

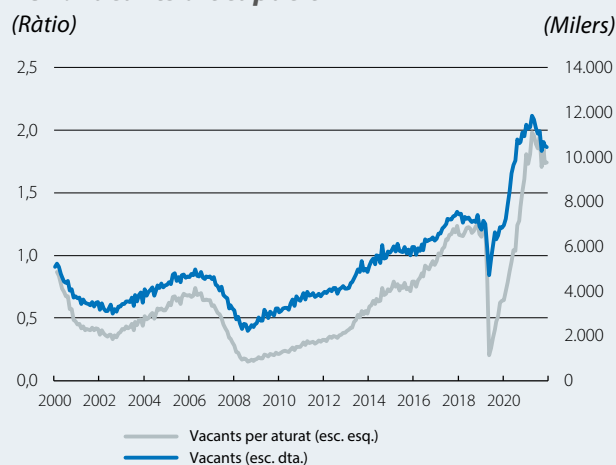
## EUA: aterra com puguis

Malgrat les dades de creixement positives del 4T 2022, més de la meitat dels analistes que formen el panell de consens de Bloomberg creuen que, el 2023, observarem caigudes del PIB als EUA durant dos trimestres consecutius. Així mateix, la probabilitat que assignen a una recessió als EUA en els 12 propers mesos és gairebé del 70%, i la corba de tipus sobirans porta invertida en el tram tres mesos (10 anys des de l'octubre del 2022, un predictor gairebé infal·libre de recessió). Quins arguments donen suport a aquesta visió pessimista sobre l'activitat dels EUA (*hard landing*)? Hi ha motius que convidin a pensar que és possible evitar la recessió (*soft landing*)?

### Els EUA encara no són en recessió

Les dades econòmiques més recents no mostren una economia en recessió, tot i que totes, i en especial les més associades a les percepcions dels agents econòmics, exhibeixen una tendència generalitzada a moderar-se. Per exemple, el PMI i l'ISM se situen per sota dels 50 punts, que separen els nivells compatibles amb l'expansió econòmica dels associats a una contracció de l'activitat. De la mateixa manera, els indicadors de confiança dels consumidors se situen en nivells molt baixos (l'índex de sentiment de la Universitat de Michigan, per exemple, es troba per sota dels nivells registrats durant la pandèmia i, al juny del 2022, va registrar el mínim històric des del 1978). Mentre que la producció industrial i les vendes al detall no mostren una evolució tan adversa, la seva evolució interanual se situa lleugerament per damunt de la mitjana històrica, tot i que amb una tendència a la baixa. D'altra banda, el mercat laboral no solament no reflecteix signes de feblesa, sinó que se situa en uns nivells de saturació que, per a alguns indicadors, són inaudits. Per exemple, per cada persona aturada, hi ha ara mateix 1,7 llocs de treball vacants, una ràtio que va

### EUA: vacants d'ocupació



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.

arribar a vorejar el 2 a l'abril de l'any passat i la mitjana històrica de la qual és de 0,64. La taxa d'atur, per la seva banda, es troba en el 3,5%, el seu mínim històric, i el ritme de creació d'ocupació és una mica superior a la mitjana del 2015-2019, tot i que s'ha moderat. Així, tenint en compte aquesta combinació d'indicadors, podem dir que els EUA són en recessió? Recentment,<sup>1</sup> hem explicat què s'entén per recessió: una disminució significativa en l'activitat econòmica de forma generalitzada en diferents àmbits econòmics i relativament prolongada en el temps. Una altra definició d'ús comú, malgrat que incompleta, entén que una recessió tècnica es produeix en observar dos trimestres consecutius de contraccions en el PIB. Si fem cas de la segona definició, podríem concloure que els EUA van entrar en recessió ja el 2022 i no descartaríem que puguin fer-ho de nou el 2023. Ara bé,

### EUA: principals indicadors d'activitat

	Desembre 2022	Novembre 2022	Octubre 2022	Setembre 2022	Mitjana 2015-2019	Mitjana crisi financera (2008-2009)	Mitjana COVID (març-desembre 2020)
Vendes al detall (% interanual)	6,0	6,0	8,0	8,4	3,5	-4,2	-0,3
Producció industrial (% interanual)	1,7	2,2	3,4	5,0	0,1	-7,3	-8,1
Conference Board - Confiança consumidors (índex)	108,3	101,4	102,2	107,8	115,3	51,6	94,9
Universitat de Michigan - Sentiment consumidors (índex) *	64,6	59,7	56,8	59,9	95,2	65,0	77,8
Universitat de Michigan - Expectatives consumidors (índex) *	62,0	59,9	55,6	56,2	85,6	60,7	72,2
ISM manufactures (índex)	48,4	49,0	50,2	50,9	54,0	46,8	52,8
ISM serveis (índex)	49,6	56,5	54,4	56,7	56,7	46,8	53,9
Taxa d'atur (%)	3,5	3,6	3,7	3,5	4,4	7,5	9,0
Creació d'ocupació (milers de treballadors)	223,0	256,0	263,0	269,0	190,2	-358,5	-1.000,7

Nota: \* La dada correspon al següent mes de l'indicat.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

1. Vegeu el Focus «EUA: en recessió?», a l'IM09/2022.

amb la primera definició, utilitzada per l'NBER, no podem afirmar que els EUA van entrar en recessió el 2022, ni que estiguin en risc d'aproximar-se a una situació d'aquest tipus a curt termini.

### Els vents de cara per al 2023

Què dona suport a la visió pessimista del consens d'analistes? En primer lloc, l'enduriment monetari exercit per la Reserva Federal el 2022 ha estat d'una intensitat no observada des dels anys vuitanta. La pujada dels tipus d'interès, juntament amb el procés de reducció del seu balanç, tindrà un impacte gens menyspreable sobre l'activitat econòmica. En concret, s'estima que, per cada augment de 100 p. b. en els tipus d'interès oficials, el PIB, al cap de quatre trimestres, es redueix en gairebé 0,5 p. p.<sup>2</sup> Així, la pujada de tipus observada fins avui, i que encara es continuarà produint en el 1T 2023, podria restar al PIB dels EUA més de 2 p. p. durant el 2023. Aquest efecte ja és visible en el component del PIB més sensible als tipus d'interès, la inversió residencial.<sup>3</sup>

Altres vents de cara per als EUA són la caiguda dels indicadors de confiança que hem mostrat més amunt i l'escenari d'incertesa permanent en què s'ha instal·lat l'economia global, inclosa la nord-americana. Malgrat que la caiguda d'aquests indicadors de confiança i d'expectatives no comporta directament una contracció de l'activitat, sí que ens dona senyals que les llars i les empreses poden ser més cautes en les seves accions i poden, per exemple, ajornar decisions d'inversió i de consum. Finalment, els EUA no són aliens a les dinàmiques globals. I és que aquests vents de cara no es produeixen únicament a l'altre costat de l'Atlàntic. La desacceleració econòmica és global, de manera que és possible que, a la demanda externa dels EUA, li falti embranzida per compensar els llastos sobre la demanda domèstica.

### Els vents de cua poden bufar prou fort?

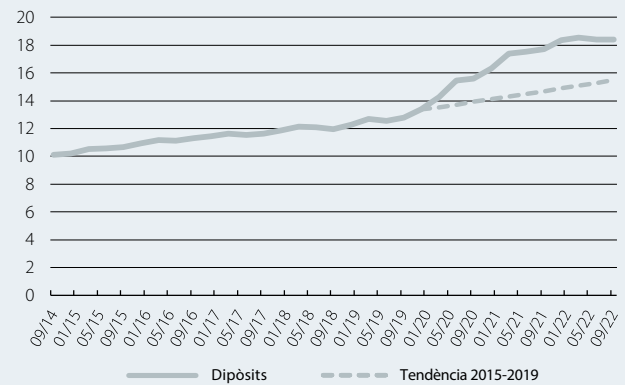
En aquest context, pot ser que hi hagi menys motius per ser optimista sobre l'economia dels EUA, però n'hi ha. El principal és el consum privat, que preveiem que podrà contribuir positivament al PIB durant el 2023. I això és especialment important per al cas dels EUA, perquè el consum privat, amb un pes del PIB pròxim al 70% (a la zona de l'euro, representa al voltant del 50% o, a la Xina, menys del 40%), és el principal motor de l'economia. Aquesta resistència que pronostiquem es basa en dos supòsits: la fortalesa del mercat laboral i l'estalvi embassat durant la pandèmia. El primer factor és el supòsit clau, i el comparteixen diversos membres de la Reserva Federal. Segons les seves estimacions, publicades en l'últim quadre macroeconòmic i coincidents en molts aspectes amb les nostres, el repunt de la taxa d'atur no tindria per què ser gaire marcat. Això s'explicaria pel gran desajustament actual entre l'oferta i la demanda d'ocupació. Hi ha encara

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

3. La caiguda del component de la inversió residencial, que reflecteix, principalment, l'evolució del mercat immobiliari, s'ha intensificat el 2022, tot i que la inversió, en conjunt, va continuar avançant el 2022, gràcies a la resta de subcomponents (inversió en equipaments, estructures i propietat intel·lectual).

### EUA: dipòsits de les llars

(Bilions de dòlars)



**Nota:** La línia discontinua mostra l'evolució dels dipòsits assumint el creixement mitjà entre el 2015 i el 2019 a partir del 1T 2020.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal.

moltes vacants d'ocupació,<sup>4</sup> de manera que és raonable pensar que alguns dels treballadors que potencialment perdrien la feina en un entorn de desacceleració i de pujades de tipus d'interès podrien trobar altres ocupacions.

L'altre element, l'estalvi embassat, pot esmorteir la reducció del poder adquisitiu de les llars. Com hem vist en un article recent,<sup>5</sup> l'estalvi embassat va assolir el 12% del PIB, i, segons les últimes estimacions, les llars no haurien consumit encara el 60% d'aquest import. Malgrat que és cert que és molt probable que aquest estalvi no estigui distribuït de manera homogènia entre els diferents percentils de renda, la propensió a consumir dels quals difereix, i que una part d'aquest estalvi embassat es trobi en actius no gaire líquids o que, fins i tot, hagin patit pèrdues derivades de les fluctuacions als mercats financers, encara podrà oferir una mica de suport al consum privat. En concret, estimem que els dipòsits de les llars als EUA són el 18% superiors al nivell que podrien haver assolit sense la pandèmia (van arribar a ser el 23% superiors, però la menor taxa d'estalvi registrada en el tram final del 2022 ha començat a drenar els dipòsits).

L'escenari és exigent, i ho continuarà sent durant el 2023. Entre les moltes incerteses que caldrà veure com es desenvolupen enguany, hi haurà les pressions inflacionistes i les condicions financeres. Si, com pensem, la inflació manté la tendència a la baixa, però continua encara en nivells elevats, podria deixar de ser un vent de cara tan fort com ho ha estat el 2022. Així mateix, el relaxament de les condicions financeres (per exemple, el tipus d'interès sobirà a 10 anys i el tipus d'interès sobre una hipoteca estàndard a 30 anys han caigut uns 70 p. b. i 90 p. b., respectivament, des dels màxims del 4T 2022) també fa pensar que aquest vent de cara podria bufar menys fort el 2023. Veurem si aquests elements, juntament amb la fortalesa del mercat laboral i amb l'important estalvi acumulat, ajuden a esmorteir un eventual *hard landing*.

Ricard Murillo Gili

4. En concret, més de 10 milions, quan la mitjana des del 2000 és d'una mica menys de la meitat.

5. Vegeu el Focus «EUA: com l'estalvi acumulat pot fer costat a l'economia?», a l'IM07/2022.