

El Cercle d'Economia, juntamente con CaixaBank Research, os ofrece cada mes un breve análisis de la situación económica global.

Las claves económicas del mes de mayo de 2026

Ormuz, el tiempo juega en contra

Oriol Aspachs, Director de Economía Española en CaixaBank Research

Ormuz, de momento, no condiciona los mercados. El cierre del estrecho de Ormuz mantiene la energía en el primer plano del escenario macroeconómico, con precios elevados y una volatilidad que refleja la dificultad para valorar el riesgo geopolítico. Desde marzo, la Agencia Internacional de la Energía estima que se ha perdido alrededor del 10% de la oferta mundial de petróleo, un déficit que, por ahora, se ha amortiguado gracias a las existencias acumuladas. En este contexto, el Brent se ha mantenido por encima de los 100 dólares durante buena parte del último mes, alternando episodios de distensión por debajo de los 90 dólares con otros en los que se han superado los 120, en un vaivén que evidencia la fragilidad del equilibrio actual. En el mercado del gas, la referencia europea TTF ha cotizado en la banda de 40-50 euros por MWh, niveles claramente superiores a los previos al conflicto, aunque lejos de los máximos históricos de 2022. Los mercados de futuros apuntan a un precio medio del Brent cercano a los 90/95 dólares en 2026 y del gas en torno a 45 euros, lo que supone incrementos entre el 35% y el 40% respecto al escenario preconflicto, con una moderación gradual prevista para 2027.

Pese a la elevada incertidumbre geopolítica y al encarecimiento de la energía, los mercados financieros muestran una notable capacidad de resistencia y recuperan el apetito por el riesgo. Durante abril, las bolsas se desmarcaron del tono más adverso del entorno macro y volvieron al terreno de las ganancias, apoyadas en varios factores. En Estados Unidos, el S&P 500 alcanzó nuevos máximos históricos, impulsado por el sector tecnológico y por el buen comportamiento de segmentos cíclicos, mientras que en Europa el rebote fue amplio y permitió al Stoxx 600 volver a terreno positivo en el acumulado del año. En los mercados emergentes, el tono fue incluso más constructivo, con avances cercanos al 15% en Asia y América Latina en lo que va de 2026. Este comportamiento ha estado respaldado por una temporada de resultados sólida: una amplia mayoría de las empresas estadounidenses y cerca de la mitad de las europeas han superado las expectativas en ventas y beneficios.

Los tipos de interés consolidan un alza moderada, reflejando el impacto del shock energético y un giro más restrictivo en el mensaje de los bancos centrales. A ambos lados del Atlántico, las rentabilidades

soberanas han repuntado por el aumento de las expectativas de inflación y el cambio de dirección de la política monetaria. En Estados Unidos, la Reserva Federal mantuvo los tipos en el rango 3,50%-3,75% en su última reunión, y adoptó un tono cauto, mostrando preocupación por la inflación y una menor disposición a retomar las bajadas de tipos en 2026. De hecho, ya no se espera que la Fed siga bajando tipos este año. En la eurozona, el BCE también mantuvo el tipo de depósito en el 2,00%, aunque reconoció que se debatió una subida y dejó entrever una probabilidad relevante de endurecimiento en la reunión de junio. Los mercados cotizan entre dos y tres subidas de 0,25 p.p. este año. En este contexto, las primas de riesgo de la periferia se han mantenido contenidas.

Actividad económica global: entre la resiliencia americana, la fragilidad europea y el modelo chino.

La economía estadounidense afronta el shock energético desde una posición de fortaleza cíclica, aunque empiezan a aflorar tensiones inflacionistas. Tras un cierre de 2025 condicionado por el *shutdown*, EE. UU. arrancó 2026 con un avance relativamente sólido del PIB en el 1T, apoyado principalmente en la demanda interna. El consumo privado mantuvo un ritmo robusto, mientras que el gasto público se normalizó tras el parón administrativo y la inversión volvió a erigirse en el principal motor del crecimiento, impulsada por la expansión ligada a la inteligencia artificial. La inversión en equipos informáticos, *software* e I+D aportó una fracción significativa al crecimiento trimestral, reforzando la narrativa de un ciclo todavía dinámico. Los indicadores de confianza empresarial corroboran este diagnóstico: los PMI de abril se consolidaron en niveles compatibles con crecimientos similares o incluso superiores a los del primer trimestre, con un ISM manufacturero en máximos desde 2022. Sin embargo, este buen tono contrasta con un deterioro progresivo de la confianza de los consumidores, muy sensible al encarecimiento de la gasolina. La inflación general repuntó con fuerza en marzo por el componente energético, situándose por encima del 3%, mientras que la núcleo se mantiene en el 2,6%. Este repunte, junto con el aumento de los componentes de precios en los indicadores de actividad, apunta a presiones inflacionistas adicionales en los próximos meses y explica el tono más cauto de la Reserva Federal.

La eurozona encara el nuevo shock energético desde una posición más frágil, con una actividad que ya mostraba signos de debilidad y una inflación que vuelve a repuntar por la energía. El crecimiento del PIB se moderó en el 1T y confirma que la región partía de una base menos sólida que EE. UU. antes del estallido del conflicto en Oriente Próximo. Alemania logró un crecimiento modesto, Francia se estancó e Italia avanzó de forma contenida, configurando un arranque de año débil en el agregado. Los indicadores adelantados del 2T refuerzan este diagnóstico: los PMI de abril retrocedieron a zona contractiva y el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea encadenó varios meses de caídas hasta mínimos desde 2020. En este contexto, la inflación general ha repuntado y en abril alcanzó el 3,0%, impulsada por el aumento de los precios energéticos. La núcleo, de momento, se mantiene contenida en el 2,2%. A diferencia de episodios anteriores, la capacidad de respuesta fiscal es ahora más limitada y las medidas de apoyo han sido más focalizadas.

China mantiene un crecimiento relativamente sólido en el inicio de 2026, aunque sigue mostrando un patrón desequilibrado y una demanda interna frágil. El PIB chino creció con algo más de vigor de lo esperado en el 1T, apoyado en la producción industrial y en un fuerte avance de las exportaciones, especialmente en sectores de alto valor añadido como semiconductores y automoción. Este dinamismo

refleja tanto la mejora de la competitividad externa como el impulso inversor asociado a la tecnología y la IA. Sin embargo, el motor interno continúa siendo el eslabón débil. El consumo se desacelera y la inversión privada, aunque ha dejado atrás las caídas de 2025, permanece en niveles históricamente bajos, lastrada por la persistente debilidad del sector inmobiliario. A diferencia de las economías avanzadas, la inflación se mantiene claramente contenida, gracias a unos niveles de partida reducidos y a las medidas adoptadas para amortiguar el impacto del encarecimiento energético. La inflación general y la subyacente se sitúan en torno al 1%, lo que otorga margen a las autoridades para mantener una política monetaria acomodaticia.

La economía española resiste. La economía española cerró el primer trimestre de 2026 con un crecimiento robusto, confirmando una notable capacidad de resistencia pese al deterioro del entorno geopolítico y energético. El PIB avanzó un 0,6% intertrimestral en el 1T, ligeramente por encima de lo previsto y solo dos décimas por debajo del ritmo del trimestre anterior, en un contexto ya marcado por el estallido del conflicto en Oriente Próximo. La composición del crecimiento sigue siendo, además, una de las principales fortalezas del ciclo: la demanda interna aportó 0,4 p. p., con un papel destacado del consumo de los hogares y de la inversión. Esta última moderó su avance trimestral, pero mantiene un crecimiento interanual superior al 5%, consolidando el fuerte impulso de los últimos trimestres. La demanda externa también contribuyó en positivo, gracias a una caída más intensa de las importaciones que de las exportaciones, en un entorno de mayor proteccionismo y tensiones comerciales. En paralelo, el mercado laboral acompañó este buen tono de la actividad: el empleo aumentó un 0,4% intertrimestral según la EPA.

Los primeros indicadores disponibles del segundo trimestre apuntan a una moderación del crecimiento. Con datos hasta abril, el mercado laboral mantiene un tono sólido, con avances de la afiliación compatibles con un crecimiento del empleo algo superior al previsto a comienzos de año. En el ámbito del consumo, los indicadores de alta frecuencia muestran oscilaciones relevantes a lo largo del mes, en parte ligadas a factores estacionales, pero su composición es reveladora: el gasto en ocio y restauración continúa creciendo con fuerza, al igual que el consumo en moda, muebles y artículos de decoración, categorías especialmente sensibles a la percepción del entorno económico. Este patrón sugiere que, por ahora, los hogares siguen confiando en la capacidad de la economía para absorber el shock energético. En contraste, los indicadores de confianza empresarial comienzan a reflejar un aumento de la incertidumbre. El PMI de servicios cayó en abril hasta zona de contracción, afectado por el deterioro del clima de confianza, mientras que el PMI manufacturero repuntó con claridad y regresó a terreno expansivo, impulsado por el aumento de pedidos para asegurar existencias ante el riesgo de nuevas disrupciones en las cadenas de suministro. En este contexto, los riesgos sobre el escenario de previsiones se inclinan progresivamente a la baja y dependen, en gran medida, de la duración del conflicto y de la evolución de los precios energéticos: como referencia, un aumento de 10 dólares en el precio del crudo y de 10 euros en el del gas suele restar alrededor de 0,15 p. p. y 0,10 p. p., respectivamente, al crecimiento del PIB. Actualmente, los precios de los futuros para el conjunto del año sitúan el precio promedio para este año cerca de 30 euros por encima de los niveles esperados antes del conflicto en el caso del crudo, y de 15 euros en el del gas.

El turismo internacional muestra una elevada resiliencia tras el estallido del conflicto en Irán. Los datos de alta frecuencia de gasto turístico con tarjetas internacionales indican que, lejos de deteriorarse, el crecimiento del gasto se aceleró en marzo respecto a febrero. Este comportamiento se explica, sobre todo, por el dinamismo del turismo procedente de los principales mercados europeos, como Reino Unido, Francia y Alemania, que compensó con holgura la fuerte desaceleración del turismo asiático, más afectado por las interrupciones en el transporte aéreo que atraviesa el Golfo. Conviene recordar que el peso del turismo asiático en el total del gasto turístico en España sigue siendo reducido, mientras que el turismo europeo concentra cerca de tres cuartas partes del total. Además, se ha observado un repunte significativo del gasto turístico procedente de Oriente Próximo, posiblemente vinculado a la reubicación temporal de residentes de los países del Golfo. En conjunto, estos datos refuerzan la idea de que, en un escenario de conflicto acotado en el tiempo, España podría beneficiarse de una redirección de flujos turísticos hacia destinos percibidos como seguros. No obstante, este escenario no está exento de riesgos: una escalada prolongada del conflicto o un encarecimiento persistente del transporte aéreo podría acabar afectando negativamente al sector, especialmente si se traduce en una pérdida significativa de renta en los países emisores.

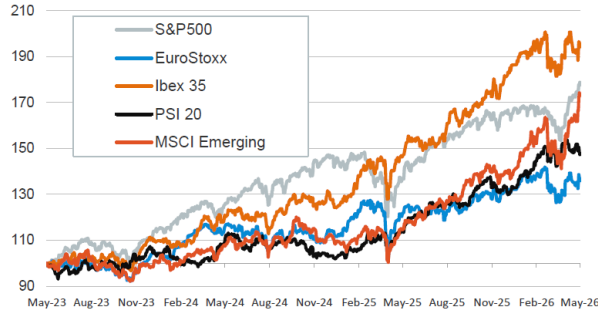
La inflación se mantiene como el principal canal de transmisión del shock energético, aunque por ahora los efectos indirectos siguen siendo contenidos. En abril, la inflación general se moderó ligeramente, pero permanece por encima del 3%, presionada por el encarecimiento de los carburantes, en particular del gasóleo. La inflación subyacente descendió un décimo, hasta el 2,8%, lo que sugiere que, hasta la fecha, el shock energético no se está trasladando de forma significativa al conjunto de precios a través de efectos de segunda ronda.

Oriol Aspachs
Mayo de 2026

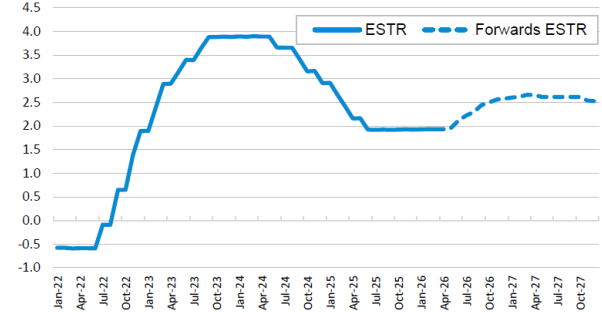
Con la colaboración de:



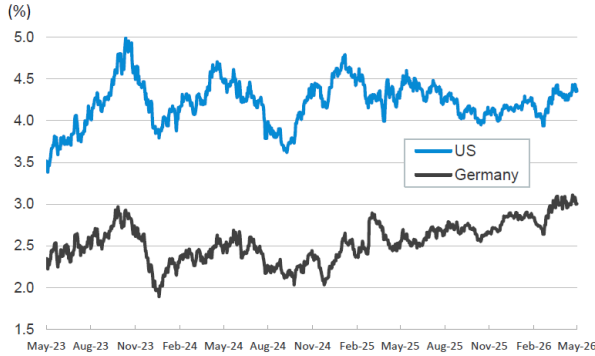
Main stock markets
Index (100=Three years ago)



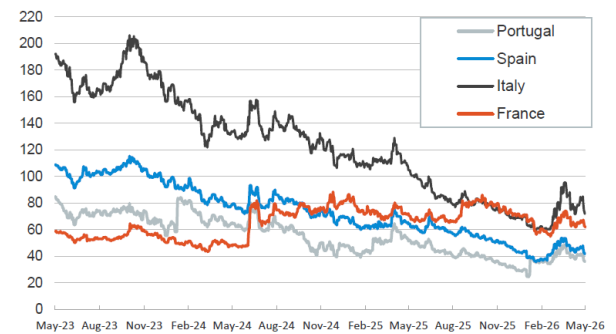
€STR: historical data and forwards
(%)



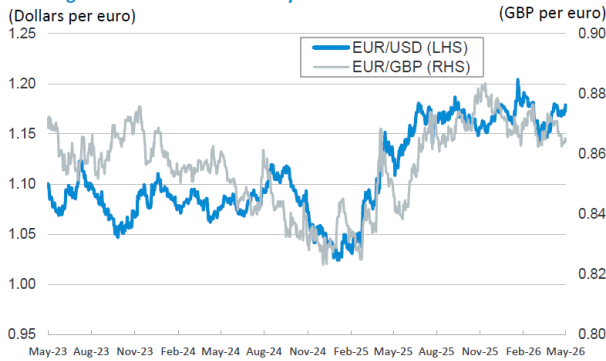
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany



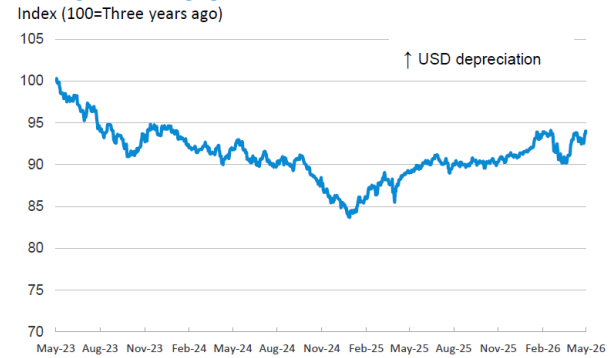
Risk Premium on 10-year debt: France, Italy, Spain, and Portugal
(basis points)



Exchange rate: Advanced-economy currencies



Exchange rate: Emerging economies Index



Brent oil price
(US\$/barrel)

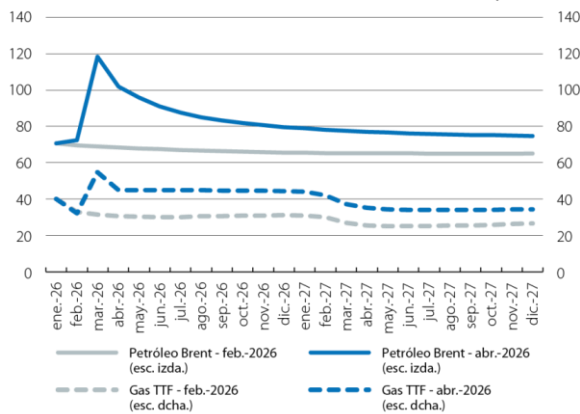


Dutch TTF Natural gas price



Petróleo y gas: curvas de futuros

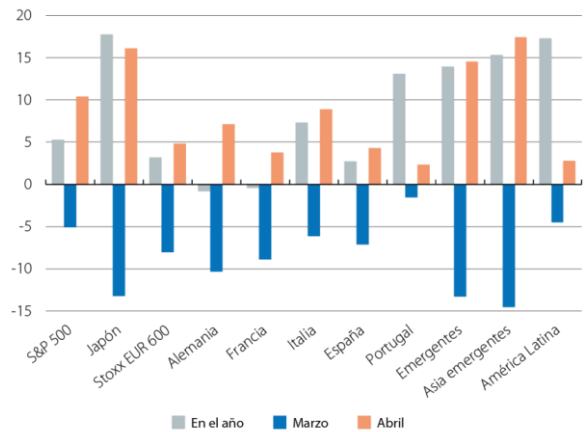
(Dólares por barril) (Euros por MWh)



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

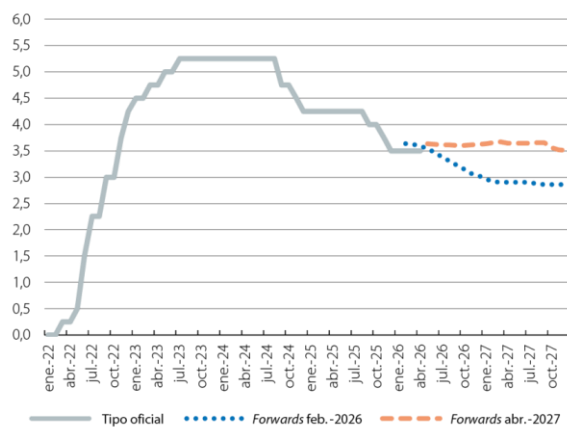
Variación (%)



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

Fed: tipo oficial (FFR) y expectativas

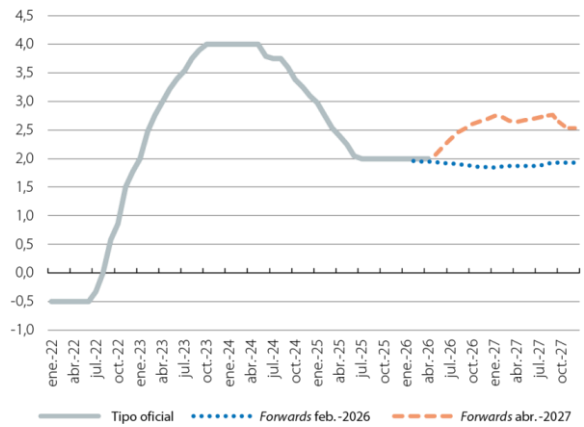
(%)



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

BCE: tipo oficial (depo) y expectativas

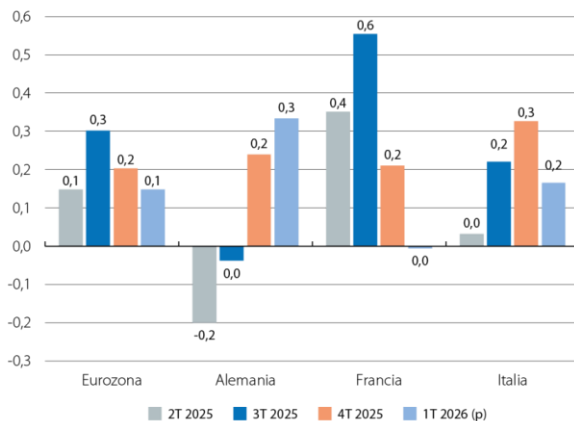
(%)



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

Eurozona: PIB

Variación intertrimestral (%)

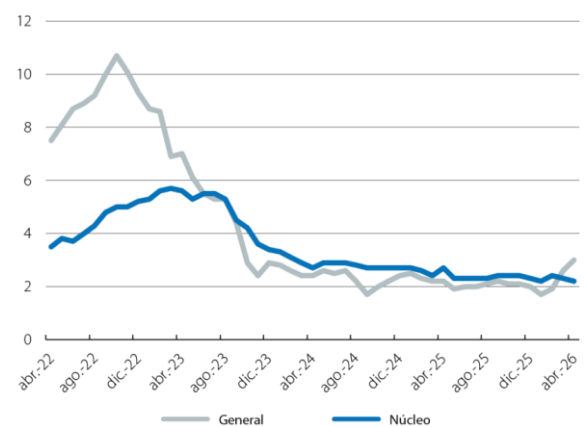


Nota: (p) dato preliminar.

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

Eurozona: IPCA

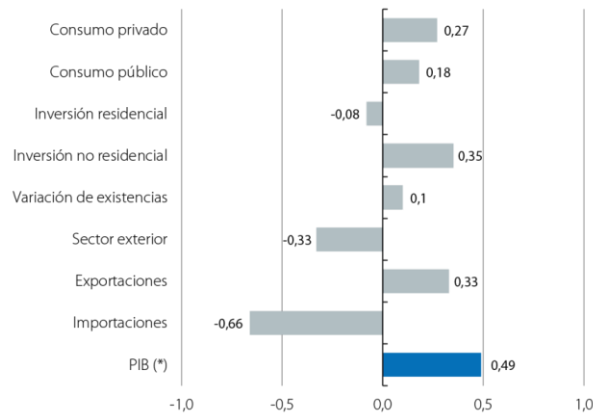
Variación interanual (%)



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

EE. UU.: PIB y componentes del 1T 2026

Contribución al crecimiento intertrimestral (p. p.)

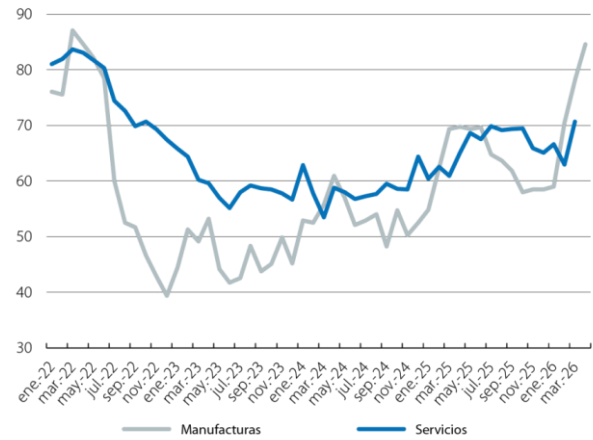


Nota: * Variación intertrimestral.

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

EE. UU.: ISM

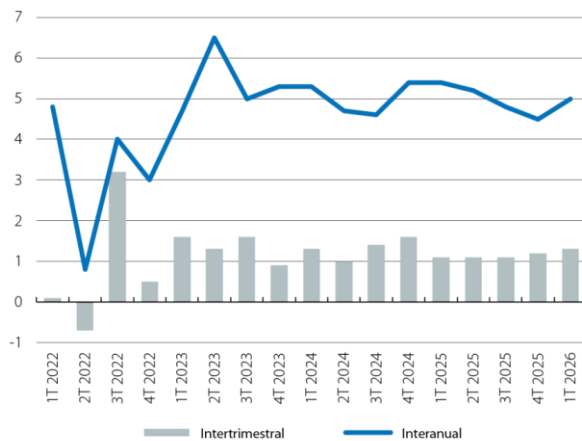
Índice (>50 aumento; <50 descenso)



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

China: PIB

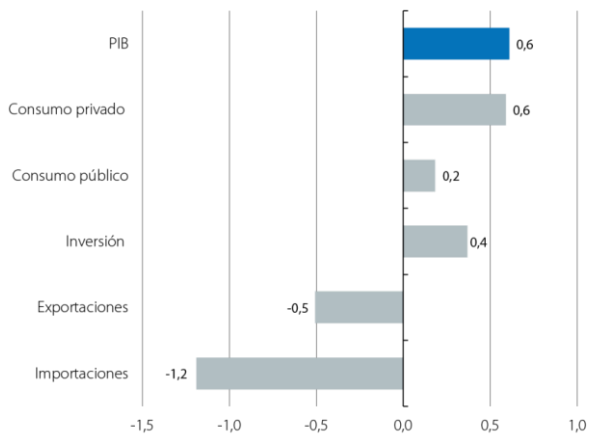
Variación (%)



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

España: PIB y sus componentes

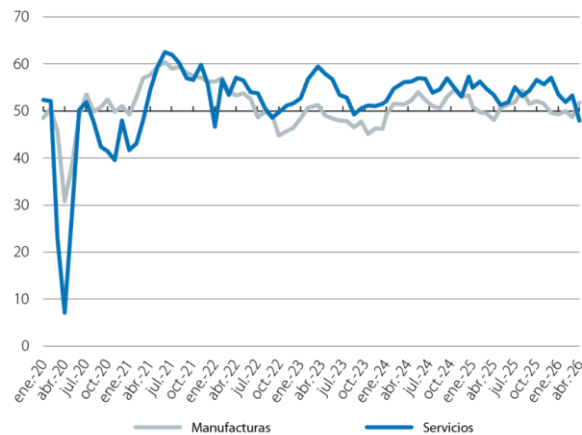
Variación intertrimestral en el 1T 2026 (%)



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

España: PMI

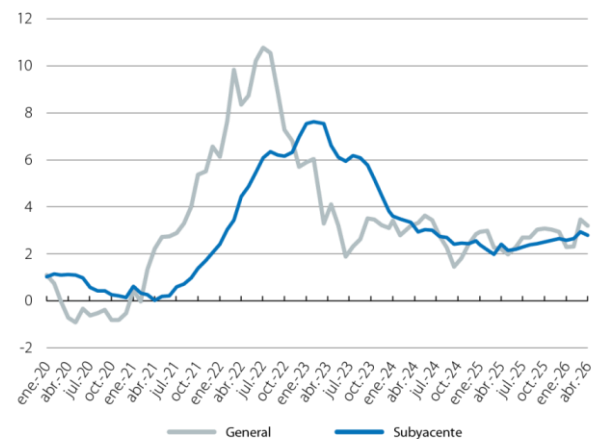
Nivel



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

España: IPC

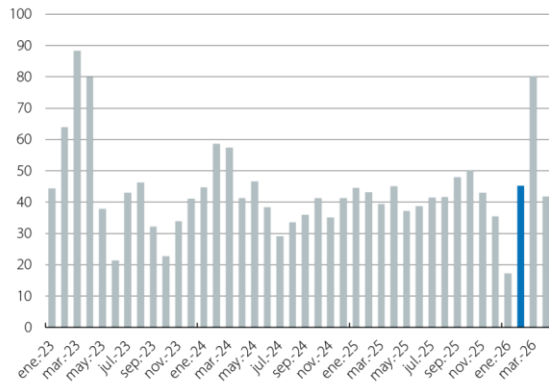
Variación interanual (%)



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

España: afiliados a la Seguridad Social*

Variación intermensual (miles de personas)

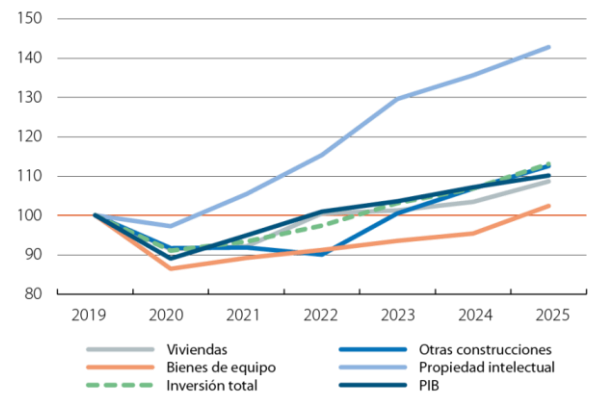


Nota: * Serie corregida de estacionalidad.

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

España: inversión por tipo de activo

Índice (100 = 2019)

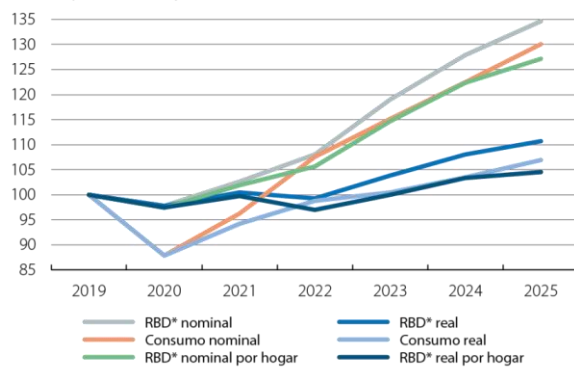


Nota: Datos en términos reales.

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

España: renta bruta disponible y consumo de los hogares

Índice (100 = 2019)

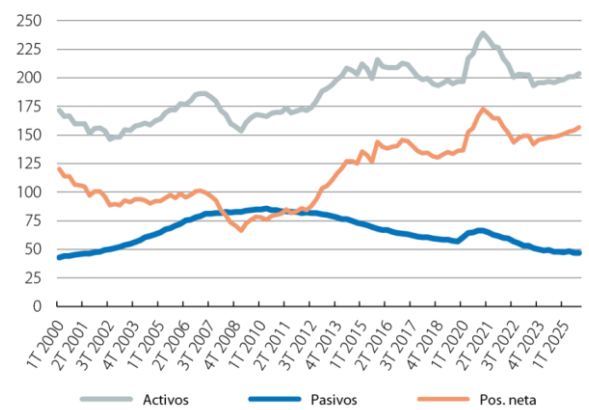


Notas: Datos desestacionalizados. * Renta bruta disponible.

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

España: balance financiero de los hogares

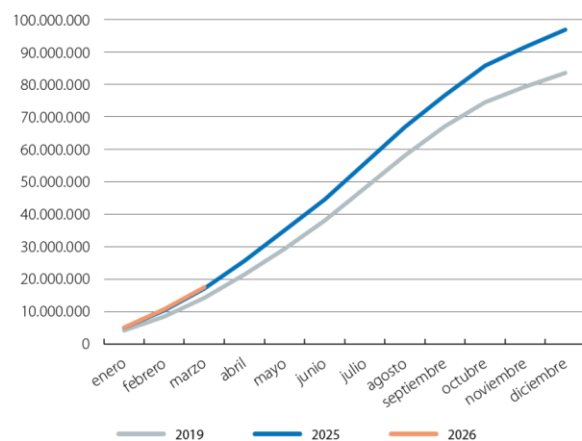
(% del PIB)



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.