moderado e adverso em

2. Jordà, Schularick e Taylor demonstram que as recessões que foram precedidas por aumentos acentuados da dívida das empresas não financeiras revelaram-se mais acentuadas e mais longas. Ver Jordà, Ò., Schularick, M. e Taylor, A. (2013). «When Credit Bites Back», *Journal of Money, Credit, and Banking* 45(s2): 3-28. E Bridges, J. e Jackson, C. (2017), «Down in the Slumps: The Role of Credit in Five Decades of Recessions», Bank of England Working Paper n.º 659.

3. Ver Çelik, S., Demirtas, G. e Isaksson, M. (2019). «Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy», OECD Capital Markets Series, Paris.

EUA: cenários de crescimento do PIB

Variação anual (%)



Nota: No cenário «adverso moderado», é estimada uma restringibilidade das condições financeiras de aproximadamente 0,4 p.p., derivada de uma queda de 4 p.p. no rácio da dívida com *rating* BBB e um aumento de 1 p.p. da taxa de incumprimento. O cenário «adverso severo» contempla movimentos com aproximadamente o dobro do intervalo. O choque tem início no 3T 2019.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal de Chicago, da Reserva Federal e do Bureau of Economic Analysis.

aproximadamente 0,4 e 0,8 p.p., respetivamente. Para contextualizar, estas dimensões são semelhantes à crise asiática de 1997 no primeiro caso, e metade do quão grave foi a Grande Recessão no segundo caso.

Que grau de afetação teria uma restringibilidade das condições financeiras no crescimento económico?

Assumindo estes choques da NFCI, e de acordo com a sensibilidade histórica do crescimento do PIB dos EUA face às condições financeiras, a restringibilidade das condições financeiras poderia subtrair ao crescimento do PIB no próximo ano entre 0,3 p.p. e 0,7 p.p. (ver o segundo gráfico) e acentuar a desaceleração da economia. No entanto, por si só estas dimensões não parecem ser suficientes para arrastar a economia dos EUA para uma recessão, embora no caso de interagirem com outros riscos na economia (como por exemplo a tensões comerciais)⁴ pudéssemos chegar a observar taxas de crescimento negativas.

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

Não devemos ser condescendentes com os atuais níveis de dívida privada. No entanto, a nossa análise mostra que, mais do que ser o elemento detonador da próxima recessão estes níveis de dívida, devem ser entendidos como uma vulnerabilidade que pode amplificar a desaceleração da economia. Por outras palavras, este papel amplificador de choques adversos faz com que a economia dos EUA seja menos resistente a uma possível deterioração do cenário atual, que pode ocorrer, por exemplo, através do aumento das tensões comerciais ou de novos encerramentos da Administração Federal dos EUA. É neste último ponto que assenta a principal preocupação em relação ao ciclo de crédito.

4. Ver «A ameaça do protecionismo na economia mundial» nesta edição da *Informação Mensal*.