Un mejor inicio de año de la economía internacional que, sin embargo, no despeja las dudas

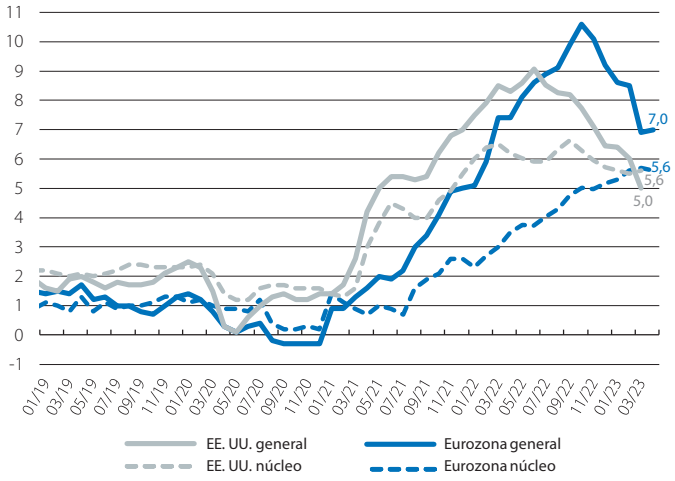
El crecimiento en el 1T 2023 ha sido positivo. De hecho, EE. UU. creció un 0,3% intertrimestral; la eurozona, un 0,1%, y China sorprendió con un 2,2%. Este arranque introduce cierto sesgo al alza para las previsiones de crecimiento en 2023. Sin embargo, el riesgo de que la segunda mitad del año sea más débil, a medida que las agresivas subidas de tipos terminen de transmitirse a la actividad, puede sesgar a la baja el crecimiento esperado para 2024. Este menor dinamismo económico, en un contexto en el que, *a priori*, no se anticipan tensiones preocupantes en los mercados de energía, permitirá que la inflación se vaya reduciendo, sobre todo, en lo referente a los componentes subyacentes, que por el momento están mostrando resistencia a bajar.

Una valoración positiva del dato de PIB del 1T 2023 en EE. UU. Los datos preliminares arrojan un crecimiento de un 1,1% anualizado (0,3% intertrimestral) en el inicio del año, tras el 2,6% del 4T 2022. Aunque se ha perdido impulso, el análisis por componentes revela una composición bastante robusta. De hecho, buena parte de la ralentización se debe a una desacumulación de inventarios: restan 1,3 p. p. al crecimiento, tras aportar casi 1,5 p. p. en el trimestre previo. Además, el consumo privado aceleró su ritmo de crecimiento hasta un 3,7% anualizado (1,0% anterior), al tiempo que la construcción cayó un 4,2%, tras retroceder a tasas de dos dígitos en los tres trimestres previos. Con todo, hay que tener en cuenta que los datos mensuales dibujaron una senda de «más a menos» a lo largo del periodo y, además, los datos disponibles de abril muestran una continuidad de esta tendencia. Los indicadores más adelantados apuntan a que la ralentización de la economía se acentuará en lo que resta de año y acusará los efectos del endurecimiento de las condiciones monetarias y de las últimas turbulencias financieras.

Negociaciones entre republicanos y demócratas para lograr elevar el techo de deuda. El techo actual de 31,4 billones de dólares ya se alcanzó en enero, pero el Tesoro aprobó una serie de medidas excepcionales que expiran el 5 de junio para permitir que el Gobierno pueda cumplir con las obligaciones de pago ya comprometidas. Para anticiparse a esta fecha límite, la Cámara Baja, con mayoría republicana, aprobó el 26 de abril un proyecto de ley para elevar el techo de deuda en 1,5 billones de dólares, pero a cambio de recortes de gasto por 4,5 billones y de limitar al 1,0% el aumento del gasto durante los próximos 10 años. El proyecto debe aprobarse ahora por el Senado, donde, a cierre de este informe, la mayoría demócrata ya había advertido que lo vetará. Esta situación no es nueva y, desde los años noventa, la falta de un acuerdo a tiempo para elevar el techo de deuda ya provocó, en cuatro ocasiones, cierres de más de una jornada de la Administración pública (en inglés, *shutdown*) que implican suspender la prestación de todos los servicios públicos, excepto los considerados esenciales, como solución temporal para asegurar el pago de los compromisos de deuda. De no alcanzarse un acuerdo para elevar el techo de deuda, el cierre puede tener un impacto macroeconómico sustancial: además de ser una fuente de incertidumbre e inestabilidad en los mercados financieros, la Congressional

EE. UU. y eurozona: IPC

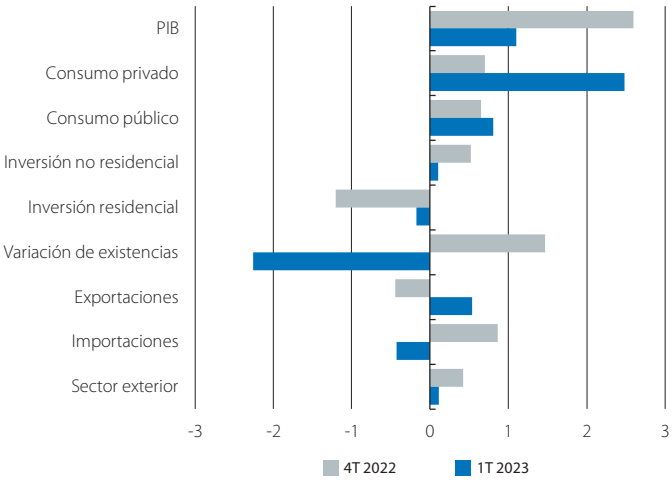
Variación interanual (%)



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

EE. UU.: PIB y componentes

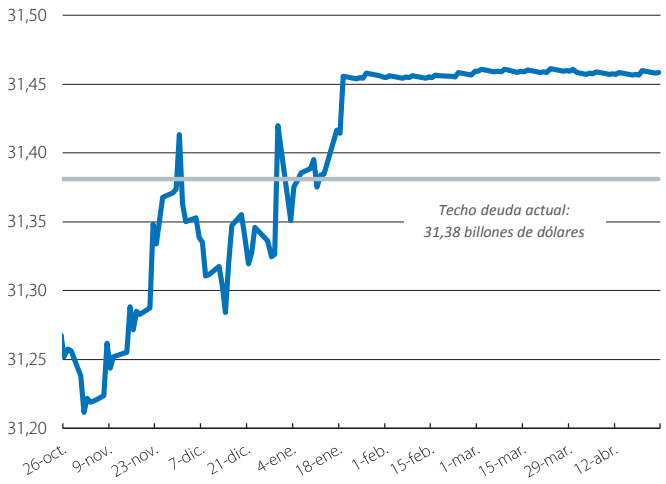
Contribución al crecimiento intertrimestral anualizado (p. p.)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.*

EE. UU.: deuda pública total

(Billones de dólares)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Fiscal Data.*

Budget Office estima que el último cierre, que duró cinco semanas entre diciembre de 2018 y enero de 2019, restó 0,1 p. p. y 0,2 p. p. al crecimiento intertrimestal del 4T 2018 y el 1T 2019, respectivamente. Debido a estos importantes efectos, confiamos que, al igual que en el pasado, finalmente se logrará un acuerdo.

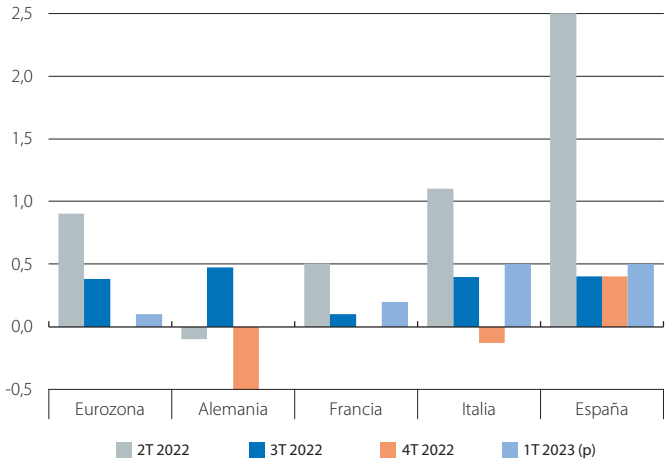
La eurozona logra esquivar la recesión en el inicio del año. La eurozona creció un 0,1% intertrimestral en el 1T 2023, resultado que, no obstante, se ha vuelto a ver afectado por la tremenda volatilidad de los datos de Irlanda (con una caída del 2,7%, restan más de 0,1 p. p. al crecimiento del conjunto de la eurozona). Respecto a las principales economías, destaca el dinamismo de Italia y España (+0,5% intertrimestral). Por su parte, Francia creció un modesto 0,2%; debido, en parte, a una aportación negativa de los inventarios bastante significativa (–0,3 p. p.). Alemania se estanca al inicio de año (0,0%), pese a que las últimas declaraciones del Gobierno apuntaban a que la economía podría registrar un crecimiento positivo en el 1T 2023. En cuanto al desglose por componentes, el sector exterior tuvo una significativa aportación positiva en el 1T, beneficiado por un buen arranque de la economía global en 2023 gracias, en parte, a la reapertura total de la economía china. En cuanto a la evolución de la demanda interna, las señales son más dispares: el consumo cayó en Alemania y España; en Francia, se estancó, y en Italia, destaca el dinamismo de su demanda interna.

Sin embargo, la incertidumbre para los próximos meses sigue siendo muy elevada. Aunque los bajos precios del gas y el elevado nivel de reservas suponen un alivio para empresas y familias, y así se refleja en el buen tono de indicadores como los PMI (54,1 puntos en abril para el índice compuesto de la eurozona, claramente en zona expansiva), la fortaleza se centra especialmente en los servicios (en la eurozona, el PMI del sector superó los 56 puntos en abril). En cambio, el PMI manufacturero cayó hasta los 45,8 puntos (en zona contractiva por décimo mes consecutivo) y en algunas encuestas industriales empiezan a detectarse señales incipientes de menores pedidos, en un contexto de inventarios de productos terminados todavía elevado. Además, fruto del endurecimiento monetario del BCE, los próximos meses van a estar marcados por la transmisión de unos mayores tipos de interés al conjunto de la economía (como ya muestran las encuestas de condiciones crediticias que elabora el propio BCE). En consecuencia, pese al buen inicio de año, todavía quedan por superar importantes retos y no conviene mostrarse confiado en exceso.

La capacidad de recuperación de la economía China ha superado las expectativas. De hecho, creció un 2,2% en el 1T 2023 (0,6% en el 4T 2022) gracias al impulso del consumo de las familias en un contexto de relajación de las restricciones por COVID, al tiempo que la normalización de las cadenas de oferta ha dado oxígeno a su sector exportador. Este dinámico inicio de año sugiere que se puede superar holgadamente el objetivo de crecimiento del 5,0% establecido por el Gobierno, lo que podría dar pie a que se retiren las políticas vigentes de apoyo para volver a una política más acorde con los planes establecidos en la Asamblea Popular Nacional. Además, el favorable comportamiento mostrado en los últimos meses por la demanda interna y la recuperación que muestra la demanda de crédito podrían aconsejar aplicar una política monetaria menos expansiva. En consecuencia, es factible que el ritmo de crecimiento intertrimestral vaya perdiendo fuerza a lo largo del año, sin que por ello se vea amenazado el cumplimiento del objetivo oficial.

Eurozona: PIB

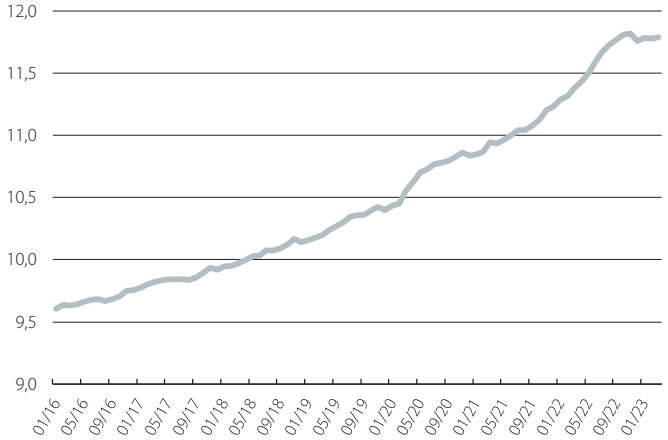
Variación intertrimestral (%)



Nota: *(p) Dato preliminar.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Eurozona: crédito a hogares y empresas no financieras

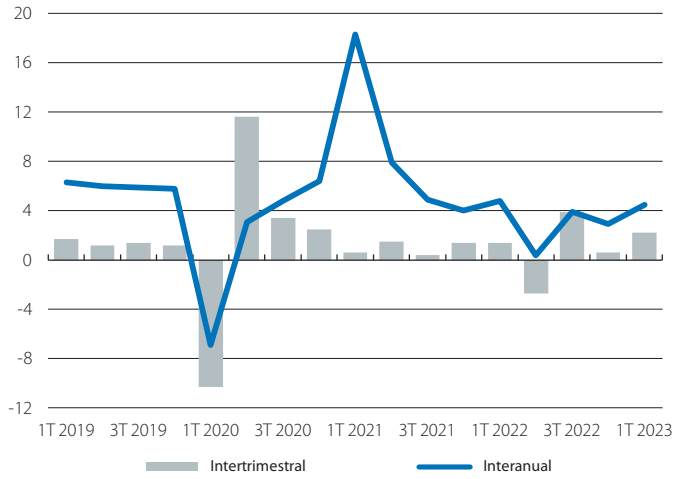
Saldo vivo (billones de euros)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.*

China: PIB

Variación (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China.*