

El cicle del crèdit als EUA: fins a quin punt ens hem de preocupar?

Els EUA, si superen, al juliol, el rècord de 40 trimestres que ostenta l'expansió del 1991-2001, aconseguiran el 2019 l'expansió econòmica més llarga de la seva història moderna. Ara bé, és probable que, en els propers trimestres, l'activitat es desacceleri per la maduresa mateixa del cicle econòmic i per l'esvaïment de l'estímul fiscal implementat al final del 2017. Així, l'economia es pot trobar en un context en què, per la conjunció d'un creixement més baix dels ingressos de les famílies i de les empreses i pels tipus d'interès més alts impulsats per la Fed, poden quedar al descobert vulnerabilitats financeres acumulades en els últims anys. Entre aquestes vulnerabilitats, destaca l'endeutament de les famílies i de les empreses, l'estat de les quals analitzem tot seguit.

El deute i el crèdit exhibeixen dinàmiques cíclics anàlogues a les del cicle econòmic, amb fases d'expansió i de recessió. En les fases d'expansió, es produeix un augment del volum de crèdit i una millora de les condicions amb les quals es poden endeutar les famílies i les empreses (per exemple, amb tipus d'interès favorables o menors exigències de col·lateral). Les fases de recessió es caracteritzen per un enduriment de les condicions d'accés al crèdit, per un increment de la taxa de morositat i per una contracció del volum de deute. Més endavant, a mesura que les empreses i les famílies sanegen els comptes i aconsegueixen millorar el perfil de risc, el crèdit torna a fluir i el cicle entra de nou en la fase expansiva.

On se situa el cicle del crèdit dels EUA? El sector privat no financer (és a dir, les famílies i les empreses no financeres) ha reduït l'endeutament des del 170% del PIB assolit el 2008 fins a situar-lo per sota del 150% el 2018. No obstant això, cal anar més enllà d'aquestes xifres, distingir entre l'endeutament de les llars i el corporatiu, ja que, sovint, segueixen tendències diferents,¹ i cal analitzar-ne l'evolució comparant-la amb altres fases expansives.²

Pel que fa a les llars, en l'actual fase expansiva, el deute hipotecari i el destinat al consum segueixen camins diferents. Mentre que, d'una banda, la càrrega del deute hipotecari sobre la renda disponible de les famílies s'ha reduït més del 40% des del màxim registrat el 2007, la càrrega del deute destinat a finalitats de consum ha augmentat de forma sostinguda des del 2012 i ho ha fet a un ritme mitjà anual del 0,6% (vegeu el segon gràfic). Així i tot, atès que el deute hipotecari té un gran pes en el total de l'endeutament familiar, la càrrega del deute de les llars se situa, en conjunt, per sota del 10% (en relació amb el màxim del 13,2% del 2007) i en mínims històrics des que es disposa de dades (1980). El descens de la càrrega del deute no solament reflecteix una disminució de l'endeutament, sinó que també s'ha vist facilitat pels tipus d'interès baixos que han prevalgut en els últims anys (una gran part del deute s'ha contractat a tipus fix i ha anat venent deute antic contractat a tipus superiors). Finalment, també cal desta-

1. Per exemple, en l'actualitat, la bretxa de crèdit com a percentatge del PIB (l'anomenat *credit-to-gdp gap*) és negativa per a les famílies i positiva per al sector corporatiu no financer.

2. Analitzem les expansions econòmiques en funció de la classificació de l'NBER (1983-1990, 1991-2001, 2002-2007 i 2009-actual).

EUA: deute privat

Indicador	Actual	Màxim de la crisi financera	Mitjana del cicle actual
Deute privat no financer (% del PIB)	147,6	171,1	152,3
Deute de les llars (% del PIB)	75,0	98,6	83,0
Hipotecari (% del PIB)	49,7	73,5	57,8
Taxa de morositat de les llars (%)	2,5	6,6	4,1
Deute corporatiu no financer (% del PIB)	72,6	72,5	69,3
Prima de risc del deute corporatiu (p. b.) *	274	1.165	369

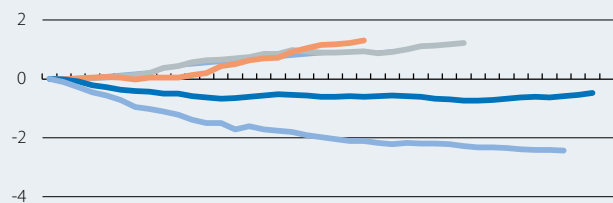
Nota: * Diferencial entre els tipus d'interès dels bons corporatius amb rating BBB o superior i els bons amb rating BB o inferior.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal i de la Reserva Federal de St. Louis.

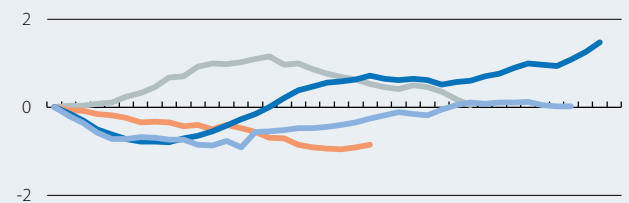
El cicle del crèdit: llars *

Variació acumulada en p. p. en relació amb l'inici del cicle

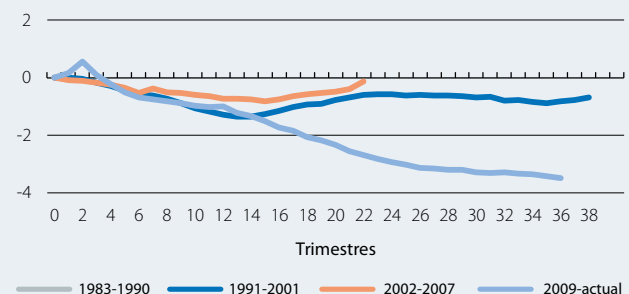
Pagaments de deute hipotecari (% de la renda disponible)



Pagaments de crèdits al consum (% de la renda disponible)



Ràtio de morositat de les llars



Nota: * Totes les sèries estan normalitzades a 0 al començament de la fase expansiva, determinada segons l'NBER. La ràtio de morositat de les llars inclou tant els préstecs al consum com els préstecs hipotecaris, ponderats pel pes relatiu de cadascun d'ells.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal i de la Reserva Federal de St. Louis.

car la important disminució de l'ús de línies de crèdit hipotecari (préstecs al consum en què s'usa l'habitatge com a col·lateral). D'aquesta manera, en conjunt, el deute de les llars és una font de risc clarament més moderada que en la fase expansiva anterior, i, de cara als propers trimestres, la solidesa que mostra el mercat laboral hauria de permetre el manteniment de la taxa de morositat en nivells baixos.

Pel que fa al deute corporatiu no financer, la situació és menys afable. Situat en el 73% del PIB, el deute de les empreses es troba, en l'actualitat, al voltant dels màxims històrics, tot i que, com s'observa a l'últim gràfic, l'increment acumulat en la fase actual del cicle s'ha produït més lentament que en les fases expansives anteriors. No obstant això, atesos aquests nivells, indicadors com la facilitat d'accés al crèdit ens poden ajudar a aclarir si l'increment d'aquest deute pot assenyalar l'inici d'una fase més tardana del cicle del crèdit.

Com ho reflecteix el segon panell del tercer gràfic, les expansions comencen amb una millora de la facilitat d'accés al crèdit³ (per exemple, perquè les bones perspectives econòmiques milloren el perfil de crèdit dels prestataris). En canvi, en els últims compassos de l'expansió, el deteriorament de les perspectives de creixement i una tolerància al risc més baixa tendeixen a endurir les condicions d'accés al crèdit. En aquest sentit, les últimes dades mostren que, en el 4T 2018, es va produir un enduriment de les condicions d'accés al crèdit. D'una banda, aquest podria ser un repunt puntual (és el primer enduriment en gairebé tres anys), fruit de les turbulències financeres dels últims compassos de l'any. No obstant això, alguns analistes suggereixen que això és ja una mostra d'una major cautela a l'hora d'oferir préstecs al sector corporatiu, a causa d'una anticipació del possible deteriorament del perfil creditici dels prestataris i del valor de les garanties.⁴

En aquesta línia, el tercer panell del tercer gràfic mostra que, en el 4T 2018, es va produir un lleuger increment de la prima de risc del deute de les empreses amb un perfil creditici pitjor,⁵ tot i que encara es manté en nivells històricament baixos. De fet, el mateix gràfic indica que, en les dues últimes expansions, aquest diferencial ha tendit a comprimir-se a mesura que avançava el cicle econòmic: és a dir, la maduresa de l'expansió ha anat acompanyada d'una reducció del cost de finançament de les companyies amb una nota creditícia baixa. Malgrat tot, això pot comportar un deteriorament de la qualitat del deute total existent al mercat, ja que les empreses amb un perfil de crèdit més arriscat es poden finançar a un cost relativament més baix. En aquest sentit, tant l'FMI com la Fed han alertat sobre l'augment de la concessió de crèdit a empreses que ja estan molt endeutades i destaquen el fet que, als EUA, el percentatge de noves emissions de deute que representen les empreses amb un palanquejament alt ha passat de ser una

3. Segons les dades de la Senior Loan Officer Opinion Survey, una enquesta en què les entitats financeres indiquen si endureixen o relaxen les condicions d'accés al crèdit en relació amb el trimestre anterior.

4. Capital Economics (2019), «Tighter lending standards point to further slowdown».

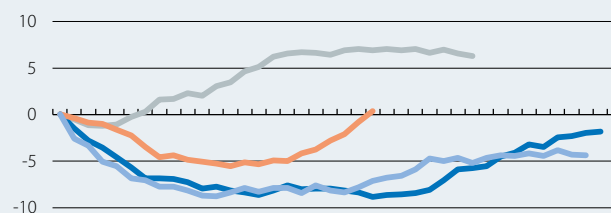
5. En concret, el diferencial entre els bons emesos per les empreses amb un rating igual o superior a BBB i per les empreses amb un rating BB o inferior.

6. Es consideren empreses amb un nivell alt d'endeutament les que presenten una ràtio EBITDA (beneficis abans d'interessos, impostos i amortitzacions) superior a 5. Per a més detalls, vegeu Brainard, L. (2018), «Assessing Financial Stability over the Cycle», Federal Reserve Board.

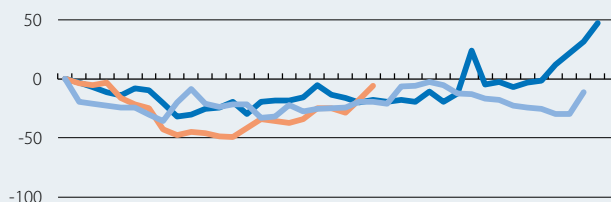
El cicle del crèdit: empreses no financeres *

Variació acumulada en p. p. en relació amb l'inici del cicle

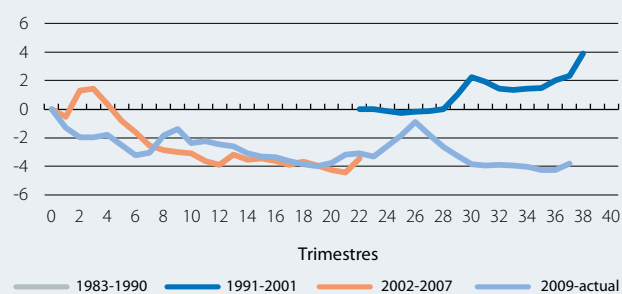
Component cíclic del deute corporatiu no financer (% del PIB)



Facilitat d'accés al crèdit



Diferencial de tipus entre empreses amb rating alt i baix



Nota: * Totes les sèries estan normalitzades a 0 al començament de la fase expansiva, determinada segons l'NBER. Al primer panell, el component cíclic s'estima mitjançant el filtre Hodrick-Prescott. Al segon panell, es mostra el percentatge d'entitats financeres que endureixen l'accés al crèdit, segons les respostes a l'enquesta de la Reserva Federal. Valors més alts corresponen a un enduriment de l'accés al crèdit, mentre que valors més baixos indiquen més facilitat de crèdit. Al tercer panell, mostrem el diferencial entre el cost de finançament de les empreses amb un rating igual o superior a BBB i les empreses amb un rating BB o inferior. Les dades per a aquest indicador només estan disponibles des del 1998.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal i de la Reserva Federal de St. Louis.

mica més del 20% el 2010 a més del 60% en el 3T 2018.⁶ La preocupació rau en el fet que, davant un enduriment de les condicions d'accés al crèdit (per exemple, per un deteriorament de les perspectives macroeconòmiques), aquestes empreses es podrien trobar amb dificultats per afrontar els pagaments d'interessos i del principal i poden amplificar els efectes de la desacceleració econòmica.

En suma, el cicle del crèdit es troba en un punt en què coexisteixen senyals que indiquen que la fase expansiva encara té recorregut amb alguns altres que apunten a focus de vulnerabilitat. En concret, l'increment de l'endeutament d'empreses que ja estan altament endeutades és un risc que es pot activar tant en el cas d'una desacceleració de l'activitat més abrupta de l'esperat com davant senyals de sobreescalfament que forcin la Fed a incrementar els tipus d'interès.

Ricard Murillo Gili