

EUA: la recessió que mai no arriba

Al febrer, escrivíem que calia esperar un refredament de l'activitat econòmica als EUA en algun moment del 2023, i així ho apuntaven també la majoria dels analistes. La incertesa residia en el grau d'intensitat d'aquest refredament, al qual ens referim com un aterratge suau o abrupte (*soft o hard landing*). No obstant això, el que observem des de l'inici d'enguany és una economia que continua creixent amb una fortalesa molt poc habitual en aquest entorn de tipus d'interès elevats. Així, els analistes han començat a revisar a la baixa la probabilitat que li assignen al fet que es produeixi una recessió a un any vista als EUA (vegeu el primer gràfic). I no solament això, sinó que els últims indicadors econòmics apunten a un ritme sòlid de creixement del PIB també en el 3T, entre el 0,5% intertrimestral, segons el *nowcasting* de la Reserva Federal de Nova York, i l'1,3%, segons el de la Reserva Federal d'Atlanta.

Els motius a favor d'una recessió

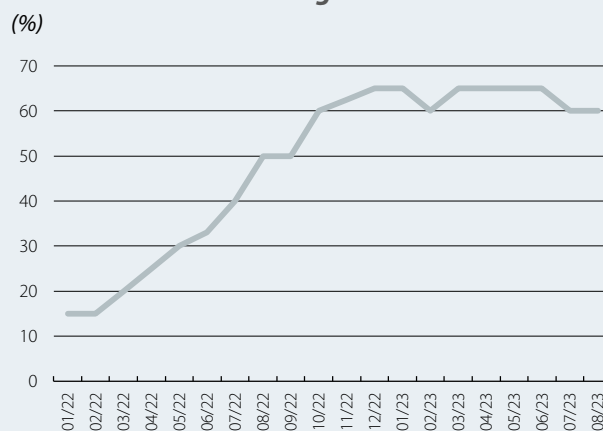
No és una sorpresa que l'enduriment monetari dut a terme per la Reserva Federal des de l'inici del 2022 pretengui refredar una economia que donava senyals de sobreescalfament (especialment visible en el repunt de la inflació). De llavors ençà, els factors relacionats amb la pandèmia que van provocar aquest desequilibri entre l'oferta i la demanda agregada s'han anat solucionant (per exemple, els colls d'ampolla en les cadenes globals de distribució, el massiu estalvi embassat o els canvis en els patrons de consum entre béns i serveis) i han ajudat a observar un descens de la inflació i la moderació d'una bona part dels indicadors econòmics. No obstant això, els retards amb què la política monetària sol afectar l'economia suggereixen que encara queda marge per al refredament en els següents trimestres.¹ Un dels principals canals que es veu afectat per les pujades de tipus dels bancs centrals és el de les condicions financeres i creditícies. Tal com ho hem descrit en un article anterior,² els estàndards de crèdit s'han endurit com pretenia la Reserva Federal i, alhora, la demanda de crèdit també s'ha afeblit. De fet, les nostres estimacions apunten a un enduriment de les condicions creditícies que estaria associat amb una caiguda de l'activitat de 0,7 p. p.

Així mateix, històricament, hi ha diversos senyals que, en activar-se, han anticipat futures recessions. Entre les més destacades hi ha la inversió de la corba de tipus sobirans. Són ja més de 300 dies des que es va invertir el diferencial entre el *treasury* a 10 anys i el *treasury* a 3 mesos, situació que, històricament, ha pronosticat millor les recessions.

1. És famosa aquesta frase de Milton Friedman: «la política monetària afecta l'economia amb retards variables i incerts». Les estimacions suggereixen que aquests retards es podrien situar entre els 6 i els 12 trimestres.

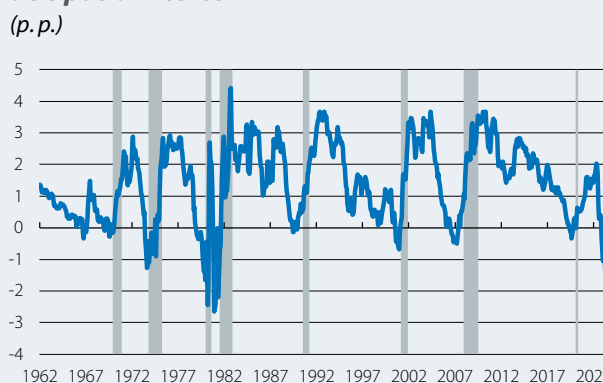
2. Vegeu el Focus «[La política monetària està aconseguint refredar l'activitat? Una primera avaluació](#)», a l'IM06/2023.

EUA: probabilitat de recessió segons el consens d'analistes de Bloomberg



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

EUA: recessions i el pendent de la corba de tipus d'interès



Notes: Les àrees ombrejades denoten els períodes de recessió segons l'INBER. Mostrem el diferencial entre el tipus del deute a 10 anys i a 3 mesos.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de l'INBER.

De fet, segons el nostre model, la inversió actual de la corba té associada una probabilitat de recessió que, segons l'especificació utilitzada, fluctua entre el 70% i el 80%.³

Què sosté l'economia nord-americana?

Si tot apunta al fet que l'economia dels EUA s'hauria d'estar contraient (o que ho hauria de fer aviat), què evita aquest escenari? Podem respondre aquesta pregunta, primer, mirant el PIB des de diferents prismes. Si observem el PIB des del costat de la demanda, veiem que el consum públic ha estat un matalàs important per a l'activitat, amb increments intertrimestrals de l'1% de mitjana en els quatre últims trimestres, el mateix que la inversió no residencial.

3. Vegeu el Focus «[Sobre la probabilitat d'una recessió als EUA](#)», a l'IM05/2018.

El consum privat, que sol ser el principal motor de l'economia, va créixer d'acord amb el PIB, amb una mitjana del 0,6% intertrimestral, mentre que el sector exterior va tenir una contribució més aviat modesta al creixement del PIB. El component que sí que ha llstat l'avanç del PIB ha estat la inversió residencial, que acumula nou trimestres consecutius de caiguda (el -22%). D'altra banda, si observem el PIB des del costat de l'oferta i analitzem quant valor afegit van oferir els diferents sectors, destaquen en positiu les arts i l'oci, la informació i la mineria. A la banda decebedora trobem les finances i les assegurances, les manufactures i la construcció, que representen el 19%, l'11% i el 3%, respectivament, del total de la producció i que acumulen quatre trimestres estancats o en reculada.

I, per acabar-ho d'embolicar, els senyals mixtos al mercat laboral i al sector immobiliari

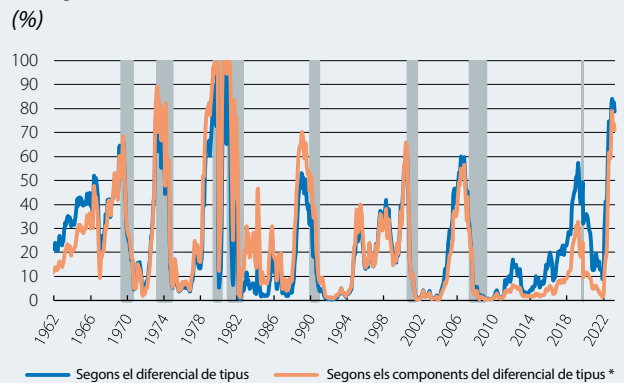
Un indicador que també ens suggereix que l'economia dels EUA gaudeix de bona salut és el mercat laboral, amb la taxa d'atur en el 3,8% i la ràtio de vacants d'ocupació per aturat en l'1,4 (amb una mitjana històrica de 0,7). No obstant això, també trobem ja diversos senyals de normalització, com la creació d'ocupació mensual, que s'ha situat en 150.000 treballadors en la mitjana dels tres últims mesos, molt per sota dels 400.000 de mitjana del 2022 i fins i tot una mica per sota de la mitjana entre el 2015 i el 2019 (190.000). A més a més, si ens centrem en els sectors que contribueixen a aquesta creació d'ocupació, veiem que educació i salut, amb un pes del 16% de la força laboral, contribueix en més del 50% a la nova creació d'ocupació. Aquesta dada és destacable, perquè la dinàmica del sector d'educació i salut no és el millor termòmetre del cicle econòmic. Altres sectors, com les manufactures, el professional i negocis o la restauració i l'oci, podrien ser més indicatius de les dinàmiques i de les tendències de la demanda d'ocupació.

El sector immobiliari, com ja hem esmentat, acumula nou trimestres consecutius de caiguda. Ha patit, primer, l'expectativa d'una política monetària més restrictiva i, després, la seva confirmació. No obstant això, en els últims mesos, estem assistint a una recuperació de la seva activitat: el nombre de compravendes i els nous visats d'obra han començat a repuntar aquest estiu i podrien estar ja sortint del pou en què van entrar des de l'inici del 2022, en el que podria ser el principi de la recuperació d'aquest sector.

Amb aquest còctel d'indicadors apuntant en direccions oposades, pronosticar el creixement econòmic s'ha tornat una tasca encara més complexa. Així i tot, creiem que assistirem a un refredament gradual de l'activitat, un *soft landing* que comportaria diversos trimestres amb l'economia dels EUA pròxima a l'estancament.

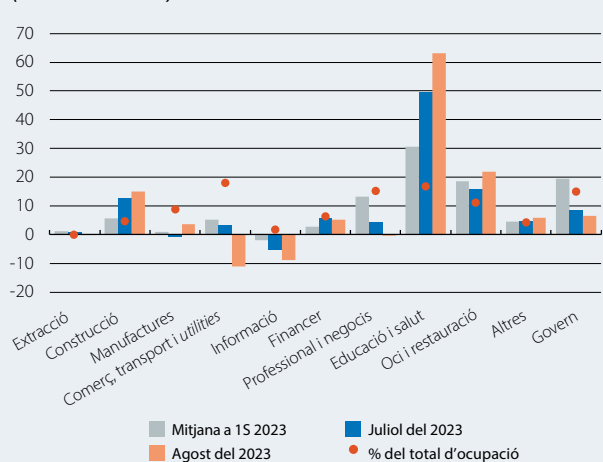
Ricard Murillo Gili

EUA: probabilitat de recessió segons la corba de tipus



Notes: Les àrees ombrejades denoten els períodes de recessió segons l'NBER. * Els components del diferencial de tipus s'obtenen mitjançant un model que separa del tipus d'interès observat el component pur d'expectatives de tipus i la prima temporal. Vegeu Adrian, T., Crump, R. K. i Moench, E. (2013), «Pricing the term structure with linear regressions», *Journal of Financial Economics*.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg, de la Reserva Federal de Nova York i de l'NBER.

EUA: creació d'ocupació mensual per sector (% sobre el total)



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