

1. Entorn geopolític

1.1. Geopolítica internacional

Als Estats Units, el Tribunal Suprem va declarar il·legals els aranzels per països imposats en virtut de la *International Economic Emergency Powers Act* (IEEPA), aproximadament la meitat dels implementats per l'Administració Trump en aquesta legislatura. El Tribunal Suprem considera que la competència per imposar aranzels correspon al Congrés i invalida l'argument de l'Administració sobre l'existència d'una emergència nacional. Els aranzels suspesos inclouen els anunciats en el Liberation Day, tant el component universal del 10 % com el component recíproc que variava segons el país, a més d'altres aranzels específics aplicats a Mèxic, el Canadà i la Xina. La resolució no especifica si el Govern nord-americà ha de tornar els imports cobrats, tot i que fonts del mateix Govern han assenyalat que ho faran en resposta a requeriments judicials. Tampoc no està clara la situació legal dels acords comercials o marcs d'entesa que els Estats Units han signat amb diversos països, com la UE, el Regne Unit o el Japó, alguns dels quals preveuen taxes aranzelàries més reduïdes que les anunciades posteriorment per l'Administració Trump.

Trump va anunciar un nou aranzel universal del 15 % durant un període de 150 dies, basat en la secció 122 de la *Trade Act* de 1974, la justificació del qual es fonamenta en l'existència de dèficits en la balança de pagaments. En el mateix anunci, l'Administració va indicar que s'aplicaran diverses exempcions sectorials, entre les quals: (i) minerals crítics; (ii) productes energètics; (iii) determinats productes agrícoles; (iv) productes farmacèutics; (v) determinats productes electrònics; i (vi) productes del sector de l'automòbil. Durant aquest període, l'Administració buscarà reconfigurar la seva estratègia de política comercial, que inclourà aranzels sectorials imposats a l'empareda d'altres disposicions legals, com ara la secció 301 i la secció 232. Tots dos estatuts legals requereixen una investigació per part del Govern abans de la possible aplicació dels aranzels.

Aquest conjunt d'anuncis té implicacions importants per a l'escenari macroeconòmic:

- Sobre un nou període d'incertesa en la política comercial dels Estats Units després de la moderació observada en els darrers mesos gràcies a diversos acords comercials. Això pot suposar un llast per a l'activitat econòmica, que, a més, es podria veure distorsionada per les accions empresarials orientades a evitar els aranzels.
- La combinació de tots dos anuncis genera guanyadors i perdedors. Països com la Xina, el Brasil i diversos països asiàtics experimentaran una reducció de la seva taxa aranzelària, mentre que d'altres, com el Regne Unit, la UE i el Japó, en registraran un augment.
- Trump perd el principal instrument de pressió en la seva estratègia d'amenaça-tracte i, tal com aconsella el mateix Tribunal Suprem, haurà de recórrer al poder legislatiu i/o a investigacions sectorials, fet que generarà un procés més lent.
- Des del punt de vista polític, la reducció de la taxa aranzelària mitjana permet alleujar les pressions sobre la inflació en un context en què l'assequibilitat (*affordability*) ha guanyat centralitat. El nou esquema aranzelari que dissenyi l'Administració Trump podria buscar minimitzar l'impacte sobre les llars nord-americanes.

► **Focus:** [El Tribunal Suprem anul·la part dels aranzels de Trump. I ara què?](#)

Els Estats Units i Israel van llançar el 28 de febrer passat un atac coordinat contra l'Iran, centrat en els seus líders i en instal·lacions militars i nuclears. En l'operació van morir el màxim líder del país, l'aiatol·là Ali Khamenei; el responsable del Consell de Defensa Nacional; el ministre de Defensa; i el cap militar de la Guàrdia Revolucionària. Pel que fa a infraestructures, els objectius van incloure bases aèries, de míssils i de drons de l'exèrcit i de la Guàrdia Revolucionària, així com instal·lacions nuclears. La motivació de l'atac expressada pels Estats Units inclou evitar que l'Iran desenvolupi armes nuclears, encara que també s'ha fet referència a la voluntat d'impulsar un canvi de règim en un context marcat per les protestes populars dels darrers mesos. Per la seva banda, el president Trump ha assenyalat la seva intenció de mantenir els atacs fins a «aconseguir tots els seus objectius», cosa que, en les seves pròpies paraules, podria prolongar-se durant quatre o cinc setmanes.

La resposta de l'Iran ha consistit en una sèrie d'atacs contra diversos països de l'Orient Mitjà, especialment aquells del golf Pèrsic amb vincles amb els Estats Units. S'han reportat atacs amb míssils i drons en països geogràficament pròxims, com Qatar, Kuwait, els Emirats Àrabs Units —on l'aeroport de Dubai, el de més trànsit del món, ha cessat operacions almenys fins dimecres 4 de març— i Bahrain —que alberga una base militar nord-americana. Altres països que han rebut atacs inclouen Israel, Aràbia Saudita, Jordània, Oman i la base militar britànica d'Akrotiri, a Xipre. **De moment, l'Iran no estaria bloquejant el trànsit marítim a l'estret d'Ormuz, tot i que hi ha informacions sobre atacs a embarcacions a la zona.** Diverses companyies asseguradores han advertit de la cancel·lació de pòlisses per als vaixells que travessin l'estret, cosa que, *de facto*, en limita el trànsit. L'estret d'Ormuz és un coll d'ampolla per on circula aproximadament el 20 % del consum mundial i el 35 % de les exportacions globals de cru, majoritàriament destinades als mercats asiàtics.

El 12 de febrer passat, la UE va celebrar una cimera de líders centrada en el repte de la competitivitat i l'autonomia estratègica, que va servir per preparar el Consell Europeu previst per al març. Les conclusions principals van ser: (i) avançar en l'estratègia de simplificació administrativa; (ii) adoptar mesures per reforçar el mercat únic, en consonància amb l'informe Letta; (iii) afavorir processos de consolidació empresarial en sectors estratègics per impulsar «campions europeus»; (iv) estudiar mesures per contenir els preus de l'electricitat; (v) reforçar la protecció de sectors estratègics per reduir dependències; i (vi) adoptar mesures per mobilitzar l'estalvi privat en la consecució dels objectius comuns europeus, inclosa l'acceleració de la Unió d'Estalvis i d'Inversions.

1.2. Política domèstica

Al Japó, les eleccions anticipades en què es renovava la cambra baixa del Parlament van donar una victòria aclaparadora al partit de la primera ministra Sanae Takaichi. Amb el suport d'una elevada popularitat de Takaichi, el seu partit va obtenir 316 escons, d'un total de 465, fet que li atorga una supermajoria que li podria permetre emprendre modificacions constitucionals, malgrat no disposar de majoria a la cambra alta del Parlament. Aquest resultat podria afavorir una política fiscal més agressiva per part del Govern nipó actual.

El Govern de Starmer al Regne Unit està sota una pressió creixent arran de l'escàndol de la llista Epstein, en la qual Peter Mandelson, exambaixador del Regne Unit als Estats Units i una figura influent dins dels cercles polítics del Govern, apareix rebent pagaments. El mateix primer ministre, Starmer, ha estat criticat àmpliament pel seu nomenament com a ambaixador i per no haver actuat d'una manera més decisiva després de la publicació de les revelacions. L'actual partit en el Govern, el Partit Laborista, ha perdut molta força en les enquestes més recents, en què ha estat superat pel partit Reform UK de Nigel Farage, un dels principals defensors del Brèxit i del referèndum.

A Espanya, les votacions parlamentàries posen de manifest la debilitat del Govern. L'Executiu va tornar a presentar el decret òmnibus que incloïa mesures referents a l'anomenat «escut social» i va patir una nova derrota en rebre els vots en contra del PP, Vox i Junts. Segons la premsa, el Govern estudia dividir el decret en altres de menys abast amb l'objectiu d'aconseguir l'aprovació d'almenys una part de les mesures incloses en aquest. D'altra banda, el Govern insisteix en l'objectiu d'aprovar els pressupostos generals de l'Estat durant el primer trimestre del 2026, malgrat no haver aconseguit aprovar en el Congrés els Objectius d'Estabilitat Pressupostària fixats pel Govern, que preveuen un dèficit fiscal del 2,1 % del PIB per al 2026, de l'1,8 % el 2027 i de l'1,6 % el 2028.

El resultat de les eleccions autonòmiques d'Aragó confirma les tendències polítiques observades en altres regions i posa en relleu l'ascens del suport a Vox, una certa estabilitat en el suport al PP, un descens del PSOE i una pèrdua de representació dels partits d'esquerres, en un context de fragmentació de l'espai polític. La formació de Govern recaurà sobre el PP, previsiblement amb el suport de Vox. El pròxim 15 de març se celebren eleccions a la Junta de Castella i Lleó, mentre que Andalusia les celebrarà previsiblement durant les primeres setmanes de juny del 2026, tot i que encara no s'ha concretat la data. A Catalunya, el Govern ha aprovat els pressupostos públics per al 2026 i el pas següent serà la seva presentació, discussió i votació al Parlament de Catalunya. El PSC compta amb el suport d'En Comú Podem, però altres partits no l'han prestat i podrien presentar esmenes a la totalitat.

2. Entorn macroeconòmic i financer

2.1. Entorn econòmic

Als Estats Units, les dades d'activitat mostren una certa moderació, tot i que la resiliència del mercat laboral limita els riscos de desacceleració. El PIB del 4T25 es va desaccelerar més del que preveia el consens d'analistes (0,3 %; 3T25: 1,1 %) a causa de diversos factors: (i) una caiguda de la despesa pública condicionada pel tancament del govern federal durant l'octubre i part del novembre; i (ii) un augment superior al previst del deflactor del PIB, un indicador de l'evolució dels preus que implica una taxa de creixement del PIB real més baixa. El mercat laboral, després de diversos mesos mostrant una certa debilitat, va registrar al gener una sòlida creació d'ocupació, amb 130.000 nous llocs de treball, fet que va permetre una moderació de la taxa d'atur fins al 4,3 % (des25: 4,4 %). Aquest factor pot constituir un suport per al consum de les llars, que, segons les darreres dades de vendes al detall i confiança del consumidor, han mostrat senyals de debilitat. Per la seva banda, la inflació es va moderar més del que s'esperava al gener i va reduir la seva taxa de creixement interanual fins al 2,4 % (des25: 2,7 %), el nivell més baix des del maig del 2025, mentre que la taxa subjacent —que exclou l'energia i els aliments frescos— també va registrar una lleugera moderació (2,5 %; des25: 2,6 %).

La Xina manté la dualitat entre la debilitat del consum intern i la resiliència del sector industrial, tot i que la lectura de les dades econòmiques es veu afectada per la celebració de l'any nou xinès, que pot introduir distorsions. La inflació, que el desembre del 2025 s'havia accelerat fins al 0,8 % interanual, va tornar a retrocedir significativament fins al 0,2 %, arrossegada en part per la caiguda del preu dels aliments. En aquest context, les exportacions mantenen un creixement sòlid (des25: 6,6 % interanual) i el sector exterior continua actuant com a principal suport de l'economia: el 2025 va assolir el 2,45 % del PIB, el nivell més alt en una dècada.

Els senyals de millora econòmica a la zona euro són positius però incipients. L'índex de confiança empresarial PMI manufacturer va assolir el 50,8 al febrer, per sobre del llindar d'expansió econòmica i el nivell més alt des del 2022, mentre que el PMI de serveis va repuntar fins a 51,8 (gen26: 51,6). La millora de la confiança va ser generalitzada per països, encara que la del sector manufacturer encara es va mantenir per sota de 50 a Alemanya i França. La desacceleració de la producció industrial al desembre a la zona euro (1,2 % interanual; nov25: 2,2

%) i a Alemanya (-0,6 % interanual; nov25: 0,5 %) s'atribueix a factors puntuals i contrasta amb la millora de les exportacions alemanyes, que van tancar el 2025 amb un progrés del 4,0 % interanual (nov25: -2,5 %). Pel que fa als preus, la inflació es va mantenir en l'1,7 % interanual al conjunt de la zona euro, mentre que la taxa subjacent va romandre en el 2,2 %. Aquesta evolució respon a la desacceleració dels preus a Alemanya i a la seva estabilitat a Espanya, França i Itàlia.

A Espanya, el creixement continua sent elevat malgrat alguns senyals de moderació. L'índex de confiança empresarial del sector serveis es va desaccelerar al gener fins a 53,5 (des25: 57,1), i l'optimisme més baix es va traslladar als principals components, com l'activitat, les noves comandes i les noves comandes d'exportació. En el sector serveis, la confiança va retrocedir al gener (49,2; des25: 49,6), es va mantenir en terreny contractiu per segon mes consecutiu i va registrar el nivell més baix des de l'abril del 2025, amb un deteriorament generalitzat per components. El mercat laboral continua absorbint l'augment de població: la taxa d'atur es va moderar fins al 9,9 % al 4T25 (3T25: 10,4 %; 4T24: 10,6 %), mentre que la població va créixer més de 80.000 persones i va tancar 2025 lleugerament per sota dels 50 milions. L'elevat dinamisme del PIB permet avançar en el procés de despallanquejament, amb el deute públic moderant-se el desembre del 2025 fins al 100,8 % del PIB (nov25: 101,3 %; des24: 101,7 %). Finalment, la inflació es va mantenir al febrer en el 2,3 % interanual (gen26: 2,3 %), mentre que la taxa subjacent —que exclou components volàtils com l'energia i els aliments frescos— es va accelerar fins al 2,7 %.

Taula 1. Quadre macroeconòmic

		Darrera dada	Dades		Perspectives 2025
			Fa 3 mesos	Fa 1 any	(FMI, oct-25)
Estats Units	PIB (% interanual)	2,2	2,3	2,4	2,0
	IPC (% interanual)	2,4	3,0	3,0	2,7
	Taxa d'atur (%)	4,3	4,4	4,0	4,2
Zona euro	PIB (% interanual)	1,3	1,4	1,3	1,2
	IPC (% interanual)	1,7	2,1	2,5	2,1
	Taxa d'atur (%)	6,2	6,4	6,3	6,4
Espanya	PIB (% interanual)	2,6	2,7	3,7	2,9
	IPC (% interanual)	2,7	2,6	2,2	2,4
	Taxa d'atur (%)	9,9	10,5	10,6	10,8

Font: Bloomberg i FMI.

3. Mercats de renda fixa, divises i primeres matèries

3.1. Bancs centrals

3.1.1. BCE

El BCE, en la reunió del 5 de febrer, va decidir mantenir inalterats els tipus de referència, situant el tipus de dipòsit en el 2,00 %, en un context en què la inflació es va moderar el gener del 2026 (fins a l'1,7 % interanual) i en què la situació econòmica continua impulsada per la demanda interna, tot i estar subjecta a una elevada incertesa vinculada a les tensions geopolítiques i a la política comercial. La presidenta del BCE, Christine Lagarde, va reiterar que les futures decisions dependran de les dades i que la màxima autoritat monetària no està compromesa amb una trajectòria de tipus predeterminada, sinó que adoptarà les seves decisions en cada reunió. En la roda de premsa, Lagarde va afirmar que el Consell de Govern del BCE havia analitzat els riscos a la baixa per a la inflació derivats de l'apreciació de l'euro els darrers mesos.

Segons el *Financial Times*, Lagarde podria abandonar el càrrec abans de finalitzar el mandat, previst per a l'octubre del 2027. Aquesta possibilitat s'emmarca en un context en què França ha tingut històricament un pes substancial en l'elecció dels membres de la institució i en què una eventual victòria de l'extrema dreta podria generar una situació de paràlisi.

El mercat no descompta retallades dels tipus de referència del BCE ni en la reunió de febrer ni en el conjunt del 2026.

3.1.2. Fed

La Fed no va celebrar cap reunió al febrer, després que, en la reunió del 28 de gener, decidís mantenir inalterats els tipus d'interès de referència en el rang de 3,50-3,75 %. La publicació de les actes d'aquesta reunió va confirmar que molts dels participants preferien un llenguatge que reflectís els riscos simètrics en relació amb el pròxim moviment de tipus, fet que es va interpretar com un missatge *hawkish* (és a dir, més procliu a tipus d'interès més elevats). Així mateix, les actes van confirmar que la Fed de Nova York va fer un seguiment del tipus de canvi ien-dòlar, tal com s'havia especulat en els mercats financers. Això posa de manifest que tant el Tresor dels Estats Units com la Fed presten atenció a l'evolució del mercat de divises i que hi ha preocupació per la depreciació del dòlar, que, en condicions habituals, podria generar més pressions inflacionistes sobre l'economia domèstica.

El mercat no descompta cap retallada del tipus rector de la Fed en la pròxima reunió i anticipa una mica més de dues retallades addicionals entre la data actual i finals del 2026, enfront d'una mica menys de dues que preveia el mes anterior.

► Focus: Com serà la Fed sota la direcció de Kevin Warsh?

3.1.3. Altres bancs centrals

El Banc d'Anglaterra va mantenir el tipus rector en el 3,75 % en la reunió de febrer, amb cinc vots a favor de mantenir-lo i quatre partidaris d'una retallada de 25 punts bàsics. La decisió va ser interpretada com a *dovish* (és a dir, més procliu a tipus d'interès més reduïts) en citar-se preocupacions per la persistència de la inflació (associada a fortes dinàmiques salarials). El mercat descompta una nova retallada del Banc d'Anglaterra en alguna de les reunions del segon trimestre del 2026.

Taula 2. Pròxims esdeveniments macrofinancers

Data	Reunió/Esdeveniment	Comentari
18 de març	Reunió de la Fed	No es descompta cap acció sobre el tipus rector.
19 de març	Reunió del BCE	No es descompta cap acció sobre el tipus rector.

3.2. Renda fixa

La rendibilitat del deute sobirà ha registrat una forta tendència a la baixa, especialment en els trams més llargs de la corba, en un entorn marcat per: (i) un augment de l'aversion al risc davant les tensions geopolítiques creixents i la incertesa sobre el futur de la política comercial nord-americana; (ii) el desplaçament a la baixa de la inflació a la zona euro i als Estats Units; i (iii) el deteriorament de les dades d'activitat, especialment als Estats Units. El moviment també s'ha vist reforçat pel descens del deute japonès en un context de més estabilitat política després de la victòria de l'actual primera ministra i de pressió creixent sobre el Banc del Japó per limitar futures pujades del tipus rector.

Les primes de risc sobirà europees han repuntat en un entorn de més aversion al risc i persistència dels reptes polítics entorn de l'aprovació de pressupostos públics en algunes economies. Així, la prima de risc a 10 anys d'Espanya es va tornar a situar per sobre dels 40 punts bàsics al febrer, si bé continua en nivells molt reduïts en perspectiva històrica. A França, el diferencial respecte al deute sobirà d'Alemanya a 10 anys es va mantenir, en general, per sota

dels 60 punts bàsics durant el mes de febrer, nivells mínims des de mitjan 2024, quan va esclatar la permacrisi política que ha afectat el país gal els darrers anys.

Els *spreads* de crèdit corporatiu en euros es van ampliar lleugerament davant l'augment de l'aversion al risc i la preocupació per l'evolució dels resultats empresarials en un entorn de disrupció tecnològica. En conseqüència, els *spreads* del deute corporatiu d'alta qualitat creditícia (*investment grade*) van repuntar lleugerament fins a màxims des de l'octubre del 2025, mentre que els de menys qualitat creditícia també van assolir nivells no vistos des del novembre del 2025.

3.3. Divises i primeres matèries

El dòlar es va apreciar en els principals encreuaments, impulsat pel repunt de l'aversion al risc en un entorn de tensions geopolítiques creixents i incertesa sobre la política comercial de l'Administració Trump. La confirmació de la preocupació de les autoritats nord-americanes per l'impacte de la depreciació del dòlar en l'economia domèstica introdueix límits a la caiguda de la cotització del dòlar que toleraran la Fed i el Tresor dels Estats Units.

El preu del petroli, que avançava per l'augment de les tensions entre els Estats Units i l'Iran, va repuntar amb força després de l'obertura del conflicte. La cotització es va situar al voltant dels 80 dòlars per barril, un llindar que prèviament només s'havia superat d'una manera puntual. En aquest context, l'OPEP va manifestar la voluntat d'incrementar l'oferta de cru per esmorteir els possibles impactes de les tensions a l'Orient Mitjà. El principal impacte del conflicte amb l'Iran sobre el preu del petroli provindria de possibles accions militars iranianes orientades a dificultar o impedir el trànsit de petroliers per l'estret d'Ormuz. Tot i que aquesta hipòtesi continua sent remota a hores d'ara, podria situar el preu del cru en nivells més elevats. **En el mercat del gas natural, la cotització als Estats Units es va moderar** amb la normalització de les condicions meteorològiques. A Europa, en canvi, uns inventaris reduïts des del punt de vista històric representen un risc a l'alça per als preus en el context del conflicte a l'Orient Mitjà, atesa la rellevància de Qatar en el mercat global del gas natural liquat i el fet que una part significativa de les seves exportacions depèn del trànsit a l'estret d'Ormuz.

Els preus dels metalls preciosos han continuat subjectes a volatilitat a conseqüència dels vaivens en les converses diplomàtiques entre els Estats Units i l'Iran. Al febrer, i a diferència de mesos anteriors, l'or va registrar un comportament relativament més favorable que la plata. Per la seva banda, **els metalls industrials han defensat els nivells assolits** els mesos anteriors, impulsats pels anuncis de diversos països, entre aquests els Estats Units i la Xina, que han manifestat la voluntat de constituir o ampliar reserves estratègiques de metalls.

Taula 3. Evolució dels mercats de renda fixa, divises i primeres matèries

	Darrera dada	Fa 1 mes		Des de l'1 de gener		Fa 1 any	
		Nivell	Canvi	Nivell	Canvi	Nivell	Canvi
BCE - Tipus de refinançament (%)	2,15	2,15	0,0	2,15	0,0	2,90	-75,0
BCE - Tipus de dipòsit (%)	2,00	2,00	0,0	2,00	0,0	2,75	-75,0
Euribor 3 mesos (%)	2,01	2,04	-2,6	2,03	-1,3	2,49	-47,2
Euribor 12 mesos (%)	2,22	2,25	-2,7	2,24	-2,1	2,41	-18,7
Alemanya: Bo 2 anys (%)	2,13	2,12	0,9	2,12	1,0	2,07	6,3
Alemanya: Bo 10 anys (%)	2,75	2,89	-14,5	2,86	-10,9	2,49	25,5
Espanya: Bo 2 anys (%)	2,25	2,24	1,2	2,27	-1,6	2,27	-1,6
Espanya: Bo 10 anys (%)	3,18	3,26	-7,9	3,29	-11,1	3,11	6,9
Espanya: Prima de risc a 10 anys (pb)*	43,1	36,5	6,6	43,3	-0,2	61,7	-18,6
França: Prima de risc a 10 anys (pb)*	59,50	57,60	1,9	70,90	-11,4	72,50	-13,0
Itàlia: Prima de risc a 10 anys (pb)*	65,70	60,70	5,0	69,60	-3,9	110,90	-45,2
Fed - Banda baixa del tipus rector (%)	3,50	3,50	0,0	3,50	0,0	4,25	-75,0
Fed - Banda alta del tipus rector (%)	3,75	3,75	0,0	3,75	0,0	4,50	-75,0
Estats Units: Bo 2 anys (%)	3,50	3,57	-7,4	3,47	2,3	3,95	-45,4
Estats Units: Bo 10 anys (%)	4,06	4,27	-20,2	4,17	-10,4	4,16	-9,2
RF Corporativa EUR 3-5 anys <i>Investment grade</i> (pb)*	57,99	50,77	7,2	50,66	7,3	53,17	4,8
RF Corporativa EUR 3-5 anys <i>High yield</i> (pb)*	270,31	244,75	25,6	244,24	26,1	285,76	-15,4
Dòlars per euro	1,166	1,182	-1,35%	1,174	-0,68%	1,049	11,10%
Lliures esterlines per euro	0,874	0,863	1,25%	0,872	0,13%	0,825	5,89%
Yens per euro	183,4	184,0	-0,33%	184,1	-0,35%	157,6	16,41%
Dòlar (tipus de canvi efectiu)	98,7	97,4	1,32%	98,3	0,40%	105,3	-6,21%
Brent (dòlars per barril)	80,2	67,3	19,14%	60,9	31,83%	71,6	12,01%
Or (dòlars per unça)	5315,5	4946,8	7,45%	4319,4	23,06%	2892,7	83,75%

* pb fa referència a punts bàsics, equivalents a 0,01%

Font: Bloomberg.

3.4. Mercats de renda variable

L'impuls del mercat nord-americà continua moderant-se, sense que l'S&P 500 ni el Nasdaq 100 hagin aconseguit marcar nous màxims les últimes setmanes. Aquesta pèrdua de *momentum* sembla estar relacionada, en gran manera, amb el procés d'assimilació per part del mercat de les implicacions de la nova bateria aranzelària anunciada pel president Trump, que estableix un aranzel global del 15 % i reintrodueix la incertesa en el marc comercial i en la política econòmica exterior dels Estats Units. A això s'hi afegeix la debilitat del creixement econòmic, després de la decepció del PIB del 4T25 (0,3 % trimestral), cosa que reforça la percepció que l'economia nord-americana podria estar entrant en una fase de menys dinamisme, especialment després de diversos trimestres de creixement sòlid. En conjunt, aquests factors afavoreixen una rotació geogràfica més intensa de fluxos cap a altres mercats.

La temporada de resultats del 4T25 s'acosta a la seva finalització. Amb el 90 % de les companyies als Estats Units i el 70 % a Europa havent publicat ja les seves xifres, el balanç és més positiu del que s'esperava en termes de creixement dels beneficis. Als Estats Units, el creixement interanual assoleix el 14 %, set punts percentuals per sobre de les expectatives inicials. A Europa, el progrés és més moderat, del 4 % interanual, però també supera les previsions en dos punts percentuals. Per sectors, a Europa el millor comportament en beneficis correspon a les empreses financeres, seguides de les *utilities*, industrials i farmacèutiques, mentre que els retrocessos més grans es concentren en energia i consum discrecional. A més, els principals *profit warnings* s'han produït tant en consum cíclic com en consum defensiu. En tot cas, aquest període de publicació s'ha caracteritzat per una reacció de mercat feble i, fins i tot, per càstigs en cotització malgrat resultats positius o en consonància amb el que s'esperava. De cara al 2026, el consens de beneficis apunta a un creixement del 15 % als Estats Units i d'entre el 10 % i el 12,5 % a Europa, fet que torna a situar els Estats Units al davant d'Europa en expectatives de creixement.

Pel que fa al posicionament dels inversors, la feblesa persistent del sector tecnològic eleva el risc d'una reducció accelerada de l'exposició per part dels *hedge funds*. Tot i que el palanquejament brut ha disminuït les últimes dues setmanes, es manté només lleugerament per sota dels màxims històrics. Alhora, el palanquejament net també ha mostrat una tendència a la baixa, fet que pot constituir un senyal de biaix baixista creixent cap al mercat nord-americà. Aquesta dinàmica recorda l'ajust recentment observat en les estratègies sistemàtiques, que han passat d'estar plenament invertides a situar-se per sota de nivells tècnics clau de venda a curt

termini. En altres paraules, no només els gestors discrecionals estan reduint risc, sinó que també els models quantitativs han començat a desfer posicions davant del deteriorament del *momentum*.

Taula 4. Evolució dels mercats de renda variable

	Darrera dada	Fa 1 mes		Des de l'1 de gener		Fa 1 any	
		Nivell	Canvi	Nivell	Canvi	Nivell	Canvi
Euro Stoxx 50 (Europa)	5986,93	5995,35	-0,14%	5791,41	3,38%	5540,69	8,05%
IBEX 35 (Espanya)	17875,80	18119,20	-1,34%	17307,80	3,28%	13373,10	33,67%
DAX (Alemanya)	24638,00	24780,79	-0,58%	24490,41	0,60%	23147,02	6,44%
CAC (França)	8394,32	8179,50	2,63%	8149,50	3,00%	8199,71	2,37%
FTSE MIB (Itàlia)	46280,40	46420,52	-0,30%	44944,54	2,97%	39069,40	18,46%
Dow Jones Industrial (Estats Units)	48904,78	49240,99	-0,68%	48063,29	1,75%	43191,24	13,23%
S&P 500 (Estats Units)	6881,62	6917,81	-0,52%	6845,50	0,53%	5849,72	17,64%
NASDAQ (Estats Units)	24992,60	25338,62	-1,37%	25249,85	-1,02%	20425,58	22,36%
Russell 2000 (Estats Units)	2655,94	2648,50	0,28%	2481,91	7,01%	2102,24	26,34%
Nikkei 225 (Japó)	56279,05	54720,66	2,85%	50339,48	11,80%	37785,47	48,94%
Hang Seng (Hong Kong)	8595,57	9053,11	-5,05%	8913,68	-3,57%	8419,69	2,09%

Font: Bloomberg.

Taula 5. Evolució sectorial dels principals índexs de renda variable des del darrer informe

IBEX 35 (Espanya)		EURO STOXX 50 (Europa)		DOW JONES (Estats Units)	
Energy	21,5%	Communication Services	14,6%	NullGroup	53,5%
Communication Services	16,4%	Energy	13,5%	Energy	14,2%
Information Technology	14,3%	Materials	6,8%	Utilities	11,6%
Real Estate	13,7%	Utilities	6,7%	Real Estate	8,8%
Industrials	7,2%	Consumer Staples	2,3%	Industrials	7,9%
Utilities	6,1%	Industrials	2,3%	Materials	7,8%
Materials	0,1%	Information Technology	-2,1%	Health Care	2,1%
Consumer Staples	-1,7%	Consumer Discretionary	-4,5%	Information Technology	-3,1%
Health Care	-4,7%	Financials	-5,2%	Financials	-4,8%
Consumer Discretionary	-5,3%	Health Care	-7,0%	Communication Services	-5,3%
Financials	-10,5%				

Font: Bloomberg.

INFORMACIÓ LEGAL

CAIXA ENGINYERS és una entitat de crèdit subjecta a la supervisió del Banc d'Espanya, inscrita en el seu Registre Oficial de Bancs amb el número 3025. Està habilitada per prestar serveis d'inversió a clients a Espanya. La Comissió Nacional del Mercat de Valors supervisa aquests serveis.

Els informes del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS s'elaboren amb l'objectiu de proporcionar eines que puguin ajudar en la presa de decisions de diversa índole i estan subjectes a canvis sense previ avís. Tot i que la informació es basa en fonts considerades fiables, CAIXA ENGINYERS no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes fonts.

La informació continguda en aquest document pot fer referència a productes, operacions o serveis d'inversió sobre els quals hi ha informació addicional disponible en documentació separada. Es convida els destinataris a sol·licitar aquesta informació addicional, que podrà ser facilitada per CAIXA ENGINYERS durant la prestació dels serveis, operacions o productes. En aquest cas, es recomana que els destinataris d'aquest informe considerin aquesta informació addicional de manera coherent amb el seu contingut.

La informació continguda en els informes fa o pot fer referència a resultats futurs d'instruments financers, índexs financers, mesures financeres o serveis d'inversió basats en previsions o expectatives, per la qual cosa no es pot considerar com un indicador fiable de possibles resultats futurs ni com una garantia d'assolir aquests resultats. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució o els resultats futurs.

Informació sobre conflictes d'interès

El sistema retributiu dels analistes que elaboren els informes es basa en diversos criteris, entre els quals figuren els resultats obtinguts durant l'exercici econòmic pel Grup CAIXA ENGINYERS, però en cap cas la retribució dels analistes està vinculada directament o indirectament a la informació continguda en els informes ni al sentit de les estimacions que s'hi incloguin.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS poden disposar, a títol personal, d'accions de companyies dels sectors d'activitat que s'esmenten en els informes, o d'alguna de les seves filials i/o participades. Així mateix, CAIXA ENGINYERS i/o qualsevol dels seus responsables i/o consellers poden, en cada moment, mantenir una posició o estar directament o indirectament interessats en valors, opcions, drets o *warrants* d'alguna de les companyies dels sectors d'activitat esmentats en els informes.

CAIXA ENGINYERS, en el desenvolupament corrent de les seves activitats financeres de crèdit, dipòsit o de naturalesa similar, pot haver mantingut, mantenir actualment o estar interessada a mantenir, en el futur, relacions comercials amb companyies dels sectors d'activitat als quals es fa referència en els informes, o amb alguna de les seves filials i/o participades.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS assumeixen el compromís explícit i formal d'actuar amb honestedat, imparcialitat i lleialtat, sempre en el millor interès del soci/sòcia i de la transparència del mercat. Sense perjudici del compromís anteriorment esmentat, CAIXA ENGINYERS realitza accions de control per garantir que no es perjudiqui els socis/sòcies ni el mercat de valors, i imposa regles internes en l'operatòria personal dels membres del Departament de Research.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS, així com tots els professionals de l'organització implicats directament o indirectament en la prestació de serveis d'inversió, estan subjectes al Reglament Intern de Conducta en l'àmbit del mercat de valors de CAIXA ENGINYERS.

© Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, fins i tot citant-ne les fonts, excepte amb el consentiment previ per escrit de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crèdit. Tots els drets reservats.