

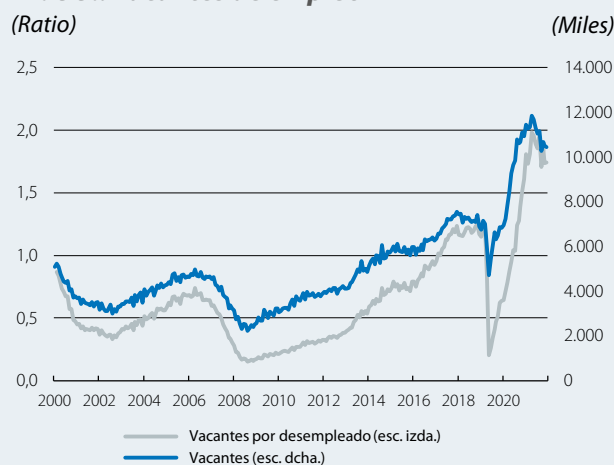
EE. UU.: aterriza como puedas

Pese a los positivos datos de crecimiento del 4T 2022, más de la mitad de los analistas que forman el panel del consenso de Bloomberg creen que en 2023 observaremos caídas del PIB en EE. UU. durante dos trimestres consecutivos. Asimismo, la probabilidad que asignan a una recesión en EE. UU. en los próximos 12 meses es de casi el 70% y la curva de tipos soberanos lleva invertida en el tramo tres meses -10 años desde octubre de 2022, un predictor casi infalible de recesión-. ¿Qué argumentos apoyan esta visión pesimista sobre la actividad de EE. UU. (*hard landing*)? ¿Existen motivos que inviten a pensar que es posible evitar la recesión (*soft landing*)?

EE. UU. todavía no está en recesión

Los datos económicos más recientes no muestran una economía en recesión, si bien todos, y en especial aquellos más asociados a las percepciones de los agentes económicos, exhiben una tendencia generalizada a moderarse. Por ejemplo, los PMI e ISM se sitúan por debajo de los 50 puntos, que separan los niveles compatibles con la expansión económica de los asociados con una contracción de la actividad. Del mismo modo, los indicadores de confianza de los consumidores se sitúan en niveles muy bajos (el índice de sentimiento de la Universidad de Michigan, por ejemplo, se encuentra por debajo de los niveles registrados durante la pandemia y, en junio de 2022, registró el mínimo histórico desde 1978). Mientras que la producción industrial y las ventas minoristas no muestran una evolución tan adversa, su evolución interanual se sitúa ligeramente por encima del promedio histórico, aunque con tendencia a la baja. Por otro lado, el mercado laboral no solo no refleja signos de debilidad, sino que está en unos niveles de saturación que, para algunos indicadores, es inaudito. Por ejemplo, por cada persona desempleada hay ahora mismo 1,7 puestos de trabajo vacantes, una ratio que llegó a rozar el 2 en abril del año pasado y cuyo pro-

EE. UU.: vacantes de empleo



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

medio histórico es de 0,64. La tasa de desempleo, por su parte, se encuentra en el 3,5%, su mínimo histórico, y el ritmo de creación de empleo es algo superior al promedio de 2015-2019, si bien se ha moderado. Así, teniendo en cuenta esta combinación de indicadores, ¿podemos decir que EE. UU. está en recesión? Recientemente,¹ explicamos que se entiende por recesión una disminución significativa en la actividad económica de forma generalizada en distintos ámbitos económicos y relativamente prolongada en el tiempo. Otra definición de uso común, aunque incompleta, entiende que una recesión técnica se produce al observar dos trimestres consecutivos de contracciones en el PIB. Si hacemos caso a la segunda definición, podríamos concluir que EE. UU. entró en recesión ya en 2022, y no descartaríamos que pudiese hacerlo de nuevo en 2023. Ahora bien, con la primera definición, usada por

EE. UU.: principales indicadores de actividad

	Diciembre 2022	Noviembre 2022	Octubre 2022	Septiembre 2022	Promedio 2015-2019	Promedio crisis financiera (2008-2009)	Promedio COVID (marzo-diciembre 2020)
Ventas minoristas (% interanual)	6,0	6,0	8,0	8,4	3,5	-4,2	-0,3
Producción industrial (% interanual)	1,7	2,2	3,4	5,0	0,1	-7,3	-8,1
Conference Board - Confianza consumidores (índice)	108,3	101,4	102,2	107,8	115,3	51,6	94,9
Universidad de Michigan - Sentimiento consumidores (índice) *	64,6	59,7	56,8	59,9	95,2	65,0	77,8
Universidad de Michigan - Expectativas consumidores (índice) *	62,0	59,9	55,6	56,2	85,6	60,7	72,2
ISM manufacturas (índice)	48,4	49,0	50,2	50,9	54,0	46,8	52,8
ISM servicios (índice)	49,6	56,5	54,4	56,7	56,7	46,8	53,9
Tasa de desempleo (%)	3,5	3,6	3,7	3,5	4,4	7,5	9,0
Creación de empleo (miles de trabajadores)	223,0	256,0	263,0	269,0	190,2	-358,5	-1.000,7

Nota: * El dato corresponde al siguiente mes de lo indicado.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

1. Véase el Focus «EE. UU.: ¿en recesión?» en el IM09/2022.

el NBER, no podemos afirmar que EE. UU. entrase en recesión en 2022, ni que esté en riesgo de aproximarse a una situación de este tipo a corto plazo.

Los vientos de cara para 2023

¿Qué apoya la visión pesimista del consenso de analistas? En primer lugar, el endurecimiento monetario ejercido por la Reserva Federal en 2022 ha sido de una intensidad no observada desde los años ochenta. La subida de los tipos de interés, junto con el proceso de reducción de su balance, tendrá un impacto para nada desdeñable sobre la actividad económica. En concreto, se estima que, por cada aumento de 100 p. b. en los tipos de interés oficiales, el PIB al cabo de cuatro trimestres se reduce en casi 0,5 p. p.² Así, la subida de tipos observada hasta la fecha, y que todavía continuará produciéndose en el 1T 2023, podría restar al PIB de EE. UU. más de 2 p. p. durante 2023. Este efecto ya está siendo visible en el componente del PIB más sensible a los tipos de interés, la inversión residencial.³

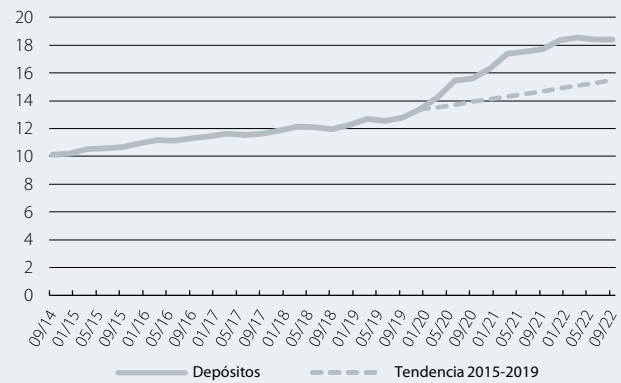
Otro viento de cara para EE. UU. es la caída de los indicadores de confianza que mostrábamos anteriormente y el escenario de permanente incertidumbre en el que se ha instalado la economía global, incluida la estadounidense. Pese a que la caída de estos indicadores de confianza y expectativas no supone directamente una contracción de la actividad, sí que nos da señales de que los hogares y las empresas pueden ser más cautos en sus acciones y, por ejemplo, posponer decisiones de inversión y consumo. Por último, EE. UU. no es ajena a las dinámicas globales. Y es que estos vientos de cara no se están produciendo únicamente en el otro lado del Atlántico. La desaceleración económica es global, por lo que a la demanda externa de EE. UU. le faltará posiblemente fuelle para compensar los lastres sobre la demanda doméstica.

Los vientos de cola, ¿pueden soplar suficientemente fuerte?

En este contexto, puede que haya menos motivos para ser optimista con respecto a la economía de EE. UU., pero los hay. El principal es el consumo privado, que prevemos que podrá contribuir positivamente al PIB durante 2023. Y esto es especialmente importante para el caso de EE. UU., pues el consumo privado es el principal motor de la economía con un peso del PIB cercano al 70% (en la eurozona supone alrededor del 50% o en China, menos del 40%). Esta resistencia que pronosticamos se sustenta en dos supuestos: la fortaleza del mercado laboral y el ahorro embalsado durante la pandemia. El primer factor es el supuesto clave, y compartido por diversos miembros de la Reserva Federal. Según sus estimaciones publicadas en el último cuadro macroeconómico, que coinciden en muchos aspectos con las nuestras, el repunte de la tasa de desempleo no tendría por qué ser muy marcado. Esto se explicaría por el gran desajuste actual entre la oferta y la demanda de empleo; hay todavía muchas vacantes de empleo,⁴ por lo que es razonable pensar que algunos de los trabaja-

EE. UU.: depósitos de los hogares

(Billones de dólares)



Nota: La línea discontinua muestra la evolución de los depósitos asumiendo el crecimiento promedio entre 2015 y 2019 a partir del 1T 2020.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal.

dores que potencialmente perderían el trabajo en un entorno de desaceleración y subidas de tipos de interés, podrían encontrar otros puestos de trabajo.

El otro elemento, el ahorro embalsado, puede ser un amortiguador de la reducción del poder adquisitivo de los hogares. Como vimos en un artículo reciente,⁵ el ahorro embalsado alcanzó el 12% del PIB y según las últimas estimaciones los hogares no habrían consumido todavía el 60% de ese importe. Si bien es cierto que es muy probable que este ahorro no se encuentre distribuido de forma homogénea entre los distintos percentiles de renta, cuya propensión a consumir difiere, y que una parte de este ahorro embalsado se encuentre en activos no muy líquidos o que incluso hayan sufrido pérdidas derivadas de las fluctuaciones en los mercados financieros, algo de apoyo todavía se podrá ofrecer al consumo privado. En concreto, estimamos que los depósitos de los hogares en EE. UU. son un 18% superiores a lo que podrían haber sido en ausencia de la pandemia (llegaron a ser un 23% superiores, pero la menor tasa de ahorro registrada en el tramo final de 2022 ha empezado a drenar los depósitos).

El escenario es exigente, y lo continuará siendo durante 2023. Entre las muchas incertidumbres que deberemos ver cómo se desarrollan este año, estarán las presiones inflacionistas y las condiciones financieras. Si, como pensamos, la inflación mantiene su tendencia a la baja, pero sigue todavía en niveles elevados, podría dejar de ser un viento de cara tan fuerte como lo ha sido en 2022. Asimismo, la relajación de las condiciones financieras (por ejemplo, el tipo de interés soberano a 10 años y el tipo de interés sobre una hipoteca estándar a 30 años han caído unos 70 p. b. y 90 p. b., respectivamente desde los máximos del 4T 2022) también apunta a que este viento de cara podría soplar menos fuerte en 2023. Veremos si estos elementos, junto con la fortaleza del mercado laboral y el importante ahorro acumulado, ayudan a amortiguar un eventual *hard landing*.

Ricard Murillo Gili

2. Véase Rush, J. (2021). «Bloomberg Economics Forecast Models for the U.S., U.K. and Euro Area». Bloomberg.

3. El componente de la inversión residencial, que refleja principalmente la evolución del mercado inmobiliario, ha acentuado su caída en 2022, aunque la inversión, en conjunto, continuó avanzando en 2022 gracias al resto de subcomponentes (inversión en equipos, estructuras y propiedad intelectual).

4. En concreto más de 10 millones, cuando el promedio desde 2000 es de algo menos de la mitad.

5. Véase el Focus «EE. UU.: ¿cómo el ahorro acumulado puede apoyar a la economía?» en el IM07/2022.