

EUA: en recessió?

Els temors sobre una possible recessió en l'economia nord-americana s'han accentuat en els últims mesos, un risc cristal·litzat en la segona caiguda consecutiva en el PIB del 2T 2022 i en la inversió en alguns trams de la corba de tipus sobirans. El deteriorament d'algunes dades econòmiques, el fort tensionament de les condicions financeres i la incertesa elevada sobre l'escenari macroeconòmic mundial han fet saltar les alarmes. D'altra banda, l'ocupació continua avançant de manera sòlida, alhora que els senyals en els resultats empresarials apunten a un consum privat resilient. En aquest context, analitzem diferents elements que ens poden oferir algunes pistes sobre l'evolució de l'economia dels EUA en els propers trimestres.

Què s'entén per recessió?

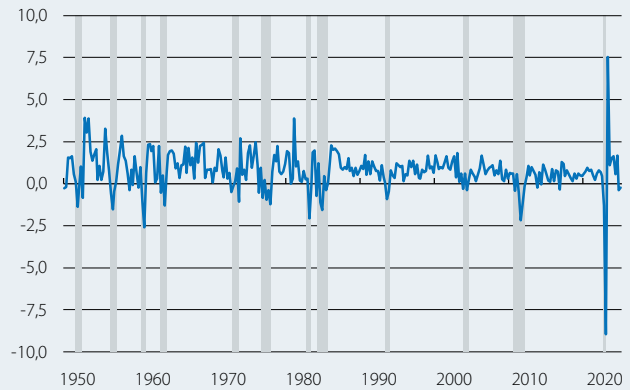
En primer lloc, és útil aclarir què s'entén per recessió. Sovint, es parla de recessió quan el PIB reula durant dos trimestres seguits, una definició que, malgrat tot, no és utilitzada de manera universal per tots els països ni coincideix amb l'evidència empírica durant períodes considerats recessius (vegeu el gràfic).

En el cas dels EUA, el National Bureau of Economic Research (NBER) és l'organisme encarregat de valorar si un descens de l'activitat ha de ser qualificat de recessió. Segons aquesta institució, l'economia entra en recessió quan es registra una disminució significativa en l'activitat de forma generalitzada en diferents àmbits econòmics i relativament prolongada en el temps. Profunditat, difusió i durada són les tres característiques que solen definir aquests períodes, tot i que l'NBER no preestableix pautes rígides sobre aquests criteris.¹

Més enllà del PIB, l'NBER segueix una sèrie de variables mensuals per ampliar la lectura sobre l'evolució de

EUA: PIB real

Variació intertrimestral (%)



Nota: Les àrees grises corresponen a períodes recessius segons l'NBER.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BEA.

l'economia. Entre aquestes variables, destaquen l'ingrés real disponible de les llars, l'ocupació, la despesa dels consumidors, les vendes al detall i la producció industrial. Vegem què ha succeït amb aquestes variables en els últims mesos i què se'n desprèn quan es comparen amb les d'episodis recessius anteriors.

Indicadors conjunturals recents

Si mirem el que ha succeït amb el PIB en els dos últims trimestres, l'economia dels EUA es podria considerar en recessió, amb un descens acumulat del 0,5%, superior, si més no en profunditat, a la caiguda viscuda durant la recessió associada a la crisi *puntcom* de l'inici del segle.

En segon lloc, si ens fixem en el creixement mitjà dels tres últims mesos d'aquestes altres variables mensuals consi-

EUA: dashboard del cicle econòmic

Tendència (%) *

	Crisi 1973-1975	Crisi 1980	Crisi 1981	Crisi 1990	Crisi 2001	Crisi 2007-2009	Crisi COVID	Mitjana 2002-2006	Mitjana 2015-2019	3 últims mesos	Última dada
Ingressos personals reals excl. transferències	-3,3	-2,8	0,7	-2,6	-2,0	-3,8	-22,1	3,1	2,5	0,8	5,1
Ocupació (enquesta d'establiments)	-0,8	-1,5	-2,1	-0,3	-1,6	-3,3	-30,3	0,9	1,6	3,0	2,5
Ocupació (enquesta de llars)	-0,6	-1,9	-0,8	-1,5	-1,3	-2,8	-34,9	1,4	1,5	0,1	3,4
Despesa del consum personal real	-0,6	-1,6	1,2	-1,0	2,6	-1,4	-44,9	3,5	2,5	1,0	2,5
Vendes al detall reals	-	-	-	-	8,3	-3,6	-49,7	8,4	5,6	14,6	23,4
Producció industrial	-8,1	-9,7	-5,2	-5,0	-4,5	-10,4	-37,9	2,8	-0,2	3,1	6,9

Notes: * La tendència en els períodes de crisi i en els expansius correspon a la mitjana dels creixements mensuals o trimestrals anualitzats. En el cas de l'última dada, correspon al creixement intermensual o intertrimestral anualitzat. I, en el cas dels tres últims mesos, és la mitjana del creixement anualitzat dels tres últims mesos en relació amb els tres mesos anteriors. Totes les variables són en termes reals. Les vendes al detall s'han deflactat fent ús de l'índex de preus PCE. La despesa de consum personal real històric utilitza les dades vintage elaborades per la Fed de Filadèlfia.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BEA, del BLS i del Board of Governors.

1. Hi ha algunes excepcions en què algun dels criteris no s'ha complert, però el període en qüestió s'ha considerat de recessió, com en la crisi de la COVID.

derades per l'NBER, observem que la majoria d'elles marquen avanços encara compatibles amb períodes expansius (vegeu la taula). Destaquen en positiu els creixements en el nivell d'ocupació (de l'enquesta d'establiments), la producció industrial i les vendes al detall. En canvi, els ingressos personals reals (sense transferències) i la despesa de consum personal real mostren una tendència molt més modesta ja des del final de l'any passat, tot i que encara se situen en terreny positiu en la mitjana de tres mesos.

Així mateix, altres indicadors d'activitat s'han deteriorat de manera clara, com, per exemple, l'índex empresarial PMI compost elaborat per Markit, que va caure de manera substancial fins a la zona restrictiva al juliol i a l'agost (47,5 i 45,0 punts, respectivament), o els índexs de confiança del consumidor. En canvi, les enquestes empresarials de l'ISM van continuar mostrant un ritme d'activitat positiu a l'estiu, fins i tot més dinàmic per al sector serveis al juliol que en mesos anteriors.

Considerades en conjunt, les dades més recents són indicatives d'una economia que s'està desaccelerant de manera considerable, però que, probablement, no es troba en recessió tal com la defineix l'NBER.

Recessió: riscos elevats però de magnitud controlada

El cicle ràpid de pujades dels tipus d'interès iniciat per la Fed, la pèrdua de poder adquisitiu de les famílies a conseqüència de la inflació elevada i de la finalització dels programes d'ajuts públics i, en general, la major incertesa són factors que estan afeblint l'activitat, però l'impacte no és generalitzat sobre tota l'economia.

Així, el refredament és més intens en sectors més sensibles a les pujades de tipus, com el residencial, on hem vist un fort deteriorament dels indicadors mensuals (compravendes, obra iniciada i visats) des de l'inici d'enguany. Per la seva banda, el sector minorista i, en general, la producció de béns duradors (com mobles o cotxes) i d'alguns no duradors (com els sectors del vestit i del calçat) han viscut un ajust a la baixa en la demanda després de dos anys de fort ascens en el context COVID.

En canvi, la majoria dels àmbits del sector serveis, que representen al voltant de tres quartes parts del PIB, continua mostrant avanços considerables en la seva activitat. En aquest sentit, hem vist com el consum privat s'ha mostrat resilient, afavorit per diferents factors. En primer lloc, tenim l'estalvi acumulat durant el 2020-2021, que supera el 10% del PIB i que estimem que continuarà contribuint de manera important en els propers trimestres (sobre uns 400.000 milions de dòlars en termes reals, l'1,5% del PIB, de consum extra el 2022-2023).² Així mateix, la recuperació del mercat laboral s'ha mostrat molt dinàmica, amb una taxa d'atur propera als mínims històrics i un avanç en

els salaris al voltant del 5% interanual, factors que han fet costat a la renda disponible de les llars. Finalment, la posició financera de les famílies es troba en nivells sòlids, tant pel costat de l'actiu –el patrimoni net de les llars ronda els màxims històrics– com dels passius, amb una ràtio de deute de les famílies al voltant del 80% del PIB al començament del 2022, en línia amb els nivells del 2001 i lluny dels màxims assolits el 2007-2008.³

En definitiva, l'evidència no suggereix que l'economia nord-americana hagi entrat en recessió, i, si finalment ho fes, segurament es tractaria d'una recessió no gaire profunda ni prolongada. Dit això, els riscos sobre l'escenari continuen concentrats a la baixa, vinculats no solament a la conjuntura interna dels EUA, sinó també al còmput d'adversitats a les quals s'enfronta l'economia mundial, entre les quals destaquem una possible recessió a Europa per la crisi del gas, la desacceleració econòmica a la Xina arran de la política COVID zero i dels problemes al sector immobiliari, les creixents tensions geopolítiques i la fràgil situació macrofinancera en nombroses economies emergents.

Clàudia Canals i Antonio Montilla

2. Vegeu el Focus «[EUA: com l'estalvi acumulat pot fer costat a l'economia?](#)», a l'IM07/2022.

3. Dades del total de passius de les famílies i de les organitzacions sense ànim de lucre.