

1. Entorn geopolític

1.1. Geopolítica internacional

El conflicte a l'Orient Mitjà redueix la intensitat amb l'obertura de vies diplomàtiques i l'anunci d'un alto el foc mediat pel Pakistan, on tenen lloc les negociacions de pau entre els Estats Units i l'Iran. L'alto el foc anunciat el 8 d'abril, després d'una escalada prèvia del president Donald Trump que va incloure un ultimàtum, no s'ha respectat plenament, especialment pels atacs d'Israel al Líban, i, contràriament als anuncis del president Trump, tampoc no ha suposat l'obertura de l'estret d'Ormuz. En aquest sentit, **l'Iran manté el control efectiu del trànsit en aquesta via marítima**, amb el cobrament de peatges i l'establiment d'un pas selectiu per a determinats combois. Com a resposta, els Estats Units van anunciar el seu propi bloqueig de l'estret per limitar el pas als vaixells autoritzats per l'Iran i impedir el finançament del règim (inclòs el finançament mitjançant l'exportació de petroli i gas natural). L'últim mes s'han produït incidents en què diversos vaixells han estat amenaçats o atacats per algun dels bloquejos presents a la regió (el de l'Iran i el dels Estats Units).

Les negociacions de pau entre l'Iran i els Estats Units han estat marcades per una elevada incertesa, especialment per part de la delegació nord-americana, amb anuncis contradictoris sobre el viatge, el retorn i el grau d'avanç de les negociacions. Un punt de contenció recent és el bloqueig naval dels Estats Units, que l'Iran exigeix aixecar com a condició prèvia a les negociacions, mentre que els Estats Units defensen mantenir-lo fins que s'arribi a un acord definitiu. Segons diverses informacions, aquestes negociacions es basen en la «proposta de deu punts» formulada per l'Iran, que inclou, entre altres aspectes: (i) el cessament de les operacions d'Israel al Líban, un punt que tant els Estats Units com Israel consideren inacceptable; (ii) el dret de l'Iran a mantenir el seu programa nuclear d'enriquiment d'urani, mentre que els Estats Units buscarien una pausa temporal però prolongada d'aquest programa i el lliurament de l'actual inventari d'urani del país persa; i (iii) l'establiment d'un sistema de peatges a l'estret d'Ormuz, que seria inacceptable per als països àrabs aliats dels Estats Units. El president **Trump va anunciar el 23 d'abril una pròrroga de tres setmanes de l'alto el foc**, després que no s'arribés a cap acord en la data prevista de finalització del primer alto el foc de dues setmanes anunciat el 8 d'abril.

Segons la premsa, l'Administració Trump intenta posar fi al conflicte com més aviat millor, atès que la seva durada s'està acostant als límits anunciats inicialment i que la intensitat del conflicte i la resistència de l'Iran han superat les previsions inicials. Tot plegat està generant diversos efectes: (i) una acumulació de costos directes, és a dir, militars i operacionals; (ii) un impacte econòmic que ja es fa notar, per exemple, en l'augment del preu de la gasolina, que ha registrat màxims als Estats Units des del 2022; i (iii) una erosió de la popularitat del president i del Partit Republicà, especialment en àrees com la gestió econòmica, fet que resulta preocupant de cara a les eleccions de mig mandat.

► 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)

► Focus: [Alto el foc a l'Orient Mitjà](#) (10-abr-2026)

L'Administració Trump ha iniciat el procés per retornar els ingressos derivats dels aranzels declarats il·legals pel Tribunal Suprem dels Estats Units. En principi, els reemborsaments

començaran a partir de l'11 de maig i s'adreçaran a les empreses importadores que els van abonar en el seu moment. D'altra banda, el Govern dels Estats Units ja ha iniciat les investigacions relacionades amb l'establiment de nous aranzels en el marc de la secció 301 i, segons diverses informacions, es basarien en possibles pràctiques de treballs forçats i en el perjudici a la indústria nord-americana en funció del país d'origen. Els aranzels actuals per països, imposats després de la suspensió dels aranzels del Liberation Day, només es mantindran vigents fins al 24 de juliol si no són ratificats pel Congrés dels Estats Units.

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

L'1 de maig entra en vigor l'acord interí entre el Mercosur i la UE, que comportarà les primeres retallades aranzelàries i obrirà la possibilitat que les empreses europees participin en licitacions públiques als països del Mercosur. També comença la simplificació de les regles per a la concessió de llicències, l'eliminació de processos discriminatoris i la introducció de la llibertat de circulació de treballadors.

► **Focus:** [El tractat de lliure comerç entre la UE i el Mercosur](#)

1.2. Política domèstica

Als Estats Units, la popularitat de Trump en les enquestes marca nous mínims, fet que introdueix la possibilitat que el Partit Republicà perdi el control del Senat i de la Cambra de Representants. El conflicte a l'Orient Mitjà i l'augment del preu de la gasolina han reduït la confiança en la gestió de l'economia per part de Trump, un àmbit en què el seu suport s'havia mantingut sòlid en mesos anteriors, especialment en termes diferencials respecte al Partit Demòcrata. La caiguda de la popularitat és preocupant per a Trump i el seu partit de cara a les eleccions de mig mandat que se celebraran el novembre d'aquest any. Les perspectives electorals basades en models estadístics i en mercats de predicció atorguen una probabilitat molt elevada que el Partit Demòcrata recuperi el control de la Cambra de Representants, mentre que el control del Senat es preveu més disputat. La pèrdua de totes dues cambres podria limitar l'agenda política de l'Administració Trump, fins i tot amb la possibilitat d'un nou procés de destitució (*impeachment*) plantejat per alguns representants del Partit Demòcrata.

El Govern del primer ministre Keir Starmer al Regne Unit es troba sota una pressió política creixent en relació amb el nomenament de Peter Mandelson com a ambaixador als Estats Units el 2025. Noves informacions confirmen que l'anunci de la seva designació es va produir malgrat no haver superat una verificació d'antecedents. A conseqüència, el primer ministre i membres del seu Govern han comparegut davant del Parlament. Peter Mandelson està acusat d'haver filtrat informació confidencial del Govern i d'aparèixer en la coneguda llista Epstein. Tot plegat ha fet augmentar les peticions d'un canvi de lideratge dins del Partit Laborista en un context en què les enquestes confirmen el retrocés del seu suport electoral i l'ascens del partit Reform UK, liderat pel polític pro-Brexit Nigel Farage, amb una agenda populista.

A Hongria, l'oposició es va imposar en les eleccions generals i va desbancar Viktor Orbán com a primer ministre, després de setze anys de mandat del seu partit, Fidesz. El partit del nou primer ministre, Péter Magyar, TISZA, va obtenir, a més, una majoria de dos terços, fet que li permetrà impulsar canvis profunds en l'àmbit institucional. En termes de política europea, Magyar té un perfil més proeuropeu que Orbán (que havia rebut suports explícits durant la seva campanya electoral tant de Trump com de Putin) i s'espera que es puguin superar els vetos habitualment introduïts per Orbán en política exterior, incloses les sancions a Rússia.

A Espanya, les eleccions autonòmiques confirmen l'avanç del PP, la resistència del PSOE, un cert sostre de Vox i la debilitat de l'esquerra. En els comicis recents, el Partit Popular s'ha imposat en les eleccions celebrades a Extremadura (21 de desembre de 2025), a l'Aragó (8 de febrer de 2026) i a Castella i Lleó (15 de març de 2026), tot i que en tots els casos necessita el suport de Vox per governar. A Extremadura, María Guardiola va assolir la presidència després de

les negociacions amb Vox, mentre que aquestes continuen obertes a les altres dues regions. Un punt de contenció en diversos fronts de negociació entre el PP i Vox és el concepte de «prioritat nacional» en la concessió d'ajudes socials. A Andalusia (eleccions previstes per al 17 de maig), les enquestes apunten que el Partit Popular podria assolir una majoria absoluta sense dependre de Vox. Els partits d'esquerres han plantejat una coalició (Sumar, Podem i IU) en les eleccions andaluses per millorar el seu resultat electoral.

2. Entorn macroeconòmic i financer

2.1. Entorn econòmic

L'FMI va actualitzar les seves perspectives econòmiques per incorporar l'impacte del conflicte a l'Orient Mitjà. La institució va revisar a la baixa la previsió de creixement global per al 2026 en dues dècimes, del 3,3 % anual al 3,1 %, i va mantenir sense canvis la del 2027 en el 3,2 %. La revisió més significativa es va centrar en les perspectives d'inflació, que, a escala global, es van elevar fins al 4,4 % el 2026 (previsió anterior: 3,8 %) i el 3,7 % el 2027 (previsió anterior: 3,4 %). L'exercici de previsió recull l'impacte del tancament parcial de l'estret d'Ormuz i dels danys a instal·lacions energètiques a la regió arran del conflicte iniciat el febrer del 2026. L'FMI destaca que l'augment de les inversions tecnològiques, unes condicions financeres acomodaticies i l'impuls de les polítiques fiscal i monetària han contribuït a esmorteir parcialment els primers impactes adversos del conflicte. Pel que fa al conflicte a l'Orient Mitjà, l'FMI va dissenyar dos escenaris (un d'advers i un de sever) basats en preus mitjans del cru més elevats durant un període més prolongat, que comportarien efectes més significatius sobre l'activitat i la inflació.

► **Focus:** [FMI: actualització de perspectives \(abril del 2026\)](#)

Als Estats Units, l'impacte del conflicte comença a reflectir-se en alguns indicadors, encara que amb el suport d'una inèrcia favorable. Al març, es van afegir 178.000 nous llocs de treball, malgrat noves revisions a la baixa en les dades de creació d'ocupació dels mesos anteriors. Així, la taxa d'atur es va moderar fins al 4,3 % (feb26: 4,4 %), fet que confirma la solidesa del mercat laboral, que, juntament amb les retallades impositives, permet sostenir el consum privat, tal com es va reflectir en les vendes al detall, que al març es van mantenir en el 4,0 % interanual, màxims des del setembre del 2025. Per la seva banda, els índexs de confiança han mostrat retrocessos notables. La confiança empresarial ISM del sector serveis es va moderar fins a 54, davant els 56,3 del mes anterior, que representaven un màxim des del 2022. La confiança del consumidor es va moderar en el cas de l'índex elaborat per la Universitat de Michigan, fins a un mínim històric. La inflació es va accelerar al març fins al 3,3 % interanual (feb26: 2,4 %), el seu augment mensual més elevat des del juny del 2022, impulsada pels preus energètics, com ho evidencia el fet que l'índex subjacent, que exclou energia i aliments, va repuntar de manera més moderada fins al 2,6 % interanual (feb26: 2,4 %).

L'economia xinesa es va accelerar durant el primer trimestre, amb un PIB que va assolir un creixement del 5,0 % interanual (4T25: 4,5 %). El dinamisme del PIB s'explica per la bona evolució del sector manufacturer, possiblement associat al bon comportament recent de les exportacions, a l'excepció del darrer registre, corresponent al març del 2026, que va mostrar una notable desaceleració de les exportacions fins al 2,5 % interanual, el ritme més baix des de l'octubre del 2025. Entre els indicadors de més alta freqüència destaca la moderació de la producció industrial fins al 5,6 % interanual (feb26: 6,3 %), tot i que es manté en nivells elevats. La demanda domèstica continua feble i les vendes al detall es van reduir fins a l'1,7 % interanual, després de la lleugera acceleració registrada el febrer del 2026, possiblement associada a distorsions pròpies de l'Any Nou xinès. En la mateixa línia, el mercat immobiliari va registrar al març una nova acceleració de la caiguda dels preus fins al -3,4 % interanual (feb26: -3,2 %). La inflació es va moderar fins a l'1,0 % interanual des de l'1,3 % del febrer i es manté en nivells

relativament elevats en comparació amb els registres dels darrers anys, en què l'economia es troba en un procés desinflacionari.

A la zona euro, l'impacte del conflicte es reflecteix en els indicadors de confiança. En el conjunt de la zona euro, l'índex ZEW de confiança empresarial va caure a l'abril fins a -20,4, mínims des del 2022, mentre que el PMI de serveis va retrocedir fins a 47,4 (mar26: 50,2), entrant en terreny compatible amb la contracció econòmica per primera vegada des de l'octubre del 2025. A Alemanya, l'índex ZEW de sentiment econòmic empresarial es va situar en terreny negatiu a l'abril (-17,2; mar26: -0,5), el registre més baix des de l'octubre del 2022, mentre que, el mateix mes, l'índex IFO es va moderar fins a 84,4, el nivell més baix des del maig del 2020. Pel que fa al PIB, el primer trimestre del 2026 es va expandir un 0,1 % trimestral en el conjunt de la regió, destacant un creixement del 0,3 % a Alemanya i del 0,6 % a Espanya, mentre que França es va mantenir estancada en el 0,0 % i Itàlia va créixer un 0,2 %. La inflació va assolir el 3,0 % a l'abril (mar26: 2,6 %), tot i que la inflació subjacent va moderar el seu creixement fins al 2,2 % interanual (mar26: 2,3 %).

Dades mixtes a Espanya. En positiu, destaca la resiliència de l'activitat després de l'inici del conflicte a l'Orient Mitjà, amb l'índex de confiança empresarial PMI del sector serveis mantenint-se en terreny expansiu i, de fet, repuntant fins a 53,3 (feb26: 51,9), amb una millora generalitzada per components. El PIB del primer trimestre va mostrar resistència en registrar un creixement del 0,6 %, inferior al del trimestre anterior (4T25: 0,8 %), però superior a les expectatives dels analistes. Pel que fa a l'afiliació a la Seguretat Social, al març es va registrar un augment de 80.000 persones, per sobre de la mitjana dels últims cinc anys, tot i que possiblement condicionat per l'estacionalitat pròpia de la Setmana Santa. Així, el nombre d'afiliats a la Seguretat Social a Espanya va superar per primera vegada els 22 milions de persones. En canvi, la taxa d'atur va augmentar el primer trimestre del 2026 fins al 10,8 % (4T25: 10,0 %; 1T25: 11,4 %), amb una notable destrucció d'ocupació en el sector serveis. La confiança empresarial del sector manufacturer es va moderar fins a 48,7 al març (feb26: 50). Pel que fa als preus, la inflació es va moderar fins al 3,2 % a l'abril (mar26: 3,4 %), en part com a resultat de la decisió del Govern de reduir la imposició sobre els productes energètics en resposta al conflicte a l'Iran. El Govern ha adoptat dues mesures rellevants durant el darrer mes: (i) un Reial decret que autoritza la regularització extraordinària d'immigrants; i (ii) el Pla Estatal d'Habitatge 2026-2030, amb una dotació de 7.000 milions d'euros, que inclou objectius en matèria de nova construcció, rehabilitació i suport als col·lectius més vulnerables.

Taula 1. Quadre macroeconòmic

		Dades			Perspectives 2026
		Darrera dada	Fa 3 mesos	Fa 1 any	(FMI, abr-26)
Estats Units	PIB (% interanual)	2,7	2,0	2,0	2,3
	IPC (% interanual)	3,3	2,7	2,4	3,2
	Taxa d'atur (%)	4,3	4,4	4,2	4,4
Zona euro	PIB (% interanual)	0,8	1,2	1,6	1,1
	IPC (% interanual)	3,0	1,7	2,2	2,6
	Taxa d'atur (%)	6,2	6,3	6,3	6,2
Espanya	PIB (% interanual)	2,7	2,6	3,1	2,1
	IPC (% interanual)	2,8	2,6	2,4	3,0
	Taxa d'atur (%)	10,8	9,9	11,4	9,8

Font: Bloomberg i FMI.

2.2. Entorn financer

L'FMI, en el seu informe d'estabilitat financera global, assenyala que la posició de fortalesa en què es trobaven els mercats financers a principis del 2026 és posada a prova pel conflicte a l'Orient Mitjà. La institució destaca que els mercats han mostrat resiliència en la seva capacitat per absorbir l'impacte inicial –amb moviments de mercat significatius– i que el seu funcionament ha estat ordenat. El conflicte ha provocat un cert enduriment de les condicions financeres globals, tot i que inferior al registrat en episodis anteriors. No obstant això, aquest fet

també suggereix que no s'està considerant prou la possibilitat d'escenaris més adversos. L'FMI subratlla que l'augment de la inflació és el principal canal de transmissió del conflicte als mercats financers i complica la tasca dels bancs centrals, que s'enfronten al dilema entre l'increment de la inflació i el possible deteriorament econòmic.

L'FMI també adverteix sobre la situació en els mercats de crèdit privat, tot destacant-ne la creixent importància per a l'economia i per al sistema financer, així com els reptes creixents associats a la seva opacitat, a les seves pràctiques de valoració, al desajust dels seus balanços (amb un ús extensiu de finançament a curt termini davant d'actius a llarg termini) i a l'augment recent de la morositat en el sector. Tots aquests factors constitueixen vulnerabilitats que podrien quedar exposades en cas d'un xoc advers en els mercats financers.

3. Mercats de renda fixa, divises i primeres matèries

3.1. Bancs centrals

3.1.1. BCE

El BCE no va introduir canvis en els tipus de referència en la reunió del 30 d'abril, tot i que sí que va assenyalar una disposició més gran a actuar ben aviat. La màxima autoritat monetària va mantenir el tipus de dipòsit en el 2,00 %, si bé diverses declaracions en la roda de premsa posterior a la reunió del Consell de Política Monetària apunten a una probabilitat més elevada d'un augment del tipus rector en la pròxima reunió. En concret, la presidenta del BCE, Christine Lagarde, va advertir d'una intensificació dels riscos a l'alça sobre la inflació (i a la baixa sobre l'activitat) i, tot i que la decisió de mantenir els tipus inalterats en aquesta reunió va ser unànime, va indicar que s'havia produït un debat sobre un possible increment dels tipus d'interès. A més, Lagarde va alertar dels riscos per a la inflació derivats de l'impacte del conflicte a l'Orient Mitjà a través dels costos de transport, dels preus dels aliments i de les cadenes globals de producció, especialment si el conflicte es prolonga en el temps.

El mercat descompta un augment del tipus de dipòsit en la reunió de juny i fins a tres increments dels tipus de referència del BCE en el conjunt del 2026, en contrast amb les perspectives d'estabilitat dels tipus d'interès abans de l'esclat del conflicte.

3.1.2. Fed

La Fed va decidir mantenir inalterats els tipus d'interès de referència en el rang del 3,50-3,75 % en la reunió del 29 d'abril. La decisió va comptar amb vuit vots a favor i quatre en contra, la xifra més elevada en una decisió de la Fed des del 1992. Tres membres es van oposar a la inclusió de llenguatge que es podria interpretar com una intenció de reduir els tipus d'interès, mentre que Stephen Miran, pròxim a Trump, va tornar a votar a favor d'una retallada de 25 punts bàsics.

En la roda de premsa posterior, el president de la Fed, Jerome Powell, va assenyalar que el debat sobre el llenguatge del comunicat va ser intens i que el gruix del Comitè de Política Monetària semblava situar-se a prop de la neutralitat, cosa que suggereix l'adequació dels tipus d'interès actuals a la situació macroeconòmica. En aquest sentit, Powell també va afirmar que una majoria de membres no considerava necessari enviar cap senyal al públic i als mercats i que la situació econòmica apunta a no modificar l'orientació de la política monetària en un context d'elevada incertesa derivada del conflicte a l'Orient Mitjà.

El nomenament de Kevin Warsh, el candidat proposat per Trump, com a president de la Fed se sotmetrà a votació al ple del Senat, fet que pràcticament en garanteix l'aprovació abans que finalitzi el mandat de l'actual president, Jerome Powell. Aquesta votació tindrà lloc després que, arran de la seva compareixença davant el Comitè Bancari del Senat, el senador republicà Thom

Tillis accedís al seu nomenament, havent-s'hi oposat anteriorment a causa de la demanda presentada per l'Administració Trump contra Powell pel sobrecost d'unes obres als edificis de la Reserva Federal. En la seva compareixença, Warsh va assenyalar tres àrees prioritàries d'actuació durant el seu mandat: (i) un nou règim de comunicació; (ii) un canvi en la mesura de la inflació objectiu, que afavoriria una mitjana ajustada de l'IPC subjacent; i (iii) la reducció del balanç de la Fed. Pel que fa a Trump, Warsh va intentar marcar un perfil independent respecte del president i va reiterar la importància de la independència de la Fed perquè pugui actuar únicament en funció de la situació de l'economia. Per la seva banda, Powell va mostrar la seva disposició a mantenir la seva posició dins del Comitè de Política Monetària un cop finalitzi el seu mandat com a president de la Fed.

► **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 abans de l'inici del conflicte.

3.1.3. Altres bancs centrals

El Banc d'Anglaterra va mantenir el tipus rector en el 3,75 % en la reunió del 30 d'abril, amb vuit vots a favor de la decisió i un únic vot en contra, favorable a un increment del tipus d'interès en 25 punts bàsics. Tot i que el governador del Banc d'Anglaterra, Andrew Bailey, va evitar comprometre's a una pujada del tipus rector en la pròxima reunió atesa l'elevada incertesa, el comunicat apunta a la possibilitat que la màxima autoritat monetària hagi d'adoptar un ritme elevat d'increment dels tipus d'interès. El Comitè de Política Monetària va considerar diversos escenaris associats al possible impacte del conflicte a l'Orient Mitjà sobre els preus de l'energia, amb el més advers que duria la inflació per sobre del 6 % interanual a principis del 2027.

El Banc del Japó, en la reunió del 28 d'abril, va mantenir el tipus de referència en el 0,75 %, encara que la decisió va comptar amb sis vots a favor i tres en contra, que proposaven un augment del tipus rector. En un altre senyal de predisposició més gran a apujar els tipus d'interès en reunions futures, el Banc del Japó va revisar a l'alça les previsions d'inflació. El governador de la institució, Kazuo Ueda, va assenyalar la necessitat d'avaluar les implicacions del conflicte a l'Orient Mitjà i de determinar com respondre a allò que sembla un xoc temporal d'oferta.

Taula 2. Pròxims esdeveniments macrofinancers

Data	Reunió/Esdeveniment	Comentari
10 de juny	Reunió del BCE	El mercat atorga una elevada probabilitat a un augment de 25 punts bàsics del tipus de dipòsit
16 de juny	Reunió de la Fed	No es descompta cap acció sobre el tipus rector

3.2. Renda fixa

Les corbes de deute sobirà es troben en nivells similars als d'un mes enrere. L'anunci de l'alto el foc entre els Estats Units i l'Iran va permetre una certa relaxació del preu del petroli i un retrocés de les rendibilitats de la renda fixa sobirana. Tot i això, desenvolupaments posteriors, com el bloqueig introduït pels Estats Units a l'estret d'Ormuz i la manca d'avenços en les negociacions que tenen lloc al Pakistan, van provocar un nou augment del preu del cru i dels tipus d'interès. L'augment dels tipus d'interès des de l'inici del conflicte a l'Orient Mitjà incorpora una compensació més gran per inflació (component nominal), però també una probabilitat més gran que els bancs centrals apugin els tipus d'interès per combatre-la (component real). En tots dos casos, l'impacte ha estat més intens en les rendibilitats de la renda fixa sobirana a curt termini, més sensible a l'actuació dels bancs centrals i en la qual es concentra el previsible augment de la

inflació. Al Japó, destaca l'augment notable de la rendibilitat del deute públic, la referència a deu anys del qual ha assolit nous màxims des del 1997.

Les primes de risc sobirà europees s'han relaxat malgrat la incertesa. La prima de risc d'Espanya, mesurada pel diferencial entre la rendibilitat del deute espanyol a deu anys i la del deute alemany a deu anys, s'ha tornat a situar per sota dels 50 punts bàsics, però es manté per sobre dels nivells inferiors als 40 punts bàsics registrats durant els primers mesos de l'any. Per la seva banda, les primes del deute sobirà francès i italià també s'han reduït des dels nivells assolits en les primeres fases del conflicte a l'Orient Mitjà, tot i que no han tornat als nivells vigents abans de finals de febrer.

Els *spreads* de crèdit corporatiu en euros s'han reduït, tot i que encara es mantenen per sobre dels nivells vigents abans del conflicte, atès que persisteix una certa preocupació per l'evolució dels resultats empresarials en un entorn de disrupció tecnològica en un gran nombre de sectors. En aquest context, els *spreads* del deute corporatiu d'alta qualitat creditícia (*investment grade*) s'han moderat l'últim mes, un comportament similar a l'observat en el deute corporatiu de menys qualitat creditícia (*high yield*).

3.3. Divises i primeres matèries

El dòlar s'ha depreciat en els seus principals encreuaments, especialment després de l'anunci d'un alto el foc entre els Estats Units i l'Iran. Així, el dòlar ha tornat a nivells vigents durant els primers mesos de l'any. Resulta rellevant la sol·licitud d'una línia *swap* de crèdit en dòlars per part dels Emirats Àrabs Units al Tresor dels Estats Units amb la justificació de donar suport al tipus de canvi del dirham respecte al dòlar. Aquest fet s'ha interpretat com una advertència als Estats Units sobre els costos del conflicte, atès que el país disposa d'uns 300.000 milions d'actius denominats en dòlars en les seves reserves internacionals.

El Japó va intervenir en el tipus de canvi del ien respecte al dòlar per limitar-ne la depreciació en un context en què la divisa japonesa va arribar a cotitzar prop dels 160 iens per dòlar, en comparació amb nivells per sota dels 150 iens per dòlar a mitjan 2025. Amb aquesta intervenció, el ien es va apreciar al voltant d'un 2 % respecte al dòlar fins a nivells pròxims als 156 iens per dòlar. Al febrer es va confirmar que la Reserva Federal dels Estats Units havia dut a terme algun test d'intervenció (*rate check*) en aquest encreuament de divises, fet que va aturar temporalment la trajectòria de depreciació del ien respecte al dòlar.

El preu del petroli ha tingut un moviment de vaivé condicionat pels esdeveniments del conflicte de l'Orient Mitjà. Així, el preu, que havia assolit nivells pròxims als 120 dòlars per barril en la referència Brent, va retrocedir amb força després de l'anunci de l'inici de les negociacions directes entre els Estats Units i l'Iran. Tanmateix, els escassos avenços en les negociacions, el contrabloqueig de l'estret d'Ormuz establert pels Estats Units i les notícies sobre atacs a vaixells que travessaven l'estret han tornat a situar el preu per sobre dels 110 dòlars per barril. En qualsevol cas, el mercat continua sotmès a una elevada volatilitat dels preus, especialment en la mesura que l'extensió temporal del conflicte i la permeabilitat més baixa d'Ormuz (pel bloqueig nord-americà) eliminen part dels efectes compensatoris de la reducció d'oferta provocada pel tancament de l'estret. La retirada d'oferta provoca descensos en els inventaris de cru i de productes derivats i comença a generar indicis de possibles restriccions d'oferta en les pròximes setmanes o mesos en cas que el conflicte s'allargui.

Els Emirats Àrabs Units (EAU) han anunciat que abandonaran l'OPEP i el grup OPEP+ (format pels països de l'OPEP i altres grans productors com Rússia). L'anunci de la sortida del càrtel a partir de l'1 de maig va provocar una caiguda del preu del petroli, ja que això hauria de permetre al país augmentar-ne la producció per sobre dels nivells actuals, acordats en el marc de l'OPEP. Actualment, el país produeix uns 3,2 milions de barrils diaris, davant d'una capacitat estimada de fins a 4,8 milions de barrils al dia. Aquesta decisió representa un revés estratègic per a l'Aràbia

Saudita, líder *de facto* del grup, que, juntament amb els EAU, assumia les principals retallades de producció davant dels seus màxims teòrics.

Els preus dels metalls preciosos han retrocedit al març i continuen la correcció iniciada en mesos anteriors, llastats per unes perspectives de menys laxitud monetària i, en el cas de l'or, també per notícies sobre vendes del metall per part de bancs centrals. Per la seva banda, els metalls industrials han registrat avenços, cosa que ha permès corregir bona part del retrocés des de l'inici del conflicte a l'Orient Mitjà.

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	2,40	-25,0
BCE - Tipus de dipòsit (%)	2,00	2,00	0,0	2,00	0,0	2,25	-25,0
Euribor 3 mesos (%)	2,20	2,12	7,7	2,03	17,3	2,16	4,3
Euribor 12 mesos (%)	2,85	2,93	-8,4	2,24	60,5	2,05	79,9
Alemanya: Bo 2 anys (%)	2,67	2,62	5,0	2,12	54,4	1,76	90,4
Alemanya: Bo 10 anys (%)	3,06	2,99	6,5	2,86	20,2	2,53	52,4
Espanya: Bo 2 anys (%)	2,75	2,73	1,9	2,27	48,3	1,96	78,7
Espanya: Bo 10 anys (%)	3,52	3,47	4,4	3,29	23,0	3,19	32,8
Espanya: Prima de risc a 10 anys (pb)*	46,1	48,2	-2,1	43,3	2,8	65,7	-19,6
França: Prima de risc a 10 anys (pb)*	65,40	68,80	-3,4	70,90	-5,5	71,60	-6,2
Itàlia: Prima de risc a 10 anys (pb)*	82,10	86,00	-3,9	69,60	12,5	110,30	-28,2
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 (%)	3,88	3,80	7,6	3,47	40,5	3,70	17,9
Estats Units: Bo 10 anys (%)	4,37	4,32	5,1	4,17	20,3	4,22	15,2
RF Corporativa EUR 3-5 anys <i>Investment grade</i> (pb)*	57,60	65,38	-7,8	50,66	6,9	64,91	-7,3
RF Corporativa EUR 3-5 anys <i>High yield</i> (pb)*	284,60	325,45	-40,8	244,24	40,4	333,96	-49,4
Dòlars per euro	1,173	1,155	1,59%	1,174	-0,07%	1,130	3,77%
Lliures esterlines per euro	0,864	0,872	-0,99%	0,872	-1,00%	0,851	1,43%
Iens per euro	184,0	184,4	-0,19%	184,1	-0,03%	163,0	12,91%
Dòlar (tipus de canvi efectiu)	98,2	100,0	-1,84%	98,3	-0,14%	105,3	-6,72%
Brent (dòlars per barril)	108,8	109,0	-0,19%	60,9	78,83%	61,3	77,55%
Or (dòlars per unça)	4590,5	4660,5	-1,50%	4322,1	6,21%	3309,8	38,69%

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

Font: Bloomberg.

3.4. Mercats de renda variable

La renda variable va mostrar a l'abril un comportament volàtil, però amb un biaix clarament positiu en termes generals, emparada en la resiliència macroeconòmica i en una temporada de resultats millor del que s'esperava, especialment als Estats Units. No obstant això, el mes va estar marcat per episodis d'incertesa vinculats al front geopolític, amb tensions a l'Orient Mitjà que van incrementar puntualment l'aversion al risc i van generar repunts en la volatilitat. En l'àmbit sectorial, el lideratge va tornar a concentrar-se en tecnologia, amb un paper destacat dels semiconductors i de grans companyies vinculades a la intel·ligència artificial, que van impulsar bona part de les pujades en els principals índexs. Aquest comportament va contrastar amb la debilitat relativa més gran de segments com el consum discrecional o l'immobiliari, més sensibles a l'entorn de tipus, ja que el mercat es mostra escèptic davant una resolució ràpida del conflicte amb l'Iran i davant la possible contenció de les expectatives d'inflació. Per la seva banda, el sector energètic va registrar un to més ferm en determinats moments del mes, d'acord amb l'evolució del petroli davant l'augment de les tensions geopolítiques. En conjunt, el mercat va mantenir un avanç sostingut en pocs sectors, cosa que reflecteix una dinàmica encara selectiva.

La temporada de publicació de resultats corresponent al 1T26 s'ha accelerat durant l'última setmana d'abril. Pel que fa a la informació disponible fins ara, la temporada continua avançant amb un to clarament constructiu, especialment als Estats Units. Les companyies que ja han publicat mostren, en general, una capacitat sòlida per superar les expectatives, tant en beneficis com en ingressos, fet que reflecteix un entorn corporatiu més resilient del que s'havia anticipat i que permet superar no només les expectatives per al trimestre en curs —ja exigents per si mateixes—, sinó també les mitjanes històriques de superació a més llarg termini. Així, en el cas nord-americà, amb un 30 % de les companyies que han publicat resultats, segons Bloomberg,

l'S&P 500 va donar una sorpresa en vendes del +2,1 % i del +9,9 % en beneficis, mentre que en termes de creixement les vendes han augmentat un +9,4 % i els beneficis un +24,2 % en termes interanuals. Per la seva banda, l'Euro Stoxx 50, amb un 28 % de les companyies que han publicat resultats, va donar una sorpresa en vendes del +0,8 % i del +2,3 % en beneficis, mentre que en termes de creixement les vendes han augmentat un +1,8 % i els beneficis han caigut un -6,7 % en termes interanuals.

Pel que fa al posicionament dels inversors des de la perspectiva dels fluxos, el despallanquejament previ dels *hedge funds* i una exposició neta encara baixa deixen marge per tornar a assumir risc, mentre que els CTA (Commodity Trading Advisors), com a indicadors de models automàtics d'inversió, continuen per sota de la seva assignació màxima, fet que suggereix que es podria materialitzar una demanda addicional si les tendències es mantenen. Alhora, les recompres corporatives continuen aportant una font constant de suport, cosa que reforça un entorn constructiu en termes de fluxos generals. Per la seva banda, el posicionament entre els inversors *long-only* continua sent elevat, mentre que l'escassa demanda de cobertures a la baixa apunta a un cert grau de complaença. A més, sembla que una part significativa del suport recent procedent d'estratègies sistemàtiques, especialment d'assignadors sensibles a la volatilitat, ja s'ha desplegat, cosa que podria reduir el seu impacte marginal en el futur.

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)	5875,11	5692,86	3,20%	5791,41	1,45%	5285,19	11,16%
IBEX 35 (Espanya)	17762,70	17555,90	1,18%	17307,80	2,63%	13446,70	32,10%
DAX (Alemanya)	24318,42	23168,08	4,97%	24490,41	-0,70%	23086,65	5,34%
CAC (França)	8103,91	7962,39	1,78%	8149,50	-0,56%	7770,48	4,29%
FTSE MIB (Itàlia)	48364,36	45624,94	6,00%	44944,54	7,61%	38327,94	26,19%
Dow Jones Industrial (Estats Units)	49499,27	46504,67	6,44%	48063,29	2,99%	41317,43	19,80%
S&P 500 (Estats Units)	7230,12	6582,69	9,84%	6845,50	5,62%	5686,67	27,14%
NASDAQ (Estats Units)	27710,36	24045,53	15,24%	25249,85	9,74%	20102,61	37,84%
Russell 2000 (Estats Units)	2812,82	2530,04	11,18%	2481,91	13,33%	2020,74	39,20%
Nikkei 225 (Japó)	59513,12	53429,56	11,39%	50339,48	18,22%	36779,66	61,81%
Hang Seng (Hong Kong)	3932,87	3785,76	3,89%	3907,62	0,65%	3348,42	17,45%

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	12,0%	Energy	15,8%	Information Technology	17,5%
Consumer Staples	8,0%	Materials	7,8%	Communication Services	12,4%
Financials	3,5%	Utilities	1,7%	Consumer Discretionary	9,8%
Utilities	1,6%	Information Technology	1,5%	Energy	3,5%
Materials	1,5%	Financials	1,4%	Real Estate	2,3%
Industrials	1,0%	Industrials	-0,2%	Financials	2,2%
Real Estate	0,5%	Consumer Staples	-3,9%	Utilities	-0,9%
Communication Services	-4,0%	Health Care	-5,1%	Consumer Staples	-2,5%
Consumer Discretionary	-4,4%	Consumer Discretionary	-9,5%	Materials	-3,1%
Health Care	-10,2%	Communication Services	-14,5%	NullGroup	-3,6%
Information Technology	-19,3%				

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 Crédito. Tots els drets reservats.
