

1. Entorn geopolític

1.1. Geopolítica internacional

Els Estats Units van donar per finalitzada la treva acordada amb l'Iran a mitjan juny. En qualsevol cas, cap dels contendents no estava respectant estrictament la treva i es van registrar atacs a vaixells a la zona de l'estret d'Ormuz: en alguns casos, per part de l'Iran, contra vaixells que no respectaven el sistema de peatges que ha establert juntament amb Oman; en d'altres, per part dels Estats Units, contra vaixells que no respectaven el contrablockeig que ha tornat a establir. Segons diferents informacions, l'Iran hauria establert un sistema de peatges d'entre el 5 % i el 7 % del valor de la càrrega, mentre que els Estats Units estarien intentant utilitzar el denominat passatge Sud, més pròxim a la costa dels Emirats Àrabs Units, mitjançant escortes de la marina nord-americana. **La comunicació dels Estats Units i, en particular, la del president Trump s'ha mantingut erràtica**, oscil·lant entre anuncis de la proximitat d'un acord, declaracions molt crítiques amb l'Iran, l'anunci de la presa de control de l'estret d'Ormuz i la declaració (no oficial) de l'estret com a territori dels Estats Units.

Els Estats Units han anunciat una ronda de sancions dissenyada per aïllar l'Iran de l'economia global. El secretari del Tresor dels Estats Units, S. Bessent, va anunciar que qualsevol país o entitat financera que mantingués vincles financers amb l'Iran també perdria l'accés al sistema financer global i, en concret, als mercats financers en dòlars. L'objectiu declarat és reduir els ingressos que pugui rebre l'Iran, cosa que mostra la voluntat dels Estats Units de «tancar» el conflicte per una via que no sigui la militar. El repte de les sancions proposades és que requereixen que tercers països les compleixin i, segons informacions de premsa, malgrat la pressió dels Estats Units, Rússia i la Xina no estarien disposades a acceptar les mesures dels Estats Units. En canvi, entre els estats del golf Pèrsic que en el passat havien ajudat l'Iran a mantenir l'accés als mercats globals, només els Emirats Àrabs Units i Bahrain han indicat la seva intenció de tallar els seus vincles financers amb l'Iran.

En els darrers mesos, l'Administració Trump ha anunciat l'entrada en vigor de nous aranzels d'entre el 10 % i el 12,5 %, basats en la secció 301. Aquests gravàmens substitueixen els introduïts a l'empara de la secció 122 els dies immediatament posteriors a la suspensió dels aranzels imposats en virtut de la legislació IEEPA, després que el Tribunal Suprem els declarés il·legals. Així mateix, els últims mesos, el Govern nord-americà ha iniciat la devolució dels imports cobrats pels aranzels declarats il·legals pel Tribunal Suprem, de manera que els ingressos per aranzels del país han entrat puntualment en terreny negatiu, és a dir, les devolucions han superat els ingressos pels aranzels encara vigents.

Els Estats Units van anunciar nous aranzels del 50 % sobre determinades importacions procedents del Canadà. La mesura es va produir després que el Canadà anunciés la ruptura de les negociacions entre tots dos països en protesta per una sèrie de condicions que els Estats Units van intentar introduir en l'últim moment i que el primer ministre canadenc, M. Carney, va considerar una intromissió greu en la sobirania del país. Les condicions exigides pels Estats Units incloïen la capacitat de veto sobre projectes d'infraestructures i projectes energètics del Canadà, a més de limitacions a la política cultural del país (inclosa la promoció del francès). Així mateix, Carney va anunciar aranzels de represàlia equivalents, que entraran en vigor el 8 de setembre.

1.2. Política domèstica

Als Estats Units, augmenta l'atenció sobre les eleccions de mig mandat (*midterms*) que se celebraran a principis de novembre. La popularitat de Trump, ja reduïda, s'ha vist penalitzada per l'impacte del conflicte a l'Orient Mitjà sobre el preu de la gasolina i la inflació, i se situa al voltant del 33 % de suport en les enquestes més recents, un mínim històric per a qualsevol president davant d'unes eleccions de mig mandat. Les enquestes i els models electorals suggereixen que el Partit Republicà podria perdre el control de la Cambra de Representants, mentre que, en el cas del Senat, cadascun dels dos partits tindria una probabilitat pròxima al 50 % d'aconseguir-ne el control. El Partit Republicà i l'Administració Trump tracten d'adoptar mesures per reduir la participació de votants tradicionalment demòcrates en els comicis, entre les quals n'hi ha algunes dirigides a reduir el vot per correu i a reforçar els requisits d'identificació per votar. De moment, els tribunals estan limitant l'adopció d'aquestes mesures i, en l'àmbit legislatiu, la SAVE Act (que incorpora un bon nombre de disposicions sobre gestió electoral) es troba bloquejada en el Congrés. Per la seva banda, dins del Partit Demòcrata destaca l'ascens de candidats associats a la seva ala més esquerrana, agrupats sota la denominació de «demòcrates socialistes», els màxims exponents dels quals són l'alcalde de Nova York recentment elegit, Z. Mamdani, i la representant A. Ocasio-Cortez.

Tres estats alemanys celebren eleccions al setembre que poden tenir conseqüències importants per a la política alemanya. Les eleccions a Saxònia-Anhalt (6 de setembre), Mecklenburg-Pomerània Occidental i Berlín (20 de setembre) arriben en un moment en què el canceller Merz té una popularitat reduïda i el seu partit, la CDU, ha mostrat una certa resistència en altres comicis regionals celebrats. En aquests comicis serà rellevant observar l'ascens del partit d'extrema dreta Alternativa per Alemanya (AfD), que lidera les enquestes a Saxònia-Anhalt i Mecklenburg-Pomerània Occidental, amb una intenció de vot pròxima al 40 %. El principal dubte serà la capacitat de la resta de partits per constituir una coalició alternativa o bé per traspasar la que fins ara ha estat una línia vermella i pactar amb l'AfD. A Berlín, el repte és la fragmentació elevada de l'espectre polític.

A França, la líder del partit d'extrema dreta Reagrupament Nacional, M. Le Pen, ha indicat la seva intenció de presentar-se a les eleccions presidencials de l'abril del 2027. El 7 de juliol passat, un tribunal francès va reafirmar la seva condemna per malversació de fons públics, tot i que va reduir l'extensió temporal de la prohibició d'ocupar càrrecs públics. A més, Le Pen va anunciar que recorrerà contra la sentència per malversació (l'acusació fa referència al desviament de 2,8 milions d'euros de fons del Parlament Europeu) davant una instància superior. Aquest factor, juntament amb el desgast dels partits tradicionals de centre i els successius anuncis de candidatures, ha incrementat la incertesa política a França.

A Espanya, el debat polític i social s'ha centrat cada vegada més en la immigració. En un context ja polaritzat per la regularització extraordinària d'immigrants aprovada pel Govern durant la primera meitat del 2026, l'arribada d'entre 50.000 i 80.000 immigrants a Ceuta a finals de juliol va suposar un esdeveniment rellevant. Des del punt de vista geopolític, ha situat Espanya com a objectiu de l'eix Marroc-Israel-Estats Units per les seves polítiques de suport a Palestina i la seva negativa a augmentar la despesa en defensa. En el context actual, el Marroc pot intentar consolidar la seva sobirania sobre la riba sud de la Mediterrània. En l'àmbit europeu, ha suposat un nou fracàs en la capacitat de donar una resposta unificada i coordinada, després que una àmplia majoria de països adoptés una posició crítica i alguns, com Itàlia, fins i tot suspenguessin la lliure circulació de persones prevista en l'Acord de Schengen. En l'àmbit de la política interna, la immigració ha guanyat centralitat i pes entre les preocupacions expressades per la ciutadania en les enquestes.

A Espanya, el Govern ha anunciat la intenció de centrar els seus esforços en els pressupostos generals de l'Estat del 2027 després de patir diversos revessos parlamentaris en els tràmits previs per elaborar els pressupostos del 2026.

2. Entorn macroeconòmic i financer

2.1. Entorn econòmic

L'FMI, en l'actualització de juliol del seu *World Economic Outlook*, destaca que l'economia global està subjecta a dues forces contraposades, de manera que la moderació de l'activitat provocada pel conflicte a l'Orient Mitjà s'està compensant, en part, pel cicle tecnològic global impulsat per la IA i la seva adopció, tot i que amb efectes molt diferents segons els països. El conflicte a l'Orient Mitjà, malgrat que les seves repercussions encara no s'han traslladat del tot, ha provocat una desacceleració de l'activitat que es concreta en una lleugera revisió a la baixa de les perspectives per al 2026 en diversos països. L'impacte, però, ha estat inferior al que s'esperava gràcies a mesures destinades a esmoreir-lo, com ara l'ús dels inventaris de cru, que ara es troben en nivells preocupantment baixos. Malgrat l'augment de la inflació i de les seves expectatives, l'FMI no troba indicis d'un desancoratge d'aquestes últimes, cosa que, si s'hagués produït, hauria estat preocupant per a la conducció de la política monetària. Segons l'FMI, les condicions financeres globals s'han continuat relaxant els últims mesos, després de l'enduriment registrat durant els primers mesos del conflicte a l'Orient Mitjà. Finalment, els riscos es mantenen esbiaixats a la baixa, tot i que estan més equilibrats que en la valoració de l'abril, i el principal risc a la baixa prové d'una possible nova escalada del conflicte a l'Orient Mitjà.

L'economia nord-americana mostra senyals mixtos. Per la banda positiva, la confiança empresarial del juliol es manté en nivells elevats en el sector serveis (54,1; juny 26: 54,0) i repunta en el sector manufacturer (55,6; juny 26: 53,3), fins a assolir el nivell més elevat en més de quatre anys. La lectura dels components dels índexs també és favorable i apunta a un dinamisme creixent de l'activitat. En canvi, les dades d'ocupació es mantenen febles. L'economia va perdre 23.000 llocs de treball al juliol, i cal afegir-hi una revisió a la baixa de 103.000 llocs més corresponents als mesos anteriors. Les dades podrien estar afectades per la finalització de la Copa del Món de la FIFA, que va llstar l'ocupació en els sectors de l'oci i l'hostaleria. D'altra banda, la reducció de la taxa d'atur fins al 4,1 % (juny 26: 4,2 %) és el resultat de la sortida de treballadors de la població activa. Amb tot, el PIB del 2T26 va augmentar un 0,5 % trimestral (1T26: 0,7 %). Pel que fa als preus, la inflació es va moderar al juliol fins al 3,4 % interanual (juny 26: 3,5 %), mentre que la taxa subjacent va fer el mateix fins al 2,5 % (juny 26: 2,6 %).

L'economia xinesa continua mostrant la dualitat entre la feblesa de l'economia interna i el dinamisme del sector industrial i tecnològic. Les vendes al detall es van mantenir al juliol en nivells anèmics (0,6 % interanual; juny 26: 1,0 %), amb feblesa en múltiples sectors, entre els quals els d'automòbils, cru i productes relacionats amb la llar. Tot això es produeix en un context en què els preus immobiliaris mantenen la tendència negativa dels darrers trimestres, tot i que amb senyals incipients d'estabilització en algunes ciutats. La producció industrial es va desaccelerar fins al 4,5 % interanual al juliol (juny 26: 5,3 %), tot i que la producció dels sectors d'alta tecnologia va accelerar-ne el creixement fins al 16,9 % (juny 26: 14,1 %), impulsada pels productes electrònics i el sector del transport. La inversió també ha registrat una evolució substancialment negativa durant els primers mesos del 2026. El sector exterior, per la seva banda, va mostrar una evolució favorable, afavorida per l'elevat dinamisme de les exportacions, entre les quals les de semiconductors, automòbils i béns d'alta tecnologia. Pel que fa als preus, la inflació es va moderar al juliol fins al 0,5 % interanual (juny 26: 1,0 %), cosa que posa en dubte l'augment registrat durant els mesos anteriors.

El dinamisme més elevat a Alemanya genera optimisme a la zona euro. El PIB del conjunt de la regió va créixer un 0,4 % trimestral el 2T26 (1T26: 0,0 %), la seva taxa més elevada des del 1T25, i ho va fer de manera relativament generalitzada entre els països, davant de creixements més concentrats en unes poques economies en trimestres anteriors. Per la seva banda, el PIB d'Alemanya va créixer un 0,3 % trimestral, de manera que encadena tres trimestres consecutius amb taxes de creixement trimestral del 0,3 % o superiors. Amb això, la taxa interanual de creixement del PIB ha assolit el 0,9 %, el nivell més elevat en prop de quatre anys. El dinamisme

del PIB s'explica, en part, pel creixement de la despesa pública en un context en què Alemanya ha aconseguit accelerar el ritme d'implementació del seu pla fiscal, cosa que no va aconseguir el 2025. D'altra banda, l'índex Ifo de confiança empresarial d'Alemanya va repuntar a l'agost (88,8; jul. 26: 86,7) per quart mes consecutiu fins a un màxim des de l'agost del 2025, tant en la valoració de les condicions actuals com en la de les perspectives. En el conjunt de la zona euro, la inflació es va accelerar fins al 2,9 % interanual al juliol (juny 26: 2,8 %) en un context marcat pel venciment d'algunes de les ajudes introduïdes durant els primers mesos del conflicte a l'Orient Mitjà, mentre que la taxa subjacent també va repuntar fins al 2,5 % (juny 26: 2,4 %).

Espanya manté una evolució econòmica favorable. El PIB del 2T26 va créixer un 0,7 % trimestral (1T26: 0,6 %), per sobre de les expectatives del consens d'analistes, de manera que la taxa de creixement interanual es va mantenir constant en el 2,7 % per quart trimestre consecutiu. El creixement econòmic continua sustentant-se en la demanda interna i en el dinamisme del sector serveis, especialment en sectors com ara informació i comunicacions i activitats professionals. La taxa d'atur es va moderar fins al 9,9 % el 2T26, fet que suposa un nou mínim cíclic, mentre que l'economia va assolir un nou màxim en el nombre d'ocupats (per sobre dels 22,7 milions) i un mínim cíclic en el nombre d'aturats (per sota dels 2,5 milions). Per la seva banda, els indicadors de confiança empresarial apunten que el dinamisme es mantindrà, i l'indicador del sector serveis va assolir al juliol un màxim des del març del 2023 (58,3; juny 26: 54,2), mentre que el sector manufacturer es manté en registres pròxims als 50 punts, llindar que separa l'expansió de la contracció. Pel que fa als preus, la inflació es va accelerar a l'agost fins al 4,3 % interanual (jul. 26: 3,6 %, juny 26: 3,2 %), el nivell més elevat des del febrer del 2023, impulsada pel venciment d'algunes ajudes introduïdes en les fases inicials del conflicte a l'Orient Mitjà, mentre que la taxa subjacent es va situar en el 2,9 % (jul. 26: 3,0 %).

► **Focus:** [Continuarà sent Espanya l'«alumne avantatjat» d'Europa?](#)

Taula 1. Quadre macroeconòmic

		Dades			Perspectives 2026
		Darrera dada	Fa 3 mesos	Fa 1 any	(FMI, abr-26)
Estats Units	PIB (% interanual)	2,1	2,7	2,1	2,3
	IPC (% interanual)	3,4	3,8	2,7	3,2
	Taxa d'atur (%)	4,1	4,3	4,3	4,4
Zona euro	PIB (% interanual)	1,0	0,5	1,4	1,1
	IPC (% interanual)	2,9	3,0	2,0	2,6
	Taxa d'atur (%)	6,3	6,3	6,3	6,2
Espanya	PIB (% interanual)	2,7	2,7	2,9	2,1
	IPC (% interanual)	2,9	3,0	2,4	3,0
	Taxa d'atur (%)	9,9	10,8	10,3	9,8

Fonts: 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 23 de juliol, va mantenir inalterats els seus tipus de referència, després d'haver-los augmentat en 25 punts bàsics en la reunió del juny, en què va deixar el tipus de dipòsit en el 2,25 %. En la roda de premsa posterior a la reunió del Comitè de Política Monetària, la presidenta del BCE, C. Lagarde, va assenyalar que els riscos sobre la inflació estan esbiaixats a l'alça i que els riscos sobre el creixement econòmic estan esbiaixats a la baixa, davant d'una valoració de «més equilibrats» que havia fet en la reunió anterior. Així mateix, Lagarde va afirmar sentir-se còmoda amb les expectatives del mercat per al tipus de dipòsit del BCE en el moment de la reunió, que descomptaven prop de dos nous augments del tipus rector la resta del 2026.

El mercat atorga una probabilitat molt elevada, pròxima a la certesa, a un augment del tipus de dipòsit en la reunió del setembre, tot i que ha reduït la probabilitat estimada de noves accions sobre el tipus de dipòsit en les reunions restants de 2026 i en les de principis de 2027. Això contrasta amb els més de dos augments del tipus de dipòsit que es preveien a finals de juny i és coherent amb una certa moderació dels preus del petroli, malgrat la ruptura de la treva a l'Orient Mitjà.

3.1.2. Fed

La Fed va deixar sense canvis els tipus d'interès de referència en el rang del 3,50 % al 3,75 % en la reunió del 29 de juliol. La votació no va ser unànime i tres membres del Comitè de Política Monetària es van posicionar a favor d'un augment del tipus rector de 25 punts bàsics (els mateixos tres membres havien votat a l'abril, encara sota l'anterior president, a favor d'eliminar el biaix baixista que s'inclouïa en el comunicat). En la roda de premsa posterior, el president de la Fed, K. Warsh, va assenyalar que la reunió havia inclòs la «baralla familiar» que havia buscat. Així mateix, Warsh va suggerir que el repunt dels tipus d'interès que s'estava registrant en els mercats financers ja contribuïa, en part, a l'enduriment de les condicions financeres que la Fed buscava per contenir la inflació. Les actes de la reunió van mostrar que diversos participants s'havien posicionat a favor d'un augment dels tipus de referència i que molts consideraven necessària aquesta pujada si la inflació no retrocedia, tot i que finalment una majoria va donar suport al manteniment dels tipus d'interès.

El president de la Fed, K. Warsh, va marcar un to relativament antiinflacionista en el seu esperat discurs de la conferència de Jackson Hole. El principal missatge de Warsh va ser que no està satisfet amb el nivell d'inflació als Estats Units i que, si la taxa subjacent no comença a retrocedir a un ritme substancial, la Fed es veurà forçada a actuar. En el seu discurs, Warsh va reiterar la seva visió sobre la importància de la IA per a l'evolució de l'economia i la seva postura crítica sobre les polítiques de comunicació de la Fed (especialment la *forward guidance*).

El mercat ha elevat la probabilitat d'una pujada del tipus rector en la reunió del setembre fins a situar-la per sobre del 50 % després del discurs de Warsh a Jackson Hole. El mercat descompta fins a dues pujades del tipus rector d'aquí a finals del primer trimestre del 2027.

3.1.3. Altres bancs centrals

El Banc d'Anglaterra va mantenir sense canvis el tipus d'interès de referència en el 3,75 % en la reunió del juliol. La votació del Comitè de Política Monetària va comptar amb sis vots a favor i tres en contra, aquests últims favorables a un augment de 25 punts bàsics del tipus rector (enfront de només dos vots favorables a un augment de tipus en la reunió del juny). En la compareixença posterior, el governador del Banc d'Anglaterra, A. Bailey, va afirmar que la inflació podria ser menys persistent del que s'havia estimat, cosa que apunta a una confiança més elevada en el fet que els efectes de segona ronda siguin relativament limitats.

El Banc del Japó va deixar el tipus rector en l'1,00 % en la reunió de finals de juliol. La decisió es va produir malgrat una revisió a l'alça de les seves perspectives econòmiques, cosa que es pot interpretar com una confiança creixent en la possibilitat de noves pujades del tipus rector en pròximes reunions. La votació va comptar amb vuit vots a favor i un únic vot en contra, favorable a un augment del tipus rector fins a l'1,25 %.

Taula 2. Pròxims esdeveniments macrofinancers

Data	Reunió/Esdeveniment	Comentari
10 de setembre	Reunió del BCE	El mercat assigna una probabilitat molt elevada a una pujada del tipus rector.
16 de setembre	Reunió de la Fed	El mercat assigna una certa probabilitat a una pujada del tipus rector.

3.2. Renda fixa

Les rendibilitats del deute sobirà s'han desplaçat a l'alça durant els mesos de juliol i agost, especialment en els trams més llargs de la corba. Les rendibilitats a llarg termini han estat impulsades per l'atenció creixent dels mercats financers a la situació fiscal i pel volum creixent d'emissions privades (especialment les associades al sector tecnològic), mentre que la moderació del preu del petroli, afavorida per la treva (posteriorment trencada) a l'Orient Mitjà, ha actuat en sentit contrari. Amb això, les rendibilitats dels bons sobirans a 30 anys han marcat màxims o propers als màxims als països següents: (i) els Estats Units, 5,31 %, màxim des del 2007; (ii) el Regne Unit, 5,83 %, proper al màxim des del 1998 (excepte pel 5,85 % del maig del 2026); i (iii) el Japó, 4,15 %, proper al màxim històric (excepte pel 4,16 % el maig del 2026). A Europa, l'augment del tipus de dipòsit per part del BCE també ha contribuït al desplaçament a l'alça de tota la corba de deute sobirà, de manera que la corba europea ha registrat una positivització (augment del pendent) inferior a la registrada en altres economies.

Als Estats Units, el Tresor ha intervingut en el mercat de *Treasuries* amb l'anunci que ampliaria les seves recompres de deute públic en el tram més llarg de la corba de deute sobirà, amb l'argument que això contribuiria a aportar liquiditat. En qualsevol cas, l'augment de les recompres s'haurà de compensar amb un increment de les emissions de deute públic a curt termini. L'operació ha tingut una efectivitat limitada i no ha comportat una reducció substancial de la rendibilitat del bo nord-americà a 30 anys. Possiblement per aquest motiu, el secretari del Tresor, S. Bessent, ha indicat que s'està valorant l'ús de la TGA (Compte de Tresoreria del Govern Federal), que disposa de prop d'1 bilió de dòlars, per finançar aquest tipus d'operacions de recompra.

La prima de risc sobirà de França ha repuntat, mentre que les d'Espanya i Itàlia s'han mantingut relativament estables. El repunt de la prima de risc de França es pot atribuir a la pitjor situació fiscal del país gal, atesos els seus nivells elevats de dèficit i deute públic, i a un entorn polític incert i volàtil a mesura que s'acosten les eleccions presidencials previstes per a l'abril del 2027. Amb això, la rendibilitat del bo francès a 10 anys s'ha situat entre 85 i 90 punts bàsics per sobre de la referència alemanya, i fins i tot ha superat el diferencial del deute italià al mateix termini. Per la seva banda, la prima de risc espanyola s'ha mantingut en els nivells de mesos anteriors, és a dir, entre 40 i 45 punts bàsics.

Els *spreads* de crèdit corporatiu en euros es mantenen en els nivells de finals de juny, malgrat haver registrat un moviment de vaivé. Durant el mes de juliol, els *spreads* es van ampliar en un context d'augment dels tipus oficials i de les rendibilitats del deute sobirà, un moviment que es va moderar durant la part final de juliol i principis d'agost, davant d'unes expectatives més baixes de noves pujades dels tipus d'interès per part dels bancs centrals. Amb tot, tant els *spreads* del deute corporatiu d'alta qualitat creditícia (*investment grade*) com els del deute de qualitat creditícia més baixa (*high yield*) han tancat l'agost en nivells similars als de juny.

3.3. Divises i primeres matèries

El dòlar s'ha depreciat en els seus principals encreuaments durant els mesos de juliol i agost, atès el to menys procliu a apujar els tipus d'interès per part de la Fed respecte a altres bancs

centrals com el BCE, fet que suposa una reducció del diferencial de tipus d'interès favorable al dòlar. Enfront del ien, **el Tresor dels Estats Units i el Ministeri de Finances del Japó van dur a terme una intervenció coordinada per limitar la depreciació del ien**. L'operació va consistir a recalibrar les tinences de l'ESF del Tresor (Fons d'Estabilització de Divises), reduint-ne les tinences en euros i augmentant-les en iens. En contra de la pràctica habitual, el Tresor dels Estats Units no hauria advertit el BCE que l'operació implicaria la venda d'actius en euros, amb l'impacte consegüent en el tipus de canvi de l'euro. Amb tot, la intervenció va permetre que el ien s'apreciés des de nivells per sobre dels 163 iens per dòlar fins a nivells d'entre 158 i 160 iens per dòlar. Segons Bloomberg, la intervenció hauria tingut un cost total de 96.000 milions de dòlars, una mica superior al de les efectuades anteriorment pels Estats Units i el Japó en aquest mercat entre l'abril i el maig del 2026, en un moment en què el tipus de canvi es va situar per sobre dels 160 iens per dòlar.

El preu del petroli ha repuntat durant els mesos d'estiu des dels nivells reduïts assolits a finals de juny, quan semblava més probable una treva duradora, fet que va permetre que els preus se situessin per sota dels 75 dòlars per barril. Tot i això, la ruptura de la treva i la represa dels atacs per part de l'Iran i els Estats Units contra el trànsit marítim i infraestructures dels països de la regió van portar puntualment el preu per sobre dels 100 dòlars per barril. Posteriorment, les notícies sobre una certa reducció de les hostilitats i sobre l'existència de permeabilitat en els bloquejos establerts a l'estret d'Ormuz per part de l'Iran i dels Estats Units han reduït els temors sobre tensions en el mercat físic de cru, i els preus s'han estabilitzat al voltant dels 90 dòlars per barril les últimes setmanes.

Els preus dels metalls preciosos han augmentat al juliol i a l'agost, afavorits per dos factors: (i) l'augment del flux de notícies sobre intervencions en els mercats financers (divises i renda fixa) per part dels Estats Units, cosa que afavoreix l'atractiu d'aquests metalls com a actius de diversificació, i (ii) el to poc procliu a apujar el tipus rector exhibit per la Reserva Federal dels Estats Units en les últimes reunions, malgrat la persistència de taxes d'inflació relativament elevades al país. Amb això, el preu de l'or ha augmentat al voltant d'un 14,8 % i el de la plata, un 14,2 % des de finals de juny.

Els preus agrícoles han augmentat amb força les darreres setmanes davant l'augment de les notícies sobre una possible intensificació del conflicte a Rússia i Ucraïna que podria donar lloc a una caiguda de l'oferta procedent de la regió. D'altra banda, diversos centres de recerca i experts han advertit sobre la formació del fenomen meteorològic d'El Niño, que afecta els patrons climàtics de l'oceà Pacífic. Les informacions apunten que podria tractar-se d'un augment de la temperatura de l'aigua de fins a 2 °C, de manera que el fenomen es qualificaria d'episodi molt fort d'El Niño, amb conseqüències més greus. Aquest escalfament de les aigües del Pacífic pot afectar els rendiments agrícoles d'alguns dels principals productors, cosa que se sumaria a la tensió existent per l'escassetat de fertilitzants provocada pel tancament de l'estret d'Ormuz. Tot això introdueix riscos a l'alça per al preu dels aliments, amb conseqüències per a l'economia global i, especialment, per als principals importadors d'aliments.

► **Focus:** [Com ens afecten els esdeveniments climàtics extrems?](#)

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 (%)	2,40	2,40	0,0	2,15	25,0	2,15	25,0
BCE - Tipus de dipòsit (%)	2,25	2,25	0,0	2,00	25,0	2,00	25,0
Euribor 3 mesos (%)	2,57	2,48	8,9	2,03	54,7	2,05	52,6
Euribor 12 mesos (%)	2,98	2,96	1,7	2,24	73,8	2,12	86,6
Alemanya: Bo 2 anys (%)	2,94	2,82	11,6	2,12	81,5	1,96	98,2
Alemanya: Bo 10 anys (%)	3,32	3,21	11,8	2,86	46,9	2,75	57,6
Espanya: Bo 2 anys (%)	2,97	2,87	10,0	2,27	69,7	2,06	90,5
Espanya: Bo 10 anys (%)	3,78	3,65	12,3	3,29	48,7	3,35	42,4
Espanya: Prima de risc a 10 anys (pb)*	45,1	44,6	0,5	43,3	1,8	60,3	-15,2
França: Prima de risc a 10 anys (pb)*	85,30	79,30	6,0	3,56	81,7	3,54	81,8
Itàlia: Prima de risc a 10 anys (pb)*	82,70	81,40	1,3	3,55	79,1	3,61	79,1
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 (%)	4,34	4,29	5,0	3,47	86,9	3,62	72,5
Estats Units: Bo 10 anys (%)	4,75	4,73	1,5	4,17	58,3	4,23	52,2
RF Corporativa EUR 3-5 anys <i>Investment grade</i> (pb)*	51,1	53,6	-2,5	50,7	0,5	55,5	-4,4
RF Corporativa EUR 3-5 anys <i>High yield</i> (pb)*	247,5	260,6	-13,1	244,2	3,3	268,0	-20,5
Dòlars per euro	1,162	1,153	0,79%	1,175	-1,09%	1,171	-0,79%
Lliures esterlines per euro	0,857	0,855	0,26%	0,872	-1,64%	0,865	-0,83%
Yens per euro	185,6	181,4	2,29%	184,0	0,86%	172,4	7,68%
Dòlar (tipus de canvi efectiu)	99,4	99,9	-0,49%	98,3	1,12%	97,8	1,69%
Brent (dòlars per barril)	90,5	90,1	0,41%	60,9	48,71%	68,2	32,78%
Or (dòlars per unça)	4437,4	4046,2	9,67%	4319,4	2,73%	3476,1	27,66%

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

Font: Bloomberg.

3.4. Mercats de renda variable

Juliol i agost han deixat un balanç constructiu per a la renda variable, tot i que acompanyat d'una rotació interna important. Després del fort lideratge previ del sector tecnològic, el mes de juliol va marcar un punt d'inflexió, amb una correcció significativa en semiconductors i altres beneficiaris de la IA. Més que un deteriorament dels fonamentals, el moviment va respondre a unes valoracions exigents i a una preocupació creixent per la capacitat de monetitzar els nivells elevats d'inversió, cosa que va afavorir una rotació cap a sectors de valor, financers i energètics i cap a àrees més defensives del mercat. En canvi, el mes d'agost ha aportat més suport dels fonamentals a les borses. La fase final de la temporada de resultats va confirmar un dels millors trimestres dels darrers anys tant als Estats Units com a Europa, amb una millora especialment rellevant de les revisions de beneficis a Europa. La IA continua sent un motor de creixement important, tot i que el mercat s'ha tornat clarament més selectiu a l'hora de valorar-ne els beneficiaris. En conjunt, tots dos mesos reflecteixen un mercat resilient, però amb un lideratge més ampli i menys homogeni. Els sòlids resultats empresarials i la resistència de l'activitat han compensat unes condicions financeres més exigents, mentre que els tipus a llarg termini més elevats, les tensions geopolítiques i els dubtes sobre la rendibilitat del *capex* tecnològic han afavorit una discriminació sectorial més gran i una reducció de la concentració del mercat.

La fase final de la temporada de resultats corresponent al 2T26 ha confirmat un dels millors trimestres dels darrers anys tant a Europa com als Estats Units. En el cas europeu, la fortalesa és especialment destacable pel suport simultani de les dades micro i macro. La temporada de resultats del segon trimestre va començar amb les revisions d'EPS prop de màxims de quatre anys i, després d'unes xifres empresarials especialment sòlides, aquesta tendència no ha fet més que accelerar-se: l'amplitud de les revisions de beneficis se situa ja en nivells no vistos des de l'agost del 2021, en plena recuperació postpandèmia. A això s'hi afegeix una clara millora de l'entorn macro, amb l'índex de sorpreses econòmiques europeu en màxims de més de tres anys i actualment per sobre del seu homòleg nord-americà, amb la diferència més gran registrada en més d'un any. En conjunt, les dades reforcen un escenari en què la millora dels fonamentals a Europa està guanyant amplitud i consistència, més enllà de les sorpreses positives d'una temporada de resultats particularment forta. Amb tot, segons Bloomberg, l'S&P 500 va registrar una sorpresa del +3,3 % en vendes i del +26,9 % en beneficis, mentre que, en l'apartat de creixement, les vendes van augmentar un 15,0 % i els beneficis, un 52,1 % en termes interanuals. Per la seva banda, l'Euro Stoxx 50 va registrar una sorpresa del +0,7 % en vendes i del +3,2 % en

beneficis, mentre que, en l'apartat de creixement, les vendes van augmentar un 7,6 % i els beneficis van caure un 15,6 % en termes interanuals.

Pel que fa al posicionament dels inversors, durant el juliol i l'agost s'ha produït una reducció progressiva del risc i una neteja important del posicionament, especialment entre els *hedge funds*. L'ajust s'ha concentrat en el sector tecnològic i, en particular, en semiconductors i altres segments vinculats a la IA, en què l'elevat *crowding* previ va afavorir una sortida de posicions més intensa. Més que no pas obeir a un moviment generalitzat d'avversió al risc, l'ajust va respondre inicialment a una rotació des d'estratègies molt congestionades, acompanyada d'una forta pressió sobre el factor *momentum*. Durant l'agost, alguns rebots van estar impulsats principalment per tancaments de posicions curtes, més que no pas per una reconstrucció convincent de posicions llargues, senyal que l'apetència per assumir més risc continuava sent limitada. Posteriorment, després de diverses setmanes de compres, els *hedge funds* van tornar a reduir la seva exposició, fet que va portar el palanquejament net a mínims d'un any, mentre que l'exposició bruta s'ha mantingut relativament continguda. En conjunt, la imatge més recent apunta a un posicionament considerablement més net i menys direccional, amb menys concentració en el sector tecnològic i una rotació cap a àrees defensives i alguns segments endarrerits. Aquest nivell d'exposició més baix redueix part del risc associat al posicionament extrem, tot i que també reflecteix una actitud més prudent i selectiva per part dels inversors.

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)	6420,2	6358,0	0,98%	5791,4	10,86%	5367,1	19,62%
IBEX 35 (Espanya)	19974,1	19782,9	0,97%	17307,8	15,41%	14939,4	33,70%
DAX (Alemanya)	26258,1	25629,2	2,45%	24490,4	7,22%	24037,3	9,24%
CAC (França)	8334,5	8509,6	-2,06%	8149,5	2,27%	7707,9	8,13%
FTSE MIB (Itàlia)	52612,7	52172,5	0,84%	44944,5	17,06%	42409,7	24,06%
Dow Jones Industrial (Estats Units)	53185,9	52485,0	1,34%	48063,3	10,66%	45544,9	16,78%
S&P 500 (Estats Units)	7686,1	7489,7	2,62%	6845,5	12,28%	6460,3	18,98%
NASDAQ (Estats Units)	29457,0	28274,2	4,18%	25249,9	16,66%	23415,4	25,80%
Russell 2000 (Estats Units)	2956,5	2931,3	0,86%	2481,9	19,12%	2366,4	24,93%
Nikkei 225 (Japó)	66311,9	64362,0	3,03%	50339,5	31,73%	42188,8	57,18%
Hang Seng (Hong Kong)	3771,6	3802,6	-0,81%	3907,6	-3,48%	3931,6	-4,07%

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	29,0%	Communication Services	19,3%	NullGroup	50,9%
Information Technology	26,8%	Energy	17,3%	Energy	21,9%
Materials	17,3%	Financials	10,1%	Information Technology	8,5%
Health Care	11,7%	Health Care	4,8%	Health Care	8,1%
Financials	11,6%	Materials	3,5%	Materials	6,2%
Consumer Discretionary	8,8%	Industrials	1,8%	Financials	6,0%
Consumer Staples	8,1%	Consumer Discretionary	1,5%	Real Estate	1,0%
Communication Services	7,4%	Information Technology	-0,2%	Consumer Discretionary	0,4%
Utilities	-0,1%	Utilities	-0,7%	Communication Services	-2,9%
Real Estate	-7,3%	Consumer Staples	-1,1%	Industrials	-3,1%
Industrials	-9,1%				

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 avís previ. 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 contractació dels productes, la realització de les operacions o la prestació dels serveis. 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 un indicador fiable de possibles resultats futurs ni una garantia d'assolir aquests resultats. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que ni l'evolució passada dels valors o instruments ni els resultats històrics de les inversions garanteixen l'evolució ni 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 pel Grup CAIXA ENGINYERS durant l'exercici econòmic, 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 qualsevol altra 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 dels socis i sòcies i en favor de la transparència del mercat. Sense perjudici del compromís anteriorment esmentat, CAIXA ENGINYERS realitza accions de control per garantir que no es perjudiquin ni els socis i sòcies ni el mercat de valors, i imposa regles internes en l'operativa 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.