

Conflicte a l'Iran i a l'Orient Mitjà: anàlisi i perspectives

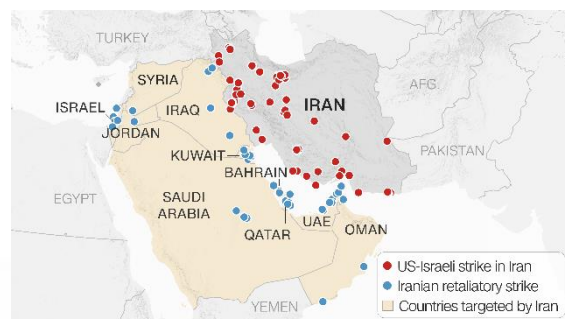
En dos minuts...

- Els Estats Units i Israel van atacar l'Iran el 28 de febrer i el conflicte persisteix, fet que ha provocat un moviment d'avversió al risc en els mercats financers. Oficialment, les motivacions de l'atac són evitar el desenvolupament d'armes nuclears per part de l'Iran, tot i que un canvi de règim al país persa també s'ha plantejat com un dels objectius.
- El temor de possibles disruptions ha impulsat a l'alça el preu del petroli i del gas natural, i aquest constitueix el principal canal de transmissió del conflicte cap a l'economia global i els mercats. El possible tancament de l'estret d'Ormuz tindria conseqüències substancials en aquest sentit, tot i que, *de facto*, els fluxos ja s'han reduït d'una manera significativa.
- El conflicte hauria de ser breu, atesa la voluntat dels Estats Units de declarar una victòria en un termini limitat i d'evitar costos excessius. El canvi de règim podria ser més cosmètic que efectiu, i l'Iran quedaria debilitat a curt i mitjà termini.

1. Què està passant?

El 28 de febrer, els Estats Units i Israel van llançar un atac coordinat contra l'Iran en què va morir el màxim líder del país, l'aiatol·là Ali Khamenei, juntament amb diversos alts càrrecs polítics i militars. L'atac també es va adreçar contra altres objectius vinculats al programa nuclear iranià i contra estructures militars, com ara bases de míssils i de drons, sistemes de defensa aèria i objectius clau, com ara centres de telecomunicacions.

Gràfic 1. Atacs registrats fins al 4 de març
(vermell = atacs dels EUA i Israel; blau = atacs de l'Iran)



Font: CNN.

L'Iran ha respost amb atacs contra diversos països de la regió, especialment aquells amb vincles amb els Estats Units, entre aquests Qatar, Kuwait, els Emirats Àrabs Units i Bahrain (que alberga una base militar nord-americana), a més d'altres països com l'Aràbia Saudita, Jordània i Oman, així com contra la base militar britànica d'Akrotiri, a Xipre. Per la seva banda, Israel també ha estat objectiu d'atacs amb míssils i drons. A més, l'Iran ha intensificat la seva retòrica amb amenaces sobre el trànsit marítim al golf Pèrsic i a l'estret d'Ormuz. Amb tot això, el país ha aconseguit regionalitzar el conflicte.

2. Per què els Estats Units ataquen l'Iran?

Els Estats Units han ofert diverses motivacions —algunes contradictòries— per justificar l'atac contra l'Iran. La voluntat de l'Administració sembla ser assolir algun objectiu que li permeti declarar una victòria relativament ràpida. Aquest objectiu podria anar des d'un canvi de lideratge

en el règim fins a una degradació substancial de les capacitats militars iranianes. En l'àmbit domèstic, l'atac a l'Iran podria ser una **estratègia per augmentar la popularitat de Trump** i del Partit Republicà de cara a les eleccions de mig mandat previstes per al novembre del 2026.

Algunes de les motivacions assenyalades inclouen:

- **Trump ha insistit en la narrativa del canvi de règim.** Tot i això, com ja va passar en el cas de Veneçuela, la seva visió se centra més en la persona que exerceix el lideratge que no pas en un canvi efectiu dels grups que tenen el poder i controlen l'aparell governamental.
- **Altres fonts de l'Administració, com el secretari d'Estat, Marco Rubio, han defensat l'operació com un atac preventiu dirigit contra el programa nuclear iranià** i contra la seva capacitat d'atacar objectius nord-americans a la regió o Israel, el seu gran aliat regional. Sota aquesta justificació, l'objectiu seria reduir la capacitat militar de l'Iran i debilitar el seu programa nuclear per evitar el desenvolupament d'armes nuclears¹.
- **Alguns analistes apunten a la voluntat d'obrir un nou front estratègic en relació amb la Xina**, atesa l'aproximació del gegant asiàtic a l'Iran, ja que compra una part substancial de les exportacions de cru iranià –limitades per la UE i altres països desenvolupats– i manté vincles diplomàtics i empresarials. A més, com un dels principals importadors de petroli de l'Orient Mitjà, la Xina és especialment sensible a possibles disruptions en aquests fluxos. Aquesta possibilitat perd pes després de l'anunci dels Estats Units de proporcionar protecció militar i una assegurança al transport marítim en el golf Pèrsic.

3. Com pot respondre l'Iran?

L'Iran arribava a aquest conflicte amb grans reptes, tant domèstics com internacionals:

- **Àmbit domèstic.** En els darrers mesos, el país ha viscut una profunda crisi econòmica motivada per l'entrada en vigor de sancions a les seves exportacions de petroli. Aquesta situació ha provocat una forta depreciaió del rial i un augment de la inflació. El règim també s'ha vist afectat per **un increment de les tensions socials i de les crítiques al Govern** que, segons la premsa, hauria desembocat en una forta onada repressiva per part de les autoritats, amb centenars o fins i tot milers de morts. Aquestes protestes s'han interpretat com un augment de la voluntat popular d'un canvi de règim.
- **Àmbit internacional.** El conflicte amb Israel el 2025, que va culminar en la guerra dels Dotze Dies, va posar en qüestió la posició que l'Iran havia estat cultivant com a **potència regional** després de la derrota incontestable soferta davant els Estats Units i Israel. Precisament, el conflicte entre Israel i Hamàs després de l'atac del 7 d'octubre del 2024 va portar Israel a llançar una ofensiva contra els principals aliats regionals de l'Iran, entre aquests Hezbol·là (amb presència al Líban), els houthis (rebels al Iemen actius al mar Roig) i el mateix Hamàs.

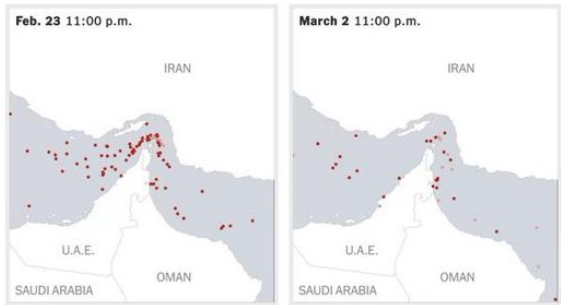
La resposta de l'Iran s'ha centrat a estendre el conflicte al conjunt de la regió i a augmentar els costos per a la resta de països del golf Pèrsic amb l'objectiu de pressionar indirectament els Estats Units i Israel per aconseguir un cessament de les hostilitats. Malgrat l'afebliment patit els últims mesos, l'Iran també compta amb la **possibilitat d'activar grups armats regionals, com Hamàs, Hezbol·là i els houthis**. Això podria donar lloc a un augment dels atacs terroristes en alguns països de la regió —Jordània, Israel i el Líban s'enfrontarien als riscos més grans—, així com a accions contra el comerç internacional, com les ja dutes a terme pels houthis al golf d'Aden i al mar Roig.

¹ De manera relacionada, alguns membres del Govern han suggerit que els Estats Units haurien actuat pressionats per la decisió d'Israel d'atacar l'Iran, fins i tot sense el seu suport.

Segons alguns analistes, la capacitat ofensiva de l'Iran es podria haver vist minvada després de les accions dels Estats Units i Israel i de la reducció dels seus arsenals de míssils i drons. Abans del conflicte, el país persa comptava amb importants reserves d'aquest tipus d'armament, encara que se'n desconeix l'estat actual després de la guerra dels Dotze Dies de juny de 2025, a causa del seu ús en el conflicte i dels atacs rebuts.

Ara com ara, l'Iran no està impedit el trànsit de vaixells per l'estret d'Ormuz, malgrat certa retòrica en aquest sentit i informacions puntuals sobre atacs a embarcacions a la zona. El principal impediment al trànsit a l'estret seria la retirada de la cobertura per risc de guerra per part de diverses companyies asseguradores als vaixells que el travessin, cosa que els exposa al risc i que, *de facto*, limita el trànsit marítim.

Gràfic 2. Trànsit a l'estret d'Ormuz
(un punt = un vaixell)



Font: Statistical Review of World Energy.

L'estret d'Ormuz és un dels colls d'ampolla principals del comerç global. Hi transita aproximadament el 20 % del consum mundial de petroli i el 35 % de les exportacions globals de cru, a més del 20 % de les exportacions de gas natural liquat. Per aquesta via també circulen nombroses primeres matèries crítiques, com fòsfats (fertilitzants) i diversos productes químics. Al voltant del 80 % dels fluxos energètics que travessen l'estret tenen com a destinació els grans mercats asiàtics, com la Xina, l'Índia, el Japó i Corea del Sud.

4. Quines conseqüències tindrà per a l'economia i per als mercats?

La reacció dels mercats ha estat la pròpia d'un episodi de *risk-off*.

- El preu del petroli ha augmentat fins a situar-se per sobre dels 80 dòlars per barril en la referència Brent, davant de nivells d'uns 65-70 dòlars per barril en els mesos anteriors.
- La renda variable i els *spreads* de deute corporatiu han mostrat un comportament advers, més acusat a Àsia i a Europa que als Estats Units, a causa de la seva dependència més gran dels fluxos energètics (petroli i gas natural) procedents de l'Orient Mitjà.
- La rendibilitat del deute sobirà ha repuntat en un context en què els inversors han incrementat la compensació exigida per inflació.
- Les matèries primeres industrials han registrat retrocessos, amb l'excepció dels metalls preciosos, que van reaccionar a l'alça en els primers moments pel seu paper com a actiu refugi davant la incertesa geopolítica i les perspectives d'una inflació més elevada.

Taula 1. Moviments en els mercats financers
Bons: en % i canvi en punts bàsics
Divises, primeres matèries i índexs: nivell i canvi en %

	25-feb	04-mar	Canvi
Alemanya: Bo a 10 anys (%)	2.71	2.76	5.00
Espanya: Bo 10 anys (%)	3.11	3.20	9.00
Estats Units: Bo 10 anys (%)	4.05	4.08	3.05
Dòlars per euro	1.181	1.164	-1.4%
Brent (dòlars per barril)	70.9	82.5	16.4%
Gas natural a Europa (euros per MWh)	31.1	47.3	52.3%
Courea (dòlars per 100 lliures)	598.6	584.6	-2.3%
Oro (dòlars per unça)	5164.8	5193.2	0.5%
MSCI World (Món)	4578.1	4456.8	-2.6%
Euro Stoxx 50 (Europa)	6173.3	5872.4	-4.9%
IBEX 35 (Espanya)	18461.0	17368.9	-5.9%
DAX (Alemanya)	25175.9	24182.1	-3.9%
CAC (França)	8559.1	8197.7	-4.2%
Dow Jones Industrial (Estats Units)	49174.5	48501.3	-1.4%
S&P 500 (Estats Units)	6890.1	6816.6	-1.1%
NASDAQ (Estats Units)	24977.0	24720.1	-1.0%
Nikkei 225 (Japó)	58583.1	54245.5	-7.4%
Hang Seng (Hong Kong)	9034.8	8484.0	-6.1%

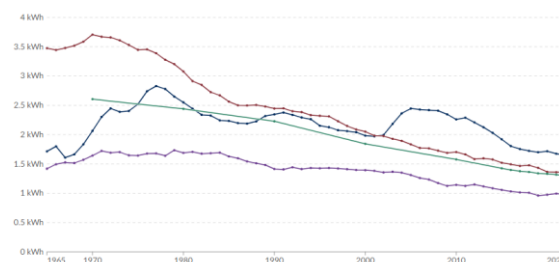
Font: Bloomberg.

El factor clau per valorar l'impacte macroeconòmic serà la durada del conflicte i les possibles disruptions en els fluxos de productes energètics procedents de la regió. Malgrat les declaracions de Trump, que ha assenyalat que l'operació duraria «fins que s'assoleixin els objectius», la realitat dependrà de possibles escalades en els costos del conflicte en termes socials, polítics, militars, econòmics i financers. **Els analistes apunten a una durada d'entre una i quatre setmanes.** Des del punt de vista militar, aquest horitzó és coherent amb la disponibilitat d'arsenals de míssils i drons de l'Iran i amb la capacitat d'intercepció dels països que reben els atacs (Israel, els Estats Units i els països del golf). En el pla polític, el conflicte compta amb un suport molt reduït als Estats Units (43 % en contra i 27 % a favor, segons una enquesta d'Ipsos, amb resultats similars en altres sondejos), cosa que fa que una prolongació o intensificació del conflicte resulti costosa per a l'Administració actual.

Les estimacions suggereixen que el principal impacte serà mitjançant l'augment del preu del petroli, que suposa un increment dels costos per a les empreses i un llast per al consum de les llars. Així, un increment de 10 dòlars per barril, com l'observat fins ara, podria elevar la inflació al voltant de 0,3 punts percentuals, mentre que l'impacte sobre l'activitat seria més baix, d'uns 0,1 punts percentuals. L'experiència de conflictes anteriors pot servir de referència. No obstant això, és important tenir en compte que, gràcies a l'auge del sector serveis, l'economia global és avui molt menys intensiva en l'ús d'energia (vegeu el gràfic 3) i menys dependent dels fluxos procedents de l'Orient Mitjà (vegeu el gràfic 4). Tot això es produeix en un context marcat per l'auge del *fracking*, que ha permès als Estats Units assolir pràcticament la independència energètica.

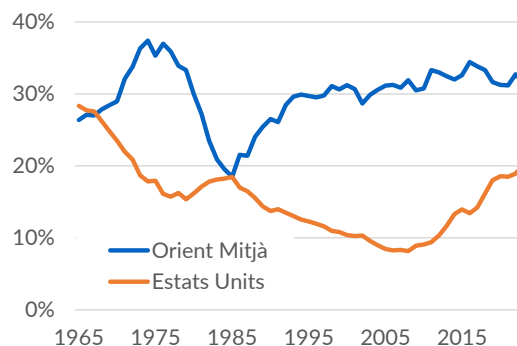
Gràfic 3. Energia per PIB

(en kWh per dòlar de PIB; Estats Units, món, Espanya i la Xina)



Font: Our World in Data.

Gràfic 4. Quota en la producció global de petroli (% del total)



Font: Statistical Review of World Energy.

5. Quins escenaris es plantegen?

L'escenari més probable és el d'un conflicte breu que conclouï amb un alto el foc que permeti als Estats Units declarar una victòria. El conflicte es mantindrà com una guerra «a distància», és a dir, basada en atacs amb míssils i drons, sense participació de tropes terrestres i amb enfrontaments marítims limitats. Abans d'aquest alto el foc, podrien produir-se nous atacs contra països de la regió, inclosos possibles atemptats terroristes per part de l'Iran i dels seus aliats regionals (Hamàs, Hezbol·là i els houthis, entre d'altres). El canvi de règim a l'Iran probablement se centraria més en canvis de persones que no pas en un desmantellament de l'aparell burocraticoteocràtic que ha regit el país des de la revolució del 1979. En qualsevol cas, l'Iran

podria veure's forçat a abandonar les seves ambicions com a potència regional a causa d'una debilitat interna i externa més gran.

Un altre escenari, menys probable, seria un canvi de règim a l'Iran amb el suport dels Estats Units. Aquest escenari implicaria l'ascens de grups polítics alternatius a l'actual Govern teocràtic i podria provocar un augment de les tensions polítiques domèstiques, incloses les protagonitzades pels kurds —que representen al voltant del 10 % de la població del país— i per víctimes de repressió, ja que els kurds segueixen doctrines sunnites que contrasten amb la doctrina oficial xiïta. En aquest escenari, els Estats Units —sota la presidència de Trump— podrien tenir un paper centrat en la reconstrucció de les infraestructures i en el desenvolupament de la indústria petrolera i química del país.

Finalment, l'extensió i l'enquistament del conflicte són un escenari de cua. En aquest cas, el règim actual sobreviuria amb canvis mínims i les accions militars continuarien, tot i que d'una manera més esporàdica i amb mètodes més heterodoxos: atemptats terroristes, atacs marítims o accions contra infraestructures de producció i refinatge de petroli, entre d'altres. El conflicte es mantindria a tota la regió i cap dels actors —Israel, els Estats Units i els països àrabs— mostraria la voluntat d'una intervenció terrestre a l'Iran a causa dels elevats costos i riscos associats.

6. Quines implicacions té per a l'escenari geopolític global?

El conflicte confirma i amplia diverses tendències geopolítiques:

- **Els Estats Units mostren més assertivitat** de la que s'estimava anteriorment a l'hora de participar en conflictes armats. Tot i això, persisteixen dubtes sobre la seva capacitat i voluntat política de sostenir aquestes intervencions en el temps, ja que sembla preferir victòries ràpides que puguin convertir-se domèsticament.
- **Europa s'ha mostrat incapaç d'articular una resposta contundent i unificada** davant un altre conflicte amb conseqüències directes per a la seguretat energètica.
- **Rússia surt reforçada de la situació** per dos motius principals. En primer lloc, es confirma la ruptura de l'ordre global i la intervenció d'estats forts en altres regions utilitzant arguments basats en la prevenció de riscos i amenaces, cosa que Rússia podria fer servir per justificar la seva actuació a Ucraïna. En segon lloc, les possibles disruptions en els fluxos de productes energètics procedents de l'Orient Mitjà —tant per la producció més baixa de l'Iran com, sobretot, per la reducció del trànsit a través de l'estret d'Ormuz— reforcen la seva posició com a subministrador davant la Xina i altres grans compradors asiàtics.
- **La Xina, que ha evitat posicionar-se durant el conflicte, també en surt reforçada** en la mesura que podria justificar accions futures sobre Taiwan o altres territoris sobre la base d'accions defensives de caràcter preventiu en un entorn global menys ordenat.

El programa nuclear de l'Iran

El programa nuclear de l'Iran ha centrat l'atenció dels Estats Units i d'altres superpotències els darrers anys. Ja des de la dècada de 1980, l'Iran ha intentat adquirir capacitats nuclears mitjançant diversos programes d'enriquiment d'urani, la primera matèria necessària per a la fabricació de caps nuclears. El Govern iranià, en diferents fases, ha assenyalat que l'objectiu del programa nuclear és únicament la generació elèctrica, cosa que requereix nivells d'enriquiment d'urani significativament inferiors als necessaris per a l'armament. Tanmateix, la manca d'accés complet a les seves instal·lacions per part de l'Agència Internacional de l'Energia Atòmica (AIEA) i el fet que algunes estiguin situades en búnquers relativament inaccessibles (com Fordow i Natanz) han generat dubtes sobre les veritables intencions del programa nuclear.

El 2015 es va assolir l'acord nuclear entre l'Iran i el P5+1, el grup format pels Estats Units, el Regne Unit, França, la Xina, Rússia i Alemanya. L'acord preveia l'aixecament progressiu de les sancions al règim iranià, mitjançant les quals s'havien congelat actius iranians a l'estranger i limitat les exportacions de cru del país (si bé havien continuat d'una manera més o menys encoberta cap a països com la Xina o l'Índia). En la pràctica, l'acord establia el desmantellament del programa nuclear iranià per a usos militars, la reducció de les reserves d'urani enriquit i un augment de les inspeccions per part de l'AIEA.

El 2018, Trump, durant el primer mandat, va abandonar l'acord nuclear en considerar que l'Iran no estava complint les seves condicions, malgrat els informes favorables emesos per l'AIEA. Aquesta decisió va comportar la reinstauració de les sancions en allò que es va descriure com la política de «màxima pressió». Des d'aleshores, el règim iranià ha manifestat la voluntat d'augmentar l'enriquiment d'urani per sobre dels nivells establerts en l'acord del 2015. Alhora, l'AIEA ha assenyalat que, tot i complir-se l'acord en els seus termes principals, tenia dubtes sobre alguns aspectes específics, com ara el nombre de centrífugadores. Durant la presidència de Biden, diversos intents de restablir l'acord van fracassar en un context de dubtes creixents sobre la veritable voluntat del país persa.

Més recentment, l'Iran hauria continuat avançant en el seu programa nuclear. Segons un informe de l'AIEA, el país estaria incomplint els pactes de l'acord nuclear i, segons diverses fonts, podria tenir urani amb una puresa del 60 %, un nivell pròxim al necessari per a usos militars. Durant la guerra dels Dotze Dies, el juny del 2025, Israel va atacar instal·lacions nuclears iranianes, incloses les plantes d'enriquiment d'urani conegudes. Posteriorment, el setembre del 2025, la UE va anunciar la recuperació de totes les sancions vigents abans de l'acord nuclear. A més, les negociacions amb els Estats Units no haurien resultat fructíferes i el màxim representant nord-americà, Steve Witkoff —amic personal del president Trump—, va advertir que el país es trobava a prop de disposar d'armes nuclears.

INFORMACIÓ LEGAL

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

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

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

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

Informació sobre conflictes d'interès

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

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

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

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

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

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