

El Cercle d'Economia, juntament amb CaixaBank Research, us ofereix cada mes una breu anàlisi de la situació econòmica global

Les claus econòmiques del mes de maig de 2026

Ormuz, el temps juga en contra

Oriol Aspachs, Director d'Economia Espanyola a CaixaBank Research

Ormuz, de moment, no condiciona els mercats. El tancament de l'estret d'Ormuz manté l'energia en el primer pla de l'escenari macroeconòmic, amb preus elevats i una volatilitat que reflecteix la dificultat per valorar el risc geopolític. Des del març, l'Agència Internacional de l'Energia estima que s'ha perdut al voltant del 10% de l'oferta mundial de petroli, un dèficit que, per ara, s'ha esmorteït gràcies a les existències acumulades. En aquest context, el Brent s'ha mantingut per sobre dels 100 dòlars durant bona part de l'últim mes, alternant episodis de distensió per sota dels 90 dòlars amb altres en què s'han superat els 120, en un vaivé que evidencia la fragilitat de l'equilibri actual. Al mercat del gas, la referència europea TTF ha cotitzat a la banda de 4050 euros per MWh, nivells clarament superiors als previs al conflicte, encara que lluny dels màxims històrics de 2022. Els mercats de futurs apunten a un preu mitjà del Brent proper als 90/95 dòlars el 2026 i del gas al voltant de 45 euros, la qual cosa suposa increments entre el 35% i el 40% respecte a l'escenari preconflicte, amb una moderació gradual prevista per al 2027.

Malgrat l'elevada incertesa geopolítica i a l'encariment de l'energia, els mercats financers mostren una notable capacitat de resistència i recuperen l'apetit pel risc. Durant l'abril, les borses es van desmarcar del to més advers de l'entorn macro i van tornar al terreny dels guanys, recolzats en diversos factors. Als Estats Units, l'S&P 500 va assolir nous màxims històrics, impulsat pel sector tecnològic i pel bon comportament de segments cíclics, mentre que a Europa el rebot va ser ampli i va permetre a l'Stoxx 600 tornar a terreny positiu en l'acumulat de l'any. Als mercats emergents, el to va ser fins i tot més constructiu, amb avenços propers al 15% a Àsia i Amèrica Llatina en el que va de 2026. Aquest comportament ha estat recolzat per una temporada de resultats sòlida: una àmplia majoria de les empreses estatunidenques i prop de la meitat de les europees han superat les expectatives en vendes i beneficis.

Els tipus d'interès consoliden una alça moderada, reflectint l'impacte del xoc energètic i un gir més restrictiu en el missatge dels bancs centrals. A banda i banda de l'Atlàntic, les rendibilitats sobiranes han

repuntat per l'augment de les expectatives d'inflació i el canvi de direcció de la política monetària. Als Estats Units, la Reserva Federal va mantenir els tipus en el rang 3,50%3,75% en la seva última reunió, i va adoptar un to caut, mostrant preocupació per la inflació i una menor disposició a reprendre les baixades de tipus el 2026. De fet, ja no s'espera que la Fed segueixi baixant tipus aquest any. A l'eurozona, el BCE també va mantenir el tipus de dipòsit en el 2,00%, tot i que va reconèixer que es va debatre una pujada i va deixar entreveure una probabilitat rellevant d'enduriment en la reunió de juny. Els mercats cotitzen entre dues i tres pujades de 0,25 p.p. aquest any. En aquest context, les primes de risc de la perifèria s'han mantingut contingudes.

Activitat econòmica global: entre la resiliència americana, la fragilitat europea i el model xinès.

L'economia estatunidenca afronta el xoc energètic des d'una posició de fortlesa cíclica, tot i que comencen a aflorar tensions inflacionistes.

Després d'un tancament de 2025 condicionat pel *shutdown*, EUA va arrencar 2026 amb un avanç relativament sòlid del PIB en l'1T, recolzat principalment en la demanda interna. El consum privat va mantenir un ritme robust, mentre que la despesa pública es va normalitzar després de l'aturada administrativa i la inversió va tornar a erigir-se en el principal motor del creixement, impulsada per l'expansió lligada a la intel·ligència artificial. La inversió en equips informàtics, *programari* i R + D va aportar una fracció significativa al creixement trimestral, reforçant la narrativa d' un cycle encara dinàmic. Els indicadors de confiança empresarial corroboren aquest diagnòstic: els PMI d'abril es van consolidar en nivells compatibles amb creixements similars o fins i tot superiors als del primer trimestre, amb un ISM manufacturer en màxims des de 2022. No obstant això, aquest bon to contrasta amb un deteriorament progressiu de la confiança dels consumidors, molt sensible a l'encariment de la gasolina. La inflació general va repuntar amb força al març pel component energètic, situar-se per sobre del 3%, mentre que la inflació es manté en el 2,6%. Aquest repunt, juntament amb l'augment dels components de preus en els indicadors d'activitat, apunta a pressions inflacionistes addicionals en els pròxims mesos i explica el to més caut de la Reserva Federal.

L'eurozona encara el nou sotrac energètic des d'una posició més fràgil, amb una activitat que ja mostrava signes de debilitat i una inflació que torna a repuntar per l'energia.

El creixement del PIB es va moderar en l'1T i confirma que la regió partia d'una base menys sòlida que EUA abans de l'esclat del conflicte al Pròxim Orient. Alemanya va aconseguir un creixement modest, França es va estancar i Itàlia va avançar de forma continguda, configurant una arrencada d'any feble en l'agregat. Els indicadors avançats del 2T reforcen aquest diagnòstic: els PMI d'abril van retrocedir a zona contractiva i l'índex de sentiment econòmic de la Comissió Europea va encadenar diversos mesos de caigudes fins a mínims des de 2020. En aquest context, la inflació general ha repuntat i a l'abril va assolir el 3,0%, impulsada per l'augment dels preus energètics. La nucli, de moment, es manté continguda en el 2,2%. A diferència d'episodis anteriors, la capacitat de resposta fiscal és ara més limitada i les mesures de suport han estat més focalitzades.

La Xina manté un creixement relativament sòlid a l'inici del 2026, tot i que continua mostrant un patró desequilibrat i una demanda interna fràgil.

El PIB xinès va créixer amb una mica més de vigor de l'esperat en l'1T, recolzat en la producció industrial i en un fort avanç de les exportacions, especialment en sectors d'alt valor afegit com semiconductors i automoció. Aquest dinamisme reflecteix tant la millora de la

competitivitat externa com l' impuls inversor associat a la tecnologia i la IA. No obstant això, el motor intern continua sent l'esglaió feble. El consum es desaccelera i la inversió privada, tot i que ha deixat enrere les caigudes del 2025, roman en nivells històricament baixos, llastada per la persistent debilitat del sector immobiliari. A diferència de les economies avançades, la inflació es manté clarament continguda, gràcies a uns nivells de partida reduïts i a les mesures adoptades per esmorteir l' impacte de l' encariment energètic. La inflació general i la subjacent se situen al voltant de l'1%, cosa que atorga marge a les autoritats per mantenir una política monetària acomodaticia.

L'economia espanyola resisteix. L'economia espanyola va tancar el primer trimestre de 2026 amb un creixement robust, confirmant una notable capacitat de resistència malgrat el deteriorament de l'entorn geopolític i energètic. El PIB va avançar un 0,6% intertrimestral en l'1T, lleugerament per sobre del previst i només dues dècimes per sota del ritme del trimestre anterior, en un context ja marcat per l'esclat del conflicte al Pròxim Orient. La composició del creixement continua sent, a més, una de les principals fortaleses del cicle: la demanda interna va aportar 0,4 p. p., amb un paper destacat del consum de les llars i de la inversió. Aquesta última va moderar el seu avanç trimestral, però manté un creixement interanual superior al 5%, consolidant el fort impuls dels últims trimestres. La demanda externa també va contribuir en positiu, gràcies a una caiguda més intensa de les importacions que de les exportacions, en un entorn de més proteccionisme i tensions comercials. En paral·lel, el mercat laboral va acompanyar aquest bon to de l'activitat: l'ocupació va augmentar un 0,4% intertrimestral segons l'EPA.

Els primers indicadors disponibles del segon trimestre apunten a una moderació del creixement. Amb dades fins a l'abril, el mercat laboral manté un to sòlid, amb avenços de l'afiliació compatibles amb un creixement de l'ocupació una mica superior al previst a començaments d'any. En l'àmbit del consum, els indicadors d'alta freqüència mostren oscil·lacions rellevants al llarg del mes, en part lligades a factors estacionals, però la seva composició és reveladora: la despesa en oci i restauració continua creixent amb força, igual que el consum en moda, mobles i articles de decoració, categories especialment sensibles a la percepció de l'entorn econòmic. Aquest patró suggereix que, per ara, les llars continuen confiant en la capacitat de l'economia per absorbir el xoc energètic. En contrast, els indicadors de confiança empresarial comencen a reflectir un augment de la incertesa. El PMI de serveis va caure a l'abril fins a zona de contracció, afectat pel deteriorament del clima de confiança, mentre que el PMI manufacturer va repuntar amb claredat i va tornar a terreny expansiu, impulsat per l'augment de comandes per assegurar existències davant el risc de noves disruptcions en les cadenes de subministrament. En aquest context, els riscos sobre l' escenari de previsions s' inclinen progressivament a la baixa i depenen, en gran mesura, de la durada del conflicte i de l' evolució dels preus energètics: com a referència, un augment de 10 dòlars en el preu del cru i de 10 euros en el del gas sol restar al voltant de 0,15 p. p. i 0,10 p. p., respectivament, al creixement del PIB. Actualment, els preus dels futurs per al conjunt de l'any situen el preu mitjà per a aquest any prop de 30 euros per sobre dels nivells esperats abans del conflicte en el cas del cru, i de 15 euros en el del gas.

El turisme internacional mostra una elevada resiliència després de l'esclat del conflicte a l'Iran. Les dades d'alta freqüència de despesa turística amb targetes internacionals indiquen que, lluny de deteriorar-se, el creixement de la despesa es va accelerar al març respecte al febrer. Aquest

comportament s'explica, sobretot, pel dinamisme del turisme procedent dels principals mercats europeus, com Regne Unit, França i Alemanya, que va compensar amb folgança la forta desacceleració del turisme asiàtic, més afectat per les disrupcions en el transport aeri que travessa el Golf. Convé recordar que el pes del turisme asiàtic en el total de la despesa turística a Espanya continua sent reduït, mentre que el turisme europeu concentra prop de tres quartes parts del total. A més, s'ha observat un repunt significatiu de la despesa turística procedent d'Orient Pròxim, possiblement vinculat a la reubicació temporal de residents dels països del Golf. En conjunt, aquestes dades reforcen la idea que, en un escenari de conflicte acotat en el temps, Espanya podria beneficiar-se d'una redirecció de fluxos turístics cap a destinacions percebudes com a assegurances. No obstant això, aquest escenari no està exempt de riscos: una escalada prolongada del conflicte o un encariment persistent del transport aeri podria acabar afectant negativament el sector, especialment si es tradueix en una pèrdua significativa de renda als països emissors.

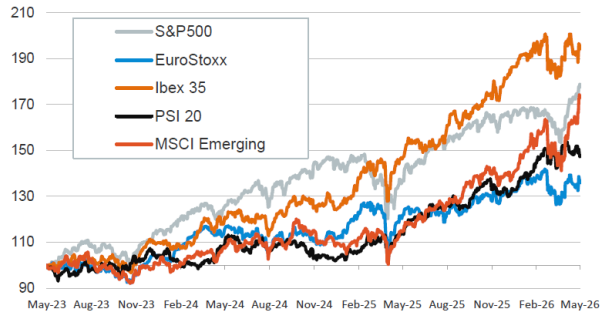
La inflació es manté com el principal canal de transmissió del xoc energètic, tot i que per ara els efectes indirectes continuen sent continguts. A l'abril, la inflació general es va moderar lleugerament, però roman per sobre del 3%, pressionada per l'encariment dels carburants, en particular del gasori. La inflació subjacent va descendir una dècima, fins al 2,8%, cosa que suggereix que, fins ara, el xoc energètic no s'està traslladant de forma significativa al conjunt de preus a través d'efectes de segona ronda.

Oriol Aspachs
Maig de 2026

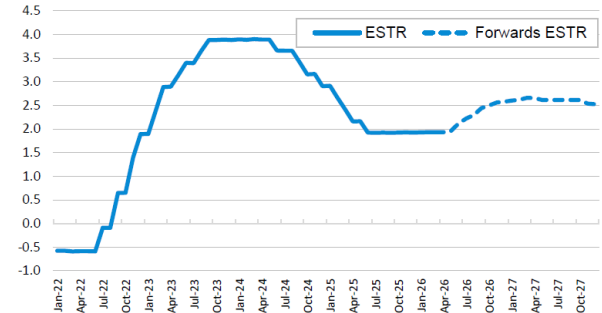
Amb la col·laboració de:



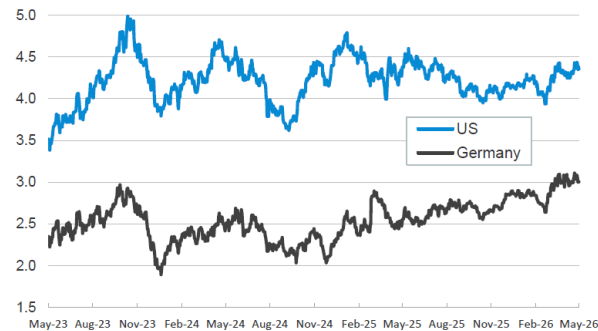
Main stock markets
Index (100=Three years ago)



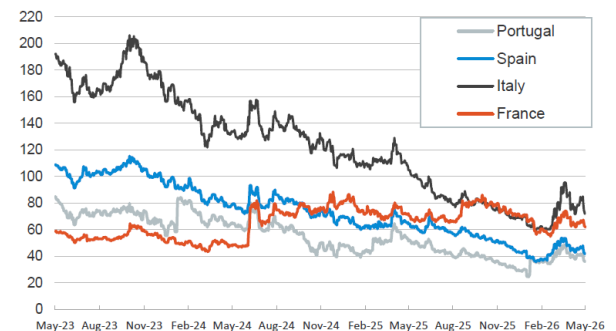
€STR: historical data and forwards
(%)



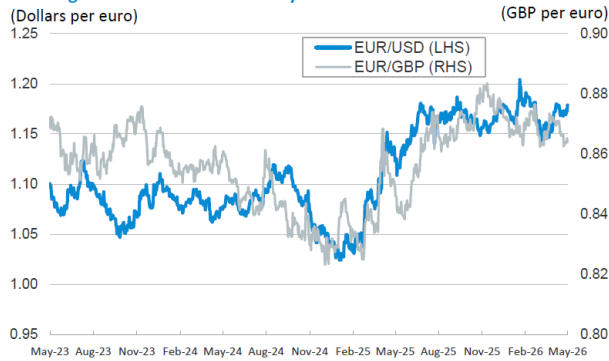
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany
(%)



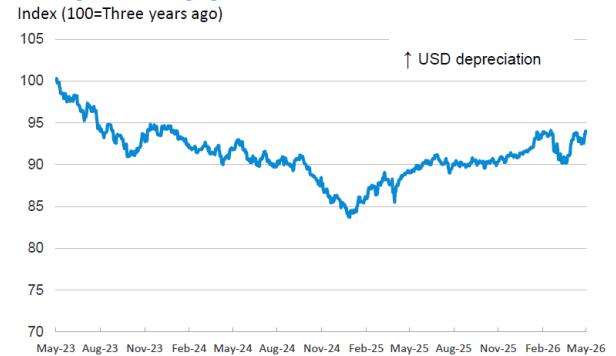
Risk Premium on 10-year debt: France, Italy, Spain, and Portugal
(basis points)



Exchange rate: Advanced-economy currencies



Exchange rate: Emerging economies Index



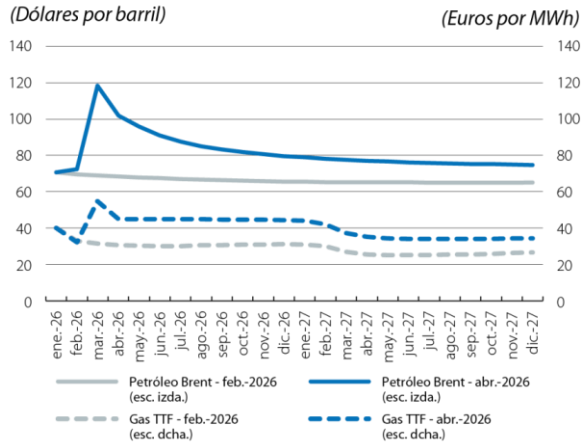
Brent oil price
(US\$/barrel)



Dutch TTF Natural gas price

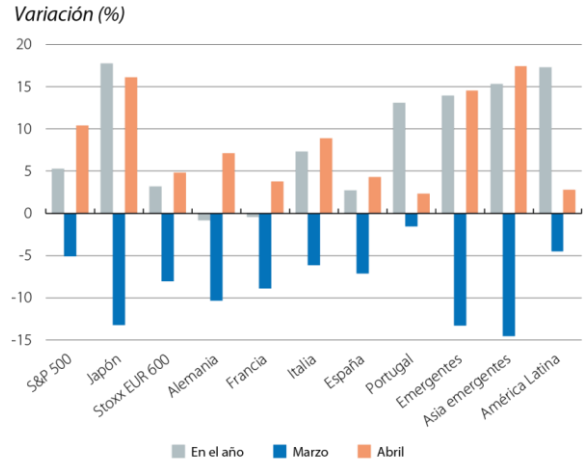


Petróleo y gas: curvas de futuros



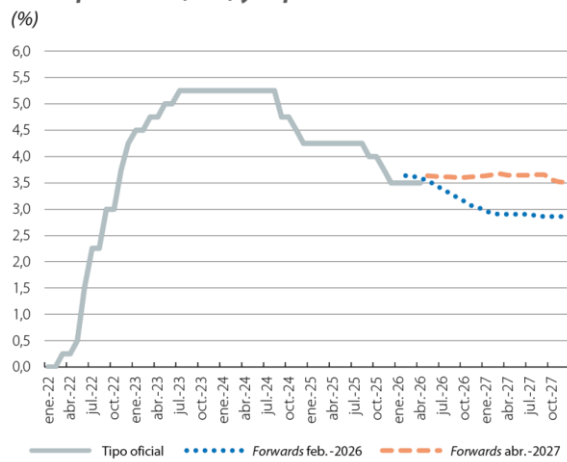
Nota: Los precios de referencia de petróleo y gas son futuros a 2 y 1 mes vista, respectivamente (p. ej., los precios de mar.-2026 corresponden a futuros referenciados a mayo [Brent] y abril [TTF]).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Bolsas internacionales: desempeño en 2026



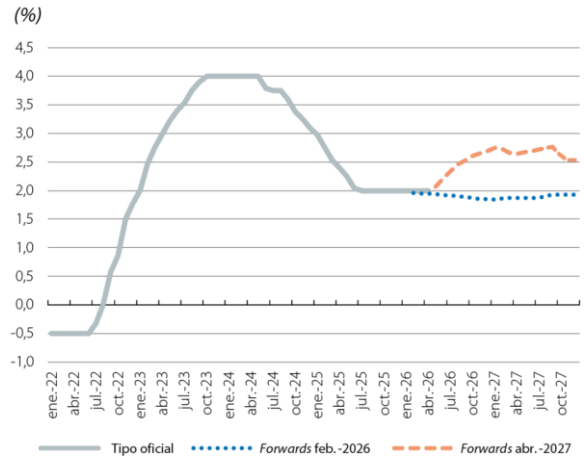
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Fed: tipo oficial (FFR) y expectativas



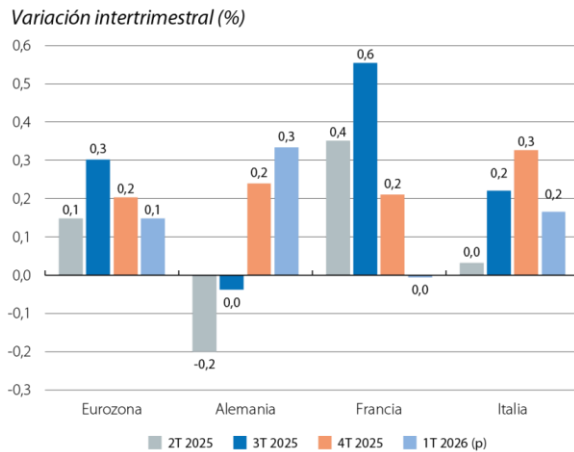
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

BCE: tipo oficial (depo) y expectativas



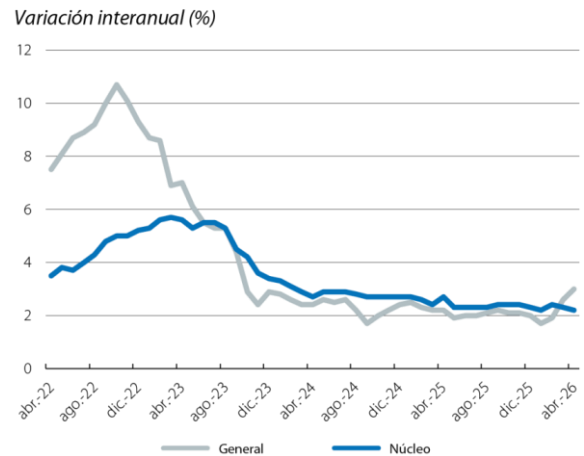
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Eurozona: PIB



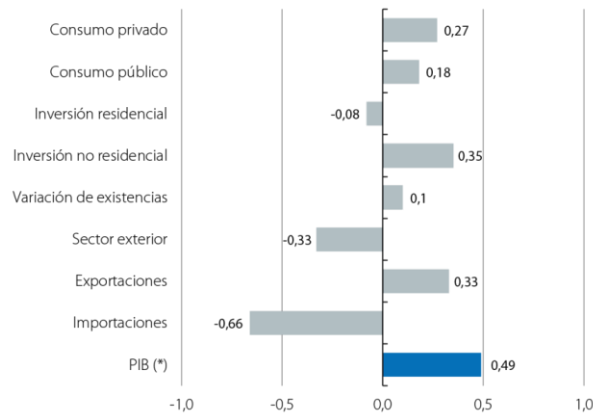
Nota: (p) dato preliminar.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: IPCA



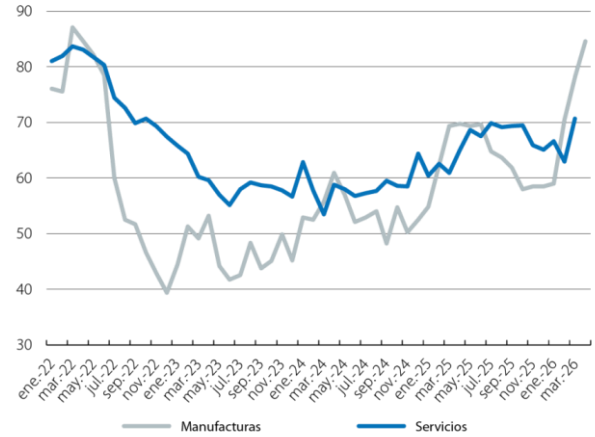
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

EE. UU.: PIB y componentes del 1T 2026
Contribución al crecimiento intertrimestral (p. p.)



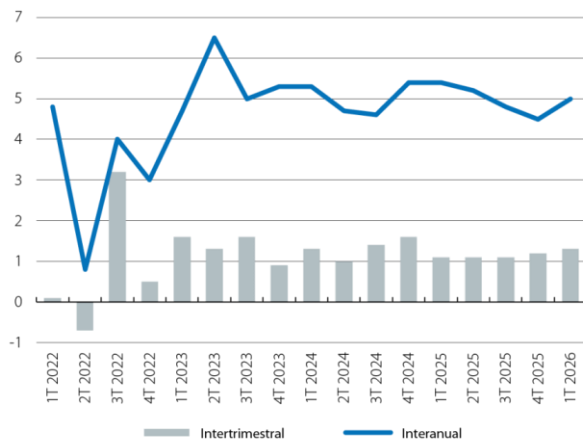
Nota: * Variación intertrimestral.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

EE. UU.: ISM
Índice (>50 aumento; <50 descenso)



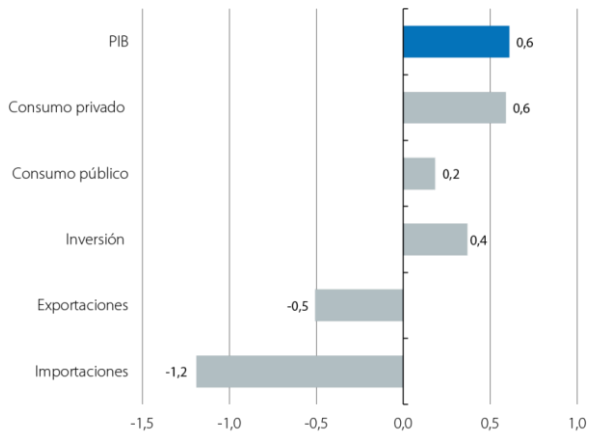
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del ISM.

China: PIB
Variación (%)



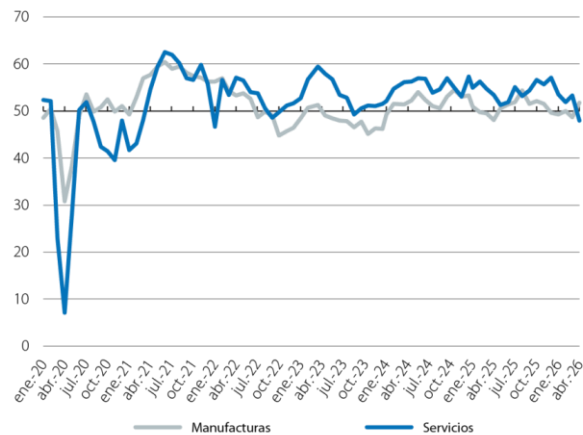
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadísticas de China.

España: PIB y sus componentes
Variación intertrimestral en el 1T 2026 (%)



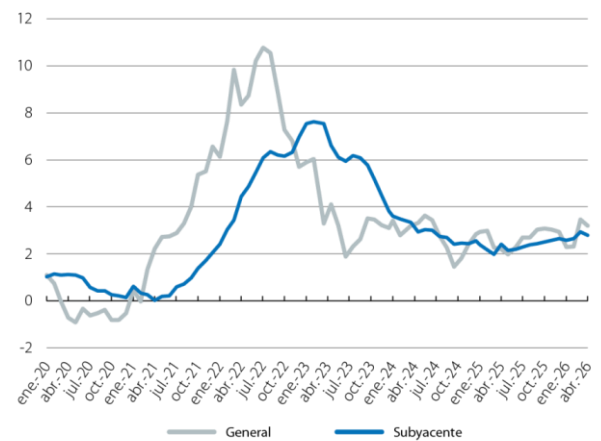
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: PMI
Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

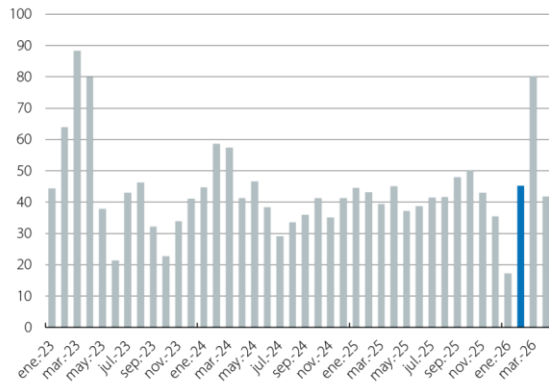
España: IPC
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: afiliados a la Seguridad Social*

Variación intermensual (miles de personas)

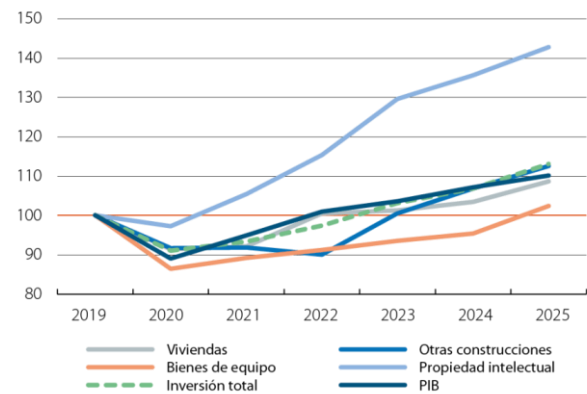


Nota: * Serie corregida de estacionalidad.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

España: inversión por tipo de activo

Índice (100 = 2019)

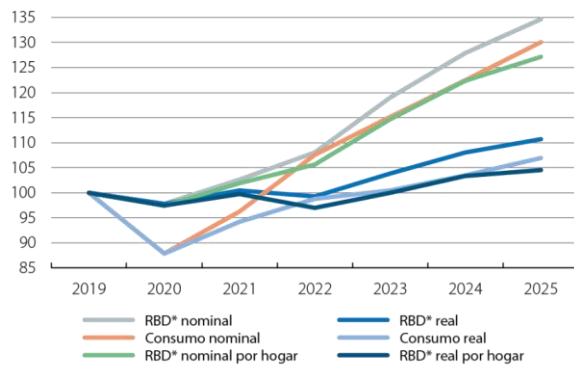


Nota: Datos en términos reales.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: renta bruta disponible y consumo de los hogares

Índice (100 = 2019)

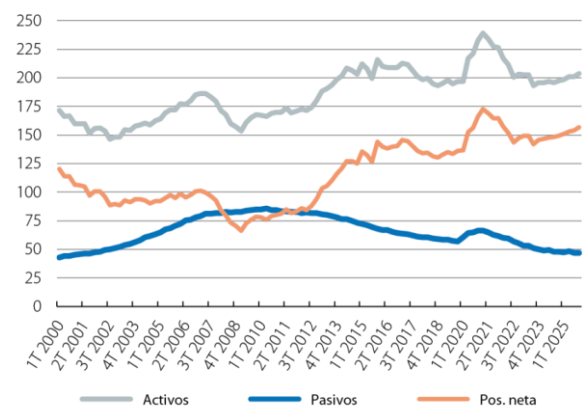


Notas: Datos desestacionalizados. * Renta bruta disponible.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: balance financiero de los hogares

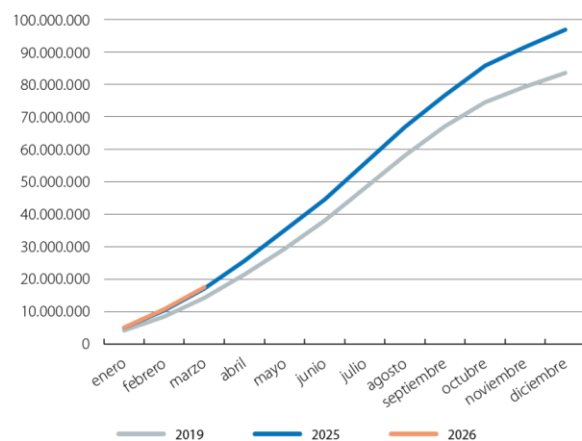
(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

España: número de turistas internacionales

Personas (acumulado)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Gasto turístico internacional por origen

Variación interanual (%)

	Febrero 2026	Marzo 2026	Diferencia marzo-febrero
Total	10,7	11,2	0,5
Reino Unido	9,4	14,3	4,9
Francia	8,3	15,0	6,7
Alemania	7,8	12,5	4,8
Italia	12,1	7,3	-4,8
Resto Europa Occidental	7,0	9,6	2,6
EE. UU.	8,6	9,8	1,1
Latinoamérica	26,6	24,8	-1,8
China	40,4	-8,9	-49,3
Corea del Sur	16,4	2,7	-13,7
Japón	29,7	-1,5	-31,3
Resto de Asia y Oceanía	28,9	4,3	-24,5
Oriente Próximo	-1,8	12,7	14,6

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