

1. Entorn geopolític

1.1. Geopolítica internacional

El conflicte a l'Orient Mitjà s'ha intensificat i regionalitzat. L'atac coordinat dels Estats Units i d'Israel contra l'Iran el 28 de febrer —adreçat a líders i instal·lacions militars i nuclears del país— va marcar l'inici d'un conflicte que ha concentrat l'atenció mediàtica, dels analistes econòmics i dels mercats financers durant l'últim mes. Els Estats Units van justificar l'atac per la seva voluntat d'impedir que l'Iran desenvolupi armes nuclears, si bé altres vegades, també han fet referència a la intenció de promoure un canvi de règim al país mitjançant el suport a les protestes populars que l'havien afectat en els mesos anteriors.

L'Iran ha respost amb atacs contra infraestructures a pràcticament tots els països del golf Pèrsic alineats amb els Estats Units i amb el tancament selectiu del trànsit marítim a l'estret d'Ormuz, amb conseqüències rellevants per als mercats energètics globals. Inicialment, els atacs es van centrar en objectius militars, però, posteriorment, l'escalada també ha afectat infraestructures: (i) civils, com ara aeroports i plantes de dessalinització; i (ii) energètiques, incloses la principal terminal de càrrega de gas natural a Qatar (amb afectacions multianuals a una sisena part de la seva capacitat) i la instal·lació petroliera de Fujayra, als Emirats Àrabs Units, situada fora del golf Pèrsic i, per tant, no afectada pel tancament d'Ormuz. Després de la mort del líder suprem, l'aiatol·là Ali Khamenei, el seu fill, Mojtaba Khamenei, va ser designat successor, enmig de rumors sobre el seu estat de salut, atès que encara no ha comparegut públicament.

La comunicació dels Estats Units i del president Trump durant el conflicte ha estat erràtica i ha oscil·lat entre declaracions primerenques i reiterades de victòria, amenaces d'atacs indiscriminats contra l'Iran i peticions a aliats —i fins i tot a altres països— de suport per reobrir el trànsit marítim a l'estret d'Ormuz.

- **El 22 de març passat, el president Trump va amenaçar amb atacs totes les centrals elèctriques de l'Iran** i va donar un termini de 48 hores per a l'obertura del trànsit a l'estret d'Ormuz. Davant el fort impacte en els mercats financers, Trump va anunciar l'existència de converses «productives» amb l'Iran i un alto el foc de cinc dies que, posteriorment, va ampliar en deu dies addicionals, fins al 6 d'abril.
- **Davant el tancament de l'estret d'Ormuz per part de l'Iran, el president Trump va demanar, a través de la seva xarxa social, ajuda militar a diversos països aliats —però també a la Xina— per forçar-ne la reobertura.** Entre els principals països, cap no ha aportat recursos a aquesta operació perquè consideren que es tracta d'una actuació fora del seu àmbit operatiu i/o que no ha mediat cap sol·licitud formal per part dels Estats Units.

Israel no estaria respectant l'alto el foc anunciat pels Estats Units i hauria continuat amb els atacs contra líders i infraestructures elèctriques, militars i nuclears iranianes, i també hauria intensificat la seva campanya al Líban, fet que reflecteix la seva voluntat de crear una zona de seguretat amb presència permanent. Per la seva banda, els Estats Units, tot i prioritzar les converses de pau que tenen lloc al Pakistan, han continuat reforçant la seva presència militar a la zona, incloses unitats amfibies. Els països del golf Pèrsic, liderats per l'Aràbia Saudita, busquen un equilibri entre una desescalada que permeti recuperar l'estabilitat geopolítica de la regió —necessària per a bona part dels seus projectes econòmics— i evitar que l'Iran estableixi un control

semipermanent del trànsit a Ormuz, com el que ja exerceix de *facto*. Finalment, els houthis del Iemen, pròxims a l'Iran, han atacat Israel amb míssils i han expressat la seva disposició a afectar el trànsit marítim a l'estret de Bab el-Màndeb —l'extrem sud de la mar Roja—, que dona accés al canal de Suez, per on circula el 20 % del comerç internacional mundial, i que ha guanyat importància en el mercat del cru per l'ús que en fa l'Aràbia Saudita de les seves terminals a la mar Roja.

Des d'un punt de vista geopolític, el conflicte ha comportat: (i) **posar de manifest l'erosió dels Estats Units com a potència hegemònica global**, en veure's obligats a demanar ajuda per obrir Ormuz i a aixecar les sancions a Rússia i a l'Iran; (ii) **constatar el deteriorament de les relacions entre els Estats Units i els seus aliats tradicionals**, inclosa l'OTAN, que ha tornat a ser criticada per Trump («no ho oblidarem»); i (iii) **reforçar les posicions de Rússia —impulsada per l'aixecament de les sancions i pels preus més elevats del petroli— i de la Xina —com a defensora de l'ordre global, en un context de menys presència militar nord-americana a la seva zona d'influència i de reforç dels seus arguments per a l'annexió de Taiwan.**

L'impacte econòmic del conflicte dependrà de la durada i la severitat, ja que el preu del petroli i el del gas natural constitueixen la principal via de transmissió a l'economia global, tot i que el xoc també afecta altres primeres matèries, com els fertilitzants, l'alumini i l'heli. El tancament d'Ormuz implica la retirada del mercat d'uns 20 milions de barrils diaris (mb/d), dels quals només una part es pot compensar amb increments d'oferta per part d'altres productors (inclòs el mateix Iran), l'ús de l'oleoducte Est-Oest i de les terminals de la mar Roja de l'Aràbia Saudita, l'aixecament de les sancions a l'Iran i a Rússia i l'alliberament de reserves estratègiques de cru per part dels països membres de l'Agència Internacional de l'Energia. Tot plegat situa la pèrdua total d'oferta derivada del conflicte entre 6 i 10 mb/d, compatible amb els preus assolits i fins i tot superiors. L'impacte econòmic estimat és que cada 10 dòlars d'augment permanent en el preu del cru podria comportar fins a tres dècimes més d'inflació (+0,3 p.p.) i una dècima menys de creixement del PIB (-0,1 p.p.), si bé aquest impacte varia segons les característiques de cada economia, incloent-hi la intensitat energètica, la importància dels combustibles fòssils en el mix energètic i les mesures compensatòries que puguin adoptar les autoritats. Els preus actuals generen un efecte base que impulsarà temporalment la inflació a l'alça en el conjunt de les economies.

El conflicte entra en la cinquena setmana i les perspectives de resolució depenen en gran part de la voluntat i la capacitat de resistència militar de l'Iran. El règim de Teheran intenta infligir dany econòmic i financer als Estats Units i als seus aliats a la regió com una eina de pressió i de dissuasió davant de futurs atacs. Els Estats Units han deixat clara la seva voluntat d'assolir una resolució ràpida del conflicte que permeti normalitzar el preu del cru i els mercats financers en general, tot i que el seu principal aliats regional, Israel, continua priorititzant l'increment del dany a l'Iran, fins i tot ignorant les ordres emeses des de Washington. Un dany excessiu sobre l'economia global podria limitar el suport —més tàcit que explícit— que l'Iran ha trobat fins ara en països com la Xina i l'Índia, especialment si es té en compte que ha intentat limitar les disrupcions en els fluxos energètics cap a aquests països. Alhora, els nous líders de l'Iran busquen reafirmar el seu lideratge dins del país i no es poden permetre un acord de pau que es percebi com una derrota o una capitulació, en un context en què la seva projecció de fortaleza regional ha quedat qüestionada pel conflicte. Cal valorar positivament la voluntat de mediació exhibida pel Pakistan, amb el suport de països moderats de la regió com Egipte i Turquia. Amb tot, els factors per posar fi al conflicte depenen majoritàriament de Teheran, que podria allargar-lo almenys fins a rebre pressió diplomàtica per part de la Xina i/o noves amenaces militars dels Estats Units que es concretin en accions contra els seus líders.

► **Focus:** [Conflicte a l'Iran i a l'Orient Mitjà: anàlisi i perspectives](#) (5-mar-2026)

► **Focus:** [Conflicte a l'Orient Mitjà: actualització i escenaris](#) (23-mar-2026)

1.2. Política domèstica

Als Estats Units, les enquestes i els resultats dels comicis estatals apunten a una debilitat més gran de Trump i del Partit Republicà. Els candidats demòcrates es van imposar en dues eleccions per a escons al Congrés de l'estat de Florida, en dos districtes en què Trump s'havia imposat en les eleccions del 2024 amb un marge de victòria notable (d'11 punts percentuals en un cas i d'uns 8 punts en l'altre). A més, alguns dels candidats amb el suport de Trump pateixen derrotes en les eleccions primàries del Partit Republicà, fet que suggereix menys capacitat de mobilització del vot per part del president dins de les bases del partit. Pel que fa a les enquestes, el conflicte a l'Orient Mitjà té un suport molt reduït entre els votants independents i fins i tot entre els republicans més ortodoxos i menys propers a la base trumpista/MAGA. Amb això, el conflicte ha situat la popularitat de Trump en un mínim de la seva presidència, cosa que resulta preocupant de cara a les eleccions de mig mandat, previstes a principis de novembre.

El govern de Meloni a Itàlia va patir un revés en la seva proposta de reforma constitucional del sistema judicial, fet que va provocar la dimissió de tres membres del govern. La reforma preveia modificar el Consell Superior de la Magistratura, reduint-ne l'autonomia, alhora que separava les carreres professionals de jutges i fiscals. El govern defensava que es tractava d'una mesura per agilitzar la justícia, mentre que l'oposició advertia que n'afeblia la independència i el sistema de contrapesos democràtics. El «no» a la reforma es va imposar amb prop del 54 % dels vots, en uns comicis amb una participació relativament elevada (prop del 60 %). Meloni va descartar la convocatòria d'eleccions anticipades, però va forçar la sortida de dos alts càrrecs del Ministeri de Justícia i de la ministra de Turisme, afectada per diversos escàndols legals.

A Espanya, el Partit Popular es va imposar en les eleccions de Castella i Lleó, encara que destaca la relativa resiliència del PSOE. El Partit Popular va obtenir 33 escons (ant.: 31), per la qual cosa necessitarà els vots de Vox (14 escons; ant.: 13) per assolir la majoria absoluta, situada en 42 escons. El PSOE, per la seva banda, va augmentar la seva representació fins als 30 diputats (ant.: 28), en contrast amb la desaparició de Podem i Ciutadans de l'arc parlamentari. Les negociacions per a la formació de govern estan en curs. D'altra banda, a Extremadura encara no s'ha pogut formar govern i continuen les negociacions entre el Partit Popular i Vox, que tenen prou suports si són capaços d'assolir un acord.

2. Entorn macroeconòmic i financer

2.1. Entorn econòmic

L'economia nord-americana va mostrar un contrast entre la fortalesa de les dades de confiança empresarial, relativament més positives, i les del mercat laboral, més febles. En concret, el mercat laboral va destruir 92.000 llocs de treball al febrer i la taxa d'atur va repuntar fins al 4,4 % (gen26: 4,3 %), si bé, segons diversos analistes, la dada podria haver estat afectada negativament per unes condicions meteorològiques més adverses del que és habitual en un mes de febrer. Una nova acceleració dels salaris fins al 3,8 % interanual (gen26: 3,7 %) confirma la importància de la restricció de l'oferta de treballadors provocada per la política immigratòria restrictiva aplicada per l'Administració Trump. En canvi, la confiança empresarial ISM del sector serveis va repuntar al febrer fins a 56,1 (gen26: 53,8), amb una millora generalitzada per components, i la confiança en el sector manufacturer es va moderar menys del que s'esperava (52,4; gen26: 52,6). En aquest context, serà rellevant el possible impacte advers del conflicte bèl·lic a l'Orient Mitjà i de l'augment del preu de l'energia sobre la confiança dels agents econòmics. Aquest mateix factor també serà determinant per a l'evolució de la inflació, que al febrer es va mantenir en el 2,4 % interanual, mentre que l'índex subjacent es va situar en el 2,5 % interanual.

A la Xina, el sector exterior manté el dinamisme, mentre que les dades domèstiques mostren una lleugera millora. Les exportacions es van accelerar entre gener i febrer fins al 21,8 % interanual (els dos mesos es combinen per evitar distorsions associades a l'Any Nou lunar), el

ritme més alt des del 2022. Per destinacions, el dinamisme de les exportacions cap a l'Àfrica, la UE i la resta d'Àsia compensa el retrocés de les destinades als Estats Units, mentre que, per sectors, destaquen els semiconductors, els automòbils i, en general, els béns d'alta tecnologia. L'efecte d'arrossegament del sector exterior es va reflectir en la producció industrial, que va augmentar un 6,1 % interanual els dos primers mesos de l'any, mentre que la inversió en actius fixos va créixer un 1,8 % (des25: -3,8 %). En canvi, el sector immobiliari va registrar una nova caiguda dels preus, tant de l'habitatge nou com del de segona mà, per trenta-tresè mes consecutiu. El previsible augment de la inflació al país —que ha registrat taxes molt reduïdes o negatives de variació dels preus en els últims anys—, derivat del també previsible augment dels preus energètics, podria contribuir a ancorar de nou les expectatives d'inflació en nivells més elevats, però, alhora, dificultar l'assoliment de les taxes de creixement real entre el 4,5 % i el 5,0 %, definides per les autoritats com a objectiu per al 2026.

La zona euro, que ja havia mostrat una certa feblesa els mesos anteriors, comença a notar l'impacte del conflicte. Les dades apuntaven a un debilitament de l'activitat, amb un fort retrocés de la producció industrial al gener fins al -1,2 % interanual (des25: 2,2 % interanual), en termes ajustats per estacionalitat i dies treballats, en contrast amb una relativa la resiliència de les vendes al detall (2,0 % interanual; des25: 1,8 %). La primera evidència de l'impacte s'ha reflectit en l'índex agregat de confiança empresarial, el PMI del qual es va situar al març en 50,5 (feb26: 51,9), un mínim de deu mesos, amb més resiliència del sector manufacturer (51,4; feb26: 50,8) que del sector serveis, que va retrocedir amb força (50,1; feb26: 51,9). D'altra banda, la dada avançada d'inflació del març es va accelerar fins al 2,5 % interanual, des de l'1,9 % del mes anterior, mentre que la taxa subjacent va baixar fins al 2,3 % interanual (feb26: 2,4 %), fet que confirma que, per ara, l'impacte s'ha concentrat en els preus de l'energia.

A Espanya, l'economia es trobava en procés de lleugera desacceleració abans de l'inici del conflicte a l'Orient Mitjà. L'índex de confiança empresarial del sector serveis es va moderar al febrer fins a 51,9 (gen26: 53,5), mentre que l'índex del sector manufacturer només va repuntar fins a 50,0 (gen26: 49,2), després de dos mesos consecutius en terreny contractiu. En aquest context, diversos organismes han revisat a la baixa les perspectives de creixement per al país. L'OCDE les situa en el 2,0 % per al 2026 (ant.: 2,1 %) i en l'1,7 % per al 2027 (ant.: 1,8 %), amb una previsió d'inflació del 3,0 % a causa del conflicte a l'Orient Mitjà. L'FMI també ha revisat lleugerament a la baixa el creixement per al 2026 (2,1 %; ant.: 2,3 %) i per al 2027 (1,8 %; ant.: 1,9 %), igualment a causa del conflicte a l'Orient Mitjà. Pel que fa al mercat immobiliari, el preu de l'habitatge manté un dinamisme elevat i es va accelerar fins al 12,9 % interanual el 4T25 (3T25: 12,8 %), segons les dades publicades per l'INE. Finalment, la inflació es va accelerar fins al 3,3 % interanual en la dada preliminar del març (feb26: 2,3 %), mentre que la taxa subjacent —que exclou l'energia i els aliments— es va mantenir en el 2,7 % interanual. El govern ha aprovat un paquet de mesures per mitigar l'impacte del conflicte a l'Orient Mitjà, que inclou, entre d'altres: (i) la rebaixa de l'IVA de gasolina, gas i electricitat (del 21 % al 10 %); (ii) la reducció de l'impost especial sobre hidrocarburs i la suspensió de l'impost sobre la producció elèctrica; (iii) ajudes sectorials (agricultura, transport, etc.); i (iv) la pròrroga automàtica dels contractes de lloguer durant els dos anys vinents.

Taula 1. Quadre macroeconòmic

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

Font: Bloomberg i FMI.

2.2. Entorn financer

El BIS, en el seu informe trimestral, analitza com els mercats financers s'estan ajustant als canvis en les tendències de fons. En concret, la institució assenyalava la pèrdua d'atractiu dels actius que havien mostrat un comportament destacat en l'actual context de més volatilitat, sobretot després de l'esclat del conflicte a l'Orient Mitjà. Aquesta rotació ha perjudicat la renda variable dels Estats Units (principalment en segments *growth* i *large cap*) i ha afavorit les borses europees i japoneses. En els mercats de renda fixa, el BIS destaca que la narrativa prèvia d'augment del pendent del deute sobirà a conseqüència de riscos fiscals creixents s'ha vist recentment interrompuda per, entre altres factors, un augment de les expectatives d'inflació a curt termini. Des d'una perspectiva estructural, l'informe adverteix dels possibles riscos que s'acumulen en el crèdit privat, associat al sector del programari i la intel·ligència artificial (IA).

Un nombre creixent d'analistes financers, supervisors i organismes internacionals alerten sobre l'acumulació de riscos en els mercats de crèdit privat (*private credit*), especialment als Estats Units. En un context de tensió de les condicions financeres globals, el mes de març ha registrat diversos episodis en què fons de crèdit privat han limitat els reemborsaments (*gating*), en superar-se el percentatge màxim establert en els seus fullets d'inversió (generalment fixat en el 5 %). Aquests episodis han afectat gestores especialitzades (com Cliffwater i Ares), però també grans gestores (com BlackRock) i fins i tot bancs d'inversió (com J. P. Morgan).

3. Mercats de renda fixa, divises i primeres matèries

3.1. Bancs centrals

3.1.1. BCE

El BCE, en la reunió del 19 de març, va mantenir inalterats els tipus de referència i va situar el tipus de dipòsit en el 2,00 %. Tanmateix, l'actualització de perspectives, el comunicat i la roda de premsa posterior van evidenciar l'abandonament del discurs de comoditat amb la situació macroeconòmica i una voluntat més gran d'actuar, presumiblement per fer front a l'impacte inflacionari del xoc petroler derivat del conflicte a l'Iran.

En la roda de premsa posterior a la reunió, la presidenta del BCE, Lagarde, va advertir que els riscos per al creixement estan esbiaixats a la baixa i que els riscos sobre la inflació estan esbiaixats a l'alça, especialment a curt termini. En aquest context, Lagarde va evitar afirmar que el BCE se sentís còmode amb la situació actual i va optar per assenyalar que la institució està ben posicionada per assolir l'objectiu d'estabilitat de la inflació al voltant del 2 % a mitjà termini. Així mateix, va destacar l'ús d'expressions com «agilitat» i «fer allò que calgui». En declaracions posteriors, Lagarde ha afirmat que els mercats financers podrien estar mostrant un excés d'optimisme en relació amb la situació a l'Iran.

Pel que fa a les perspectives econòmiques, el BCE va indicar que treballa amb un escenari base —que ha revisat a la baixa—, així com amb dos escenaris més: un d'advers i un altre encara més sever en termes d'impacte del conflicte. En l'escenari base, el BCE va revisar a l'alça la inflació per al 2026 fins al 2,6 % (ant.: 1,9 %) i fins al 2,0 % per al 2027 (ant.: 1,8 %) i no va introduir canvis en les perspectives per al 2028. L'activitat, en canvi, només es va revisar a la baixa el 2026, fins al 0,9 % (ant.: 1,2 %), i es manté sense canvis per al 2027 i el 2028. L'escenari advers preveu la persistència del xoc en les disruptions energètiques fins al 3T26 i fins al 4T26 en l'escenari sever. En aquest escenari, la inflació podria superar el 4 % el 2026.

El mercat, en les fases més agudes d'avversió al risc, ha arribat a descomptar fins a tres increments dels tipus de referència del BCE en el conjunt del 2026, fet que contrasta amb les perspectives d'estabilitat en aquests tipus d'interès abans de l'esclat del conflicte.

3.1.2. Fed

La Fed va decidir mantenir estables els tipus d'interès de referència en el rang del 3,50-3,75 % en la reunió del 18 de març. La decisió va comptar amb l'únic vot en contra de S. Miran, proper a Trump, que va tornar a votar a favor d'una retallada de 25 punts bàsics dels tipus de referència. L'actitud exhibida pel comunicat i pel president de la Fed, Powell, en la roda de premsa posterior a la reunió va ser de cautela. Powell va mostrar més preocupació per la inflació i va indicar que aquesta s'ha de moderar abans que la Fed pugui tornar a dur a terme retallades del tipus rector aquest any. En qualsevol cas, va assenyalar que la majoria dels membres del Comitè de Política Monetària no preveu augmentar els tipus oficials enguany.

La Fed va actualitzar les seves perspectives econòmiques sense introduir canvis substancials en activitat ni en inflació i va revisar lleugerament a l'alça la inflació per al 2026 (fins al 2,7 % anual; ant.: 2,4 %) i per al 2027 (fins al 2,2 %; ant.: 2,1 %), amb una revisió encara més reduïda de la taxa subjacent del deflactor del consum personal, la seva mesura preferida d'inflació. Pel que fa a les perspectives dels membres del Comitè de Política Monetària sobre els tipus d'interès oficials, es manté, de mitjana, la visió d'una retallada addicional del tipus rector el 2026, cosa que suggereix una interpretació del xoc d'inflació com a eminentment temporal.

El pròxim 13 d'abril, el Senat celebrarà l'audiència de confirmació de Kevin Warsh, candidat proposat per Trump per substituir Powell com a president de la Fed. El senador republicà Thom Tillis, membre del Comitè Bancari del Senat, ha indicat que s'oposarà al nomenament fins que l'Administració Trump no tanqui la investigació criminal iniciada contra Powell pel cost d'unes obres de renovació dels edificis de la Fed. Sobre aquesta qüestió, Powell, en la roda de premsa posterior a la reunió de la Fed, la va donar per tancada i es va mostrar disposat a continuar en el comitè si el seu successor no és nomenat a temps.

► **Focus:** [Com serà la Fed sota la direcció de Kevin Warsh?](#)

El mercat no descompta cap retallada del tipus rector de la Fed ni en la pròxima reunió ni en cap de les reunions del 2026, en contrast amb més de dues retallades addicionals fins a finals del 2026 que el mercat preveia el mes anterior.

3.1.3. Altres bancs centrals

La pràctica totalitat dels bancs centrals que van celebrar reunions de política monetària durant aquest mes van adoptar una actitud de cautela (*wait-and-see*) en espera que es concretin els impactes macroeconòmics i financers del conflicte a l'Orient Mitjà. Cal recordar que aquests xocs d'oferta suposen un repte per als bancs centrals, ja que generen moviments contraris en l'activitat (a la baixa) i en els preus (a l'alça), fet que genera dubtes sobre la política òptima.

El Banc d'Anglaterra va mantenir el tipus rector en el 3,75 % en la reunió de març, en una decisió adoptada per unanimitat per primera vegada des del setembre del 2021, i va mostrar una actitud procliu a ajustar la política monetària en indicar la seva «disposició a actuar» i en eliminar del comunicat les referències a futurs rectors del tipus oficial. El mercat descompta dos augments del tipus rector del Banc d'Anglaterra en les reunions de primavera i d'estiu, fet que contrasta amb les gairebé dues retallades descomptades abans de l'inici del conflicte.

Altres bancs centrals que han mantingut inalterats els tipus d'interès en les reunions de política monetària del mes de març són el Banc del Japó (0,75 %), el Banc Nacional de Suïssa (0,00 %) i el Riksbank de Suècia (1,75 %).

Taula 2. Pròxims esdeveniments macrofinancers

Data	Reunió/Esdeveniment	Comentari
28 d'abril	Reunió del Banc del Japó	Es descompta una probabilitat elevada (69 %) d'un augment del tipus de referència
29 d'abril	Reunió de la Fed	No es descompta cap acció sobre el tipus rector
30 d'abril	Reunió del BCE	Es descompta una probabilitat alta (50 %) d'un augment del tipus de referència
30 d'abril	Reunió del Banc d'Anglaterra	Es descompta una probabilitat alta (43 %) d'un augment del tipus de referència

3.2. Renda fixa

Les corbes de deute sobirà s'han desplaçat a l'alça durant el darrer mes. Aquest moviment s'explica per les perspectives d'inflació més elevades derivades de l'augment dels preus energètics provocat pel conflicte a l'Orient Mitjà, cosa que impulsa la compensació per inflació exigida pels inversors —davant d'una inflació més elevada i d'una incertesa i volatilitat més grans sobre aquesta— i per la probabilitat més alta que els bancs centrals elevin els tipus d'interès oficials per contenir-la. De fet, en un context d'avversió al risc en els mercats financers, la rendibilitat real dels bons (exclosa la compensació per inflació) s'hauria desplaçat a la baixa.

L'augment de la rendibilitat ha estat més marcat en els tipus d'interès a curt termini, ja que és on es podria concentrar el període inflacionari i perquè són els més afectats pel canvi en les perspectives de la política monetària. Així, la corba ha tendit a un cert aplanament, més evident en el deute públic europeu que en el nord-americà. Això respon, possiblement, a: (i) el deteriorament de les perspectives fiscals als Estats Units pels costos directes del conflicte; (ii) la previsible necessitat dels estats del golf Pèrsic de reduir les tinences de bons dels Estats Units per adoptar mesures d'estímul econòmic davant l'impacte del conflicte; i (iii), de manera més estructural, una nova erosió de la base compradora d'actius del Tresor dels Estats Units per part d'aquests mateixos països.

Les primes de risc sobirà europees han repuntat en un entorn de més aversió al risc. La prima de risc a 10 anys d'Espanya s'ha tornat a situar per sobre dels 50 punts bàsics, un màxim des del novembre del 2025, en contrast amb els nivells per sota dels 40 punts bàsics assolits durant els dos primers mesos de l'any. En el cas del deute francès, el repunt l'ha situat per sobre dels 70 punts bàsics, enfront de nivells inferiors als 60 punts bàsics registrats durant el mes de febrer, afavorit, en part, per una més gran estabilitat política domèstica, concretada en l'aprovació dels pressupostos públics per al 2026. Itàlia ha registrat un dels increments més destacats en la seva prima de risc sobirana a 10 anys, fins a superar els 90 punts bàsics, màxim des del juny del 2026, en comparació amb nivells d'entre 60 i 70 punts bàsics durant els primers mesos de l'any, penalitzada per l'avversió més gran al risc, però també pel revés judicial a la seva proposta de reforma constitucional del sistema judicial.

Els *spreads* de crèdit corporatiu en euros es van ampliar de manera notable en un context de forta aversió al risc, en què persisteix una certa preocupació per l'evolució dels resultats empresarials en un entorn de disrupció tecnològica en un gran nombre de sectors. Així, els *spreads* del deute corporatiu d'alta qualitat creditícia (*investment grade*) van repuntar fins a màxims assolits després dels anuncis aranzelaris del Liberation Day l'abril del 2025, amb un comportament similar al del deute corporatiu de menys qualitat creditícia (*high yield*).

3.3. Divises i primeres matèries

El dòlar es va apreciar en els seus principals encreuaments en un entorn caracteritzat per l'augment de l'avversió al risc derivat del conflicte a l'Orient Mitjà i, davant de l'euro, s'ha mogut

en un rang al voltant dels 1,15 dòlars per euro. En termes del tipus de canvi efectiu, el dòlar s'ha depreciat fins a mínims des del maig del 2025 en moments d'elevada incertesa associada a la política comercial dels Estats Units.

El preu del petroli ha assolit màxims del 2022 a conseqüència de la interrupció parcial del trànsit a l'estret d'Ormuz i s'ha consolidat per sobre dels 100 dòlars per barril en el cas de la referència Brent. En qualsevol cas, el preu ha estat sotmès a una volatilitat molt elevada, amb forts vaivens fins i tot en la cotització intradia en resposta als esdeveniments. La reducció de l'oferta procedent del golf Pèrsic constitueix el xoc més gran d'oferta de petroli a escala històrica i només s'ha pogut compensar parcialment amb l'alliberament de reserves estratègiques, l'aixecament de sancions i l'ús de rutes alternatives, entre d'altres. La caiguda de l'oferta justifica els nivells de preus assolits, i fins i tot nivells superiors, i suggereix que una extensió del conflicte podria donar lloc a augments més elevats dels preus, necessaris per a la «destrucció» de demanda, tal com s'ha observat en episodis anteriors de forts augments de preus.

El caràcter més regional del mercat de gas natural s'està posant de manifest. Mentre que el preu domèstic als Estats Units s'ha mantingut pràcticament inalterat, el preu de les referències de gas natural liquat a Europa i a l'Àsia ha repuntat amb força, atesa la importància de Qatar —els fluxos del qual han de travessar necessàriament l'estret d'Ormuz— com a proveïdor en aquests mercats. Una extensió temporal del conflicte podria portar els Estats Units a restringir les exportacions de productes energètics, molt rellevants per a un bon nombre de països europeus, inclosos Espanya, Alemanya, França i els Països Baixos.

Els preus dels metalls preciosos han retrocedit al març, continuant la correcció iniciada en mesos anteriors, llastats per la fortalesa del dòlar, unes perspectives de laxitud monetària més baixa i, addicionalment, en el cas de l'or, per notícies sobre vendes del metall per part de bancs centrals, com el de Turquia. Per la seva banda, els metalls industrials han registrat retrocessos davant del possible impacte del conflicte a l'Orient Mitjà sobre el cicle econòmic global.

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	2,65	-50,0
BCE - Tipus de dipòsit (%)	2,00	2,00	0,0	2,00	0,0	2,50	-50,0
Euribor 3 mesos (%)	2,12	2,01	10,9	2,03	9,6	2,33	-20,6
Euribor 12 mesos (%)	2,93	2,22	71,0	2,24	68,9	2,32	60,8
Alemanya: Bo 2 anys (%)	2,62	2,00	61,8	2,12	49,4	2,05	56,9
Alemanya: Bo 10 anys (%)	3,01	2,64	36,9	2,86	15,7	2,74	27,4
Espanya: Bo 2 anys (%)	2,74	2,12	62,8	2,27	47,5	2,21	53,6
Espanya: Bo 10 anys (%)	3,52	3,06	45,3	3,29	22,7	3,37	14,3
Espanya: Prima de risc a 10 anys (pb)*	50,3	41,9	8,4	43,3	7,0	63,4	-13,1
França: Prima de risc a 10 anys (pb)*	71,30	57,50	13,8	70,90	0,4	71,50	-0,2
Itàlia: Prima de risc a 10 anys (pb)*	90,50	62,80	27,7	69,60	20,9	112,90	-22,4
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 (%)	3,77	3,37	40,0	3,47	30,2	3,88	-10,9
Estats Units: Bo 10 anys (%)	4,30	3,94	36,3	4,17	13,4	4,21	9,5
RF Corporativa EUR 3-5 anys <i>Investment grade</i> (pb)*	71,59	56,36	15,2	50,66	20,9	63,63	8,0
RF Corporativa EUR 3-5 anys <i>High yield</i> (pb)*	353,68	263,70	90,0	244,24	109,4	327,88	25,8
Dòlars per euro	1,152	1,169	-1,47%	1,175	-1,96%	1,082	6,47%
Lliures esterlines per euro	0,869	0,872	-0,31%	0,872	-0,29%	0,837	3,82%
Yens per euro	183,4	184,0	-0,32%	184,0	-0,34%	162,2	13,05%
Dòlar (tipus de canvi efectiu)	100,2	97,6	2,62%	98,3	1,87%	105,3	-4,84%
Brent (dòlars per barril)	117,4	72,5	62,02%	60,9	92,98%	74,7	57,12%
Or (dòlars per unça)	4583,5	5322,1	-13,88%	4319,4	6,11%	3123,6	46,74%

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

* p.b. fa referència a punts bàsics, equivalents al 0,01 %.

Font: Bloomberg.

3.4. Mercats de renda variable

El març del 2026, la renda variable ha tingut un comportament clarament negatiu. Els mercats han anat perdent força al llarg del mes, amb caigudes acumulades en els principals índexs d'entre

el -4 % i el -8 % des dels màxims recents, especialment als Estats Units i a Europa. Aquest moviment ha anat acompanyat d'un repunt de les rendibilitats dels bons sobirans, fet que ha restat atractiu relatiu a la borsa. El deteriorament de l'entorn geopolític derivat de l'augment de les tensions a l'Orient Mitjà ha incrementat la incertesa global i ha provocat episodis de volatilitat i sortides de capital dels actius de risc. A això s'hi afegeix un canvi en les expectatives de tipus d'interès, amb el mercat reduint la probabilitat de baixades i fins i tot considerant possibles pujades a mitjà termini.

La temporada de resultats corresponent al 1T26 comença formalment a la segona meitat d'abril. Malgrat la percepció generalitzada que el conflicte a l'Orient Mitjà ha començat a afectar les previsions microeconòmiques, la realitat apunta que, de moment, les estimacions de beneficis empresarials agregades no només no han retrocedit, sinó que s'han revisat a l'alça. Es tracta d'un moviment que presenta cert paral·lelisme amb la crisi energètica més recent (guerra entre Rússia i Ucraïna des del febrer del 2022) i que respon al fet que les companyies, en primera instància, són capaces de repercutir al client final un augment de preus que es trasllada en excés al compte de resultats i genera un increment més que notable en el benefici net. En aquest context, segons Bloomberg, el creixement esperat de les vendes empresarials en el 1T26 de l'S&P 500 seria del +6,8 % interanual i del +11,4 % en els beneficis, mentre que, en el cas de l'Stoxx 600 europeu, el consens espera un -1,0 % en vendes i un +7,6 % en beneficis.

Pel que fa al posicionament dels inversors, tot i que aquesta època de l'any sol ser favorable per als actius de risc, comencen a observar-se alguns senyals de feblesa. En general, una bona part dels inversors està reduint l'exposició a la borsa. Alguns models automàtics d'inversió (com els CTA) fins i tot es troben a prop d'apostar a la baixa en la renda variable nord-americana. Al mateix temps, altres fons que ajusten el seu risc en funció de la volatilitat continuen força invertits, cosa que podria generar més vendes si la volatilitat es manté alta. Per la seva banda, els *hedge funds* han reduït el nivell de palanquejament durant tres setmanes consecutives, allunyant-se de nivells molt elevats, tot i que encara no es pot parlar d'una retirada completa del risc. Aquesta actitud més prudent també s'observa en inversors tradicionals i particulars. A més, el suport de les mateixes empreses al mercat està disminuint, ja que moltes entren en el període en què no poden recomprar accions, fet que redueix una font important de demanda.

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)	5582,98	6138,41	-9,05%	5791,41	-3,60%	5248,39	6,38%
IBEX 35 (Espanya)	17137,80	18360,80	-6,66%	17307,80	-0,98%	13135,40	30,47%
DAX (Alemanya)	22743,44	25284,26	-10,05%	24490,41	-7,13%	22163,49	2,62%
CAC (França)	7823,23	8580,75	-8,83%	8149,50	-4,00%	7790,71	0,42%
FTSE MIB (Itàlia)	44257,85	47209,89	-6,25%	44944,54	-1,53%	38051,99	16,31%
Dow Jones Industrial (Estats Units)	45216,14	48977,92	-7,68%	48063,29	-5,92%	42001,76	7,65%
S&P 500 (Estats Units)	6343,72	6878,88	-7,78%	6845,50	-7,33%	5611,85	13,04%
NASDAQ (Estats Units)	22953,38	24960,04	-8,04%	25249,85	-9,09%	19278,45	19,06%
Russell 2000 (Estats Units)	2414,01	2632,36	-8,30%	2481,91	-2,74%	2011,91	19,99%
Nikkei 225 (Japó)	51063,72	58850,27	-13,23%	50339,48	1,44%	35624,48	43,34%
Hang Seng (Hong Kong)	3721,24	4068,51	-8,54%	3907,62	-4,77%	3447,13	7,95%

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	20,9%	Energy	15,6%	Energy	10,0%
Consumer Staples	3,3%	Materials	2,9%	Utilities	-2,2%
Utilities	-1,4%	Utilities	-2,8%	Financials	-5,4%
Financials	-5,7%	Communication Services	-4,1%	Consumer Staples	-5,6%
Real Estate	-7,4%	Health Care	-4,8%	Materials	-6,9%
Communication Services	-7,5%	Financials	-7,6%	Consumer Discretionary	-7,4%
Industrials	-7,8%	Consumer Staples	-9,1%	Information Technology	-8,3%
Materials	-8,9%	Information Technology	-11,1%	Health Care	-8,5%
Consumer Discretionary	-9,0%	Consumer Discretionary	-12,6%	Communication Services	-10,3%
Health Care	-12,3%	Industrials	-13,9%	NullGroup	-11,7%
Information Technology	-25,7%				

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 honestat, 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.