



JCD

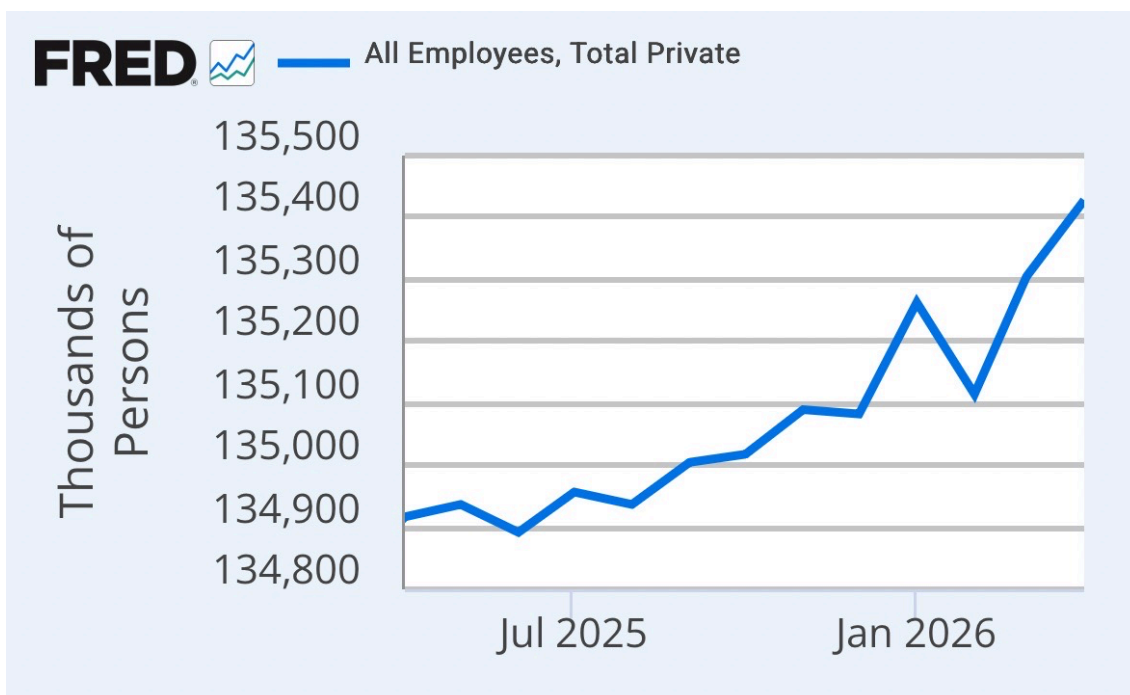
MAYO 2026

Continúa la Guerra

Tras dos meses de que comenzara la Guerra en Irán, el estrecho de Ormuz sigue cerrado y buena parte del suministro de petróleo y gas licuado se ha reducido drásticamente. China es el país más afectado, al recibir el 80% del petróleo iraní, y la mayor parte del gas de Qatar se dirige a Asia. Pero China y también Corea tienen elevadas reservas estratégicas de crudo y no hay riesgo de abastecimiento a corto plazo para su sector industrial, lo cual podría provocar problemas en las cadenas de suministros globales.

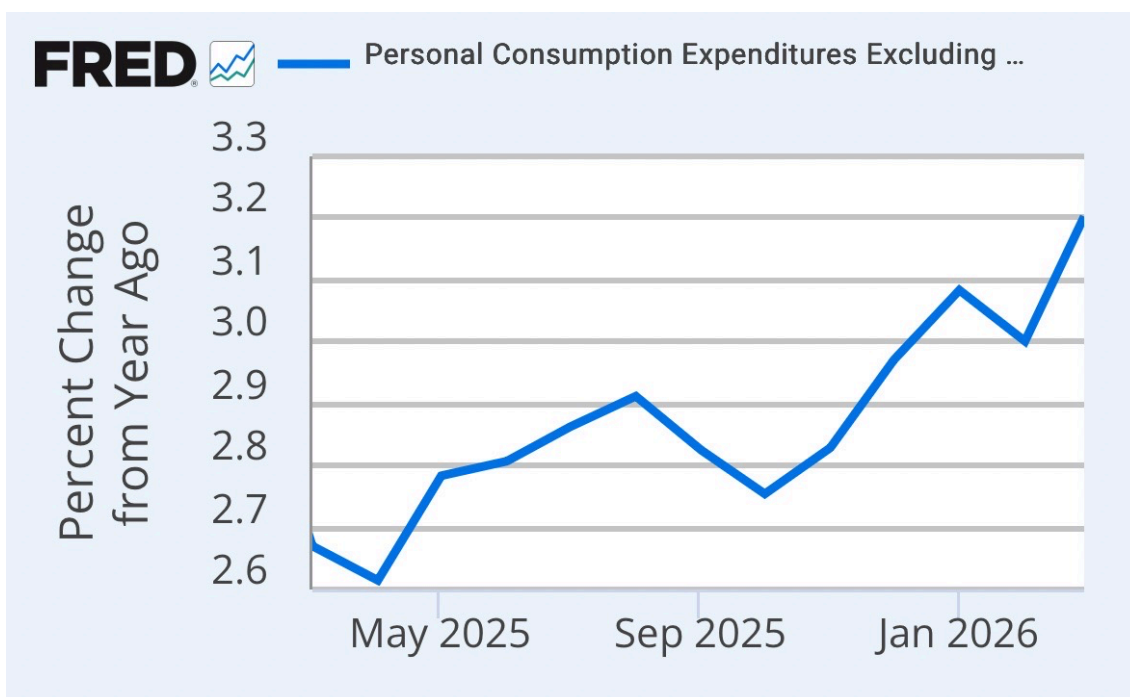
No obstante, si el Estrecho sigue cortado dos meses más la economía mundial podría enfrentarse a una crisis energética intensa. Salvo el precio del petróleo que se ha doblado y está próximo a 100 dólares el barril, el precio del gas en Europa aumentó un 50%, pero el resto de mercados financieros apenas han incorporado primas de riesgo por la Guerra. La bolsa de EEUU está por encima de febrero y en máximos históricos, la rentabilidad del bono a 10 años de deuda pública ha repuntado ligeramente desde febrero, pero sigue por debajo de sus niveles de hace un año y no refleja ningún temor a la inflación y el dólar está estable próximo a 1,18 contra el euro.

Los inversores descuentan que la crisis será transitoria y que pronto se abrirá el estrecho y los precios del petróleo y gas se normalizarán. Militarmente la estrategia de desgastar a Irán está funcionando y la sensación es que la guerra puede terminar en cualquier momento. Trump ya anunció que el siguiente país en intervenir será Cuba y recientemente dijo que irá con el portaviones Abraham Lincoln que está operando en Oriente Medio. La primera semana de mayo EEUU ya ha restringido el espacio aéreo cubano para aviones comerciales, como hizo en Venezuela un mes antes de su intervención. **Si al final la Guerra se prolonga y hay problemas de suministros tendría un impacto muy negativo sobre las expectativas y los precios de los activos. Pero lo que refleja de nuevo esta crisis es que el nivel de aversión al riesgo de los inversores mundiales está en mínimos históricos y eso es un riesgo en sí mismo.**



En EEUU el empleo ha vuelto a repuntar y en el último año se han creado casi un millón y medio de empleos. La política proteccionista ha provocado un fuerte aumento de las exportaciones americanas que crecen a tasa de dos dígitos y una caída de las importaciones que caen un 15%.

Aún así, el empleo industrial sigue cayendo, 60.000 trabajadores menos en el último año, por lo que la recuperación del empleo no se debe a esas medidas. El sector tecnológico también ha destruido unos 100.000 empleos y no ayuda a explicar el crecimiento total del empleo. Y el sector público también ha destruido otros 200.000 empleos en el último año.



Las políticas de aranceles y la depreciación del dólar han provocado un aumento de la inflación en EEUU. En el gráfico anterior se refleja el repunte en la inflación subyacente, excluyendo alimentos y energía que ha superado ya el 3%.

Seguramente aún no refleja completamente el impacto total de la subida de aranceles que van a pagar los consumidores. Y a eso hay que añadir la inflación de alimentos y la de la energía y, especialmente, el precio de la gasolina, al que los consumidores americanos son muy sensibles. Aún así, el nuevo dinamismo del mercado de trabajo y la baja tasa de paro mantendrá el poder de negociación de salarios de los trabajadores y eso les permitirá proteger su poder adquisitivo y el crecimiento del consumo privado.

En el 1tr26 el consumo privado mostró debilidad y fue la inversión la que creció con algo más de intensidad. La caída de las importaciones permitieron un crecimiento del PIB del 2% anualizado, por encima del trimestre anterior y similar al del 4tr24, antes de llegar Trump a la Casa Blanca.

En Europa la economía estuvo casi estancada en el 1tr26, aunque hay diferencias entre los países. Francia crecía próximo al 25% anualizado en el primer semestre de 2025 y se ha frenado en seco en el 1tr26. Italia mantiene un crecimiento débil próximo al 1% anualizado. Alemania flirteó con la recesión en el primer semestre de 2025 y, en contra de lo previsto, creció en el 1tr26 próxima al 15% anualizado.

Hace una década Alemania producía 6 millones de coches al año y ha bajado a cerca de 4 millones en 2025. A la competencia china se suman los aranceles de Trump del pasado año y ha vuelto a amenazar con más aranceles a los coches europeos. Desde 2023 la producción de coches ha caído un 5% pero la producción industrial se mantiene estancada. El Gobierno alemán ha aprobado planes de fuerte aumento de gasto en defensa y está primando a su industria. Rheinmetall ha pasado de producir 70.000 proyectiles de artillería de 155 mm a más de un millón en 2025 y, sólo esta empresa, ha creado 10.000 empleos en los tres últimos años.

España moderó su crecimiento en el 1tr26 hasta el 2,5% anualizado pero sigue siendo la economía más dinámica de las cuatro grandes. El consumo privado moderó su dinamismo pero sigue aportando la mitad del crecimiento, la inversión apenas aportó al crecimiento del PIB y la sorpresa fue por la caída de las importaciones y aportaron casi el 80% del crecimiento del 1tr26.

Las exportaciones de bienes cayeron con fuerza y tuvieron una contribución negativa también de 5 décimas en el PIB y, por lo tanto, se compensó con la caída de importaciones. Las alegrías en comercio exterior vienen por la exportación de servicios, especialmente no turísticos que aportaron un tercio del crecimiento del PIB en el 1tr26 y otra décima el turismo que crece menos pero crece.

La **productividad** española lleva 30 años **prácticamente plana**

PIB real, horas trabajadas, productividad y salario real en España (1995 = 100)

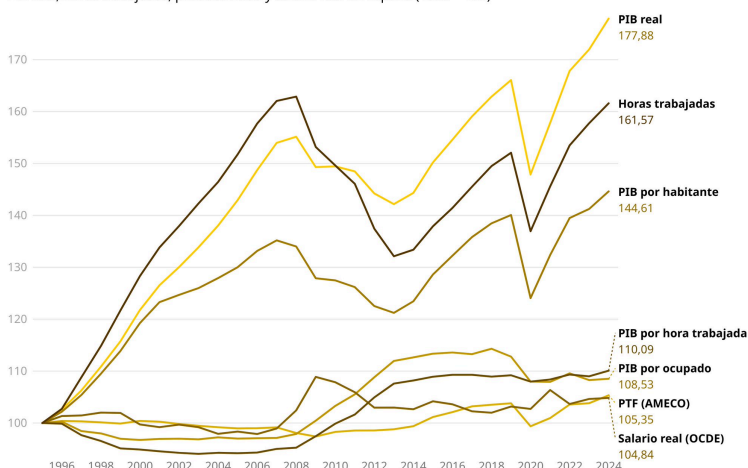


Gráfico: Centro Ruth Richardson (Universidad de las Hespérides) • Fuente: INE (Contabilidad Nacional Anual, Revisión Estadística 2024), AMECO (Comisión Europea) y OCDE (Average Annual Wages).



El problema de España no es de crecimiento sino de calidad del mismo. En el gráfico anterior se ve la función de producción de la economía española de los últimos 30 años. Las devaluaciones y las reformas de los años noventa provocaron un shock de crecimiento muy intenso hasta 2007, pero la productividad cayó en ese periodo y eso

explica que los salarios reales, descontada la inflación también cayeran. Todo el crecimiento en esa década lo explica el aumento de la población, principalmente inmigrante, y las horas trabajadas. La economía registró un fuerte ajuste entre 2008 y 2013 y la productividad subió por la destrucción de empleo y por el aumento de los trabajos a tiempo parcial y el ajuste de horas trabajadas. **La PTF, productividad total de los factores, refleja la innovación y se observa cómo las empresas españolas apenas han incorporado tecnología e innovación en sus procesos desde 1996, en uno de los periodos de mayor desarrollo tecnológico de la historia de la humanidad.**

Desde 2013, la economía española está replicando el modelo de crecimiento del periodo 1996 a 2008. La diferencia es que ahora lo hace con superávit exterior y reduciendo la deuda externa y la deuda privada, aunque la deuda pública sigue subiendo, principalmente para financiar el déficit del sistema público de pensiones provocado por el envejecimiento de la población. La productividad por ocupado ha caído desde 2018, la productividad por hora trabajada está estancada desde 2014, la PTF y la innovación no crece desde 2016.

La economía española tiene el efecto hámster, crea mucho empleo pero para dar vueltas en una noria dentro de una jaula y no progresar nada en salarios reales. Este modelo es la principal causa de la crisis social, política e institucional que comenzó en 2008 y que sigue empeorando.

Modificaciones presupuestarias

Cambios realizados por el Gobierno central sobre los presupuestos iniciales de cada año hasta el mes de marzo. Datos en millones de euros

■ Ampliación de partidas ■ Transferencias entre partidas

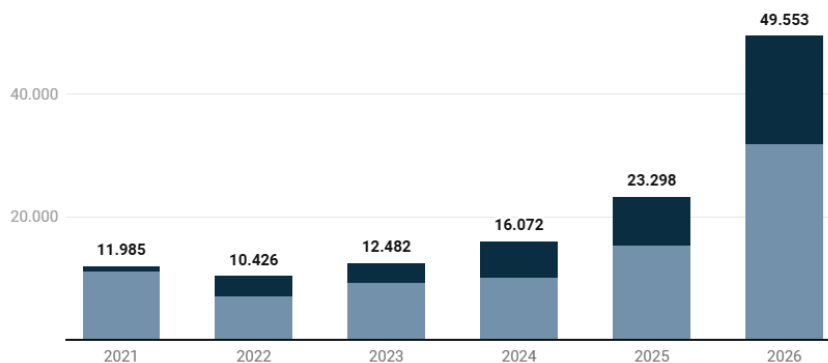
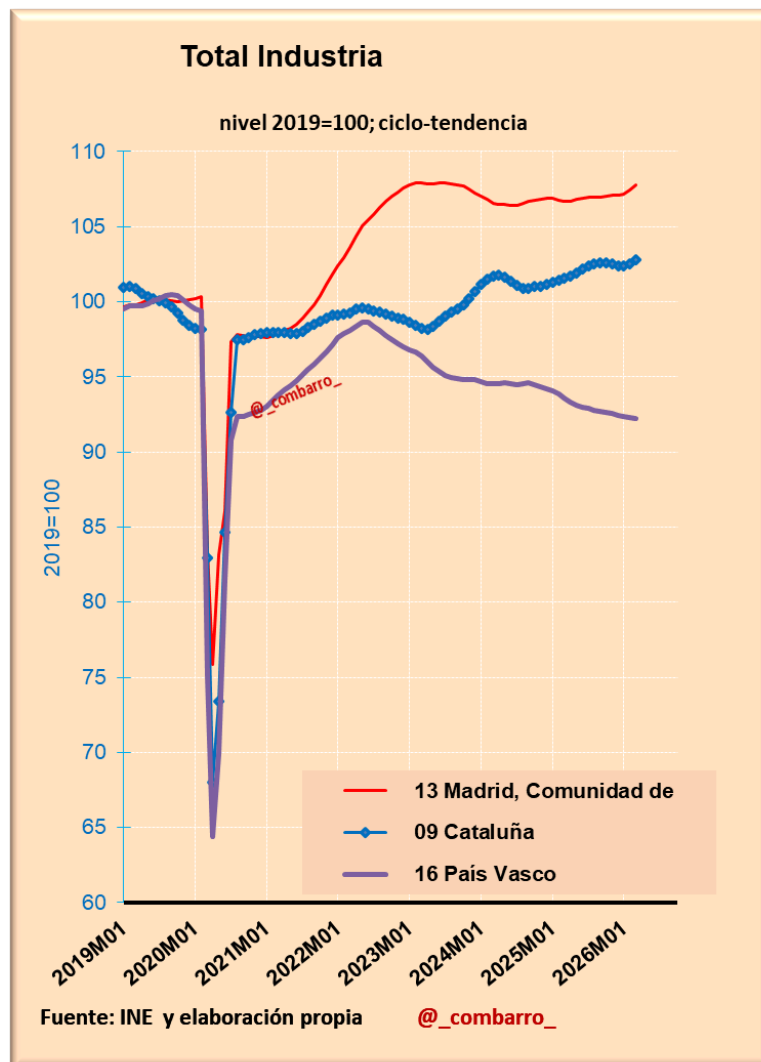


Gráfico: El Confidencial • Fuente: IGAEx • Creado con [Datawrapper](#)

El mayor reflejo de la crisis institucional es la incapacidad del gobierno para aprobar leyes en el Parlamento.

En 2026 la actividad legislativa se acaba de publicar, con cinco meses de retraso, y el Gobierno anuncia que el 80% será por decreto, puenteadando al Parlamento y a la Constitución que dice explícitamente que el decreto sólo se debe usar en situación de “urgencia y extrema necesidad”. **Lo más grave es estar tres años sin presupuestos en la Administración Central y eso está forzando al Gobierno a forzar al límite la legalidad.** El Tribunal de Cuentas ha detectado irregularidades en el uso de los fondos Next Generation en el año 2024, cuyas partidas se modificaron para pagar pensiones. Y en el gráfico anterior se observa que en el primer cuatrimestre de 2026 se han triplicado

las modificaciones presupuestarias de 2024. Es muy grave el deterioro ético cuando el Estado no cumple sus propias leyes.



Otro problema que afronta la economía española es la crisis en el sector del automóvil. La producción industrial en España está estancada desde 2018 pero, como se observa en el gráfico anterior, hay muchas diferencias por CCAA.

Madrid destaca por el fuerte crecimiento de la industria farmacéutica pero desde 2022 la producción está estancada. Cataluña que estaba estancada hasta 2022 repunta desde entonces y País Vasco tiene un intensa crisis industrial desde la Pandemia.

España producía 3 millones de coches hace una década y ha bajado a 2,3 millones en 2025. A eso hay que sumar los empleos indirectos, especialmente en el sector de componentes donde la mayoría de empresas son de capital español y se están viendo afectadas por la crisis del sector en toda Europa. **El Gobierno aprovechó los Next Generation para hacer política industrial pero acaban este verano y sin presupuestos no hay posibilidad de continuar inyectando dinero en el sector.**