

Treva de 60 dies: implicacions i perspectives

Els Estats Units i l'Iran van signar un acord de treva, la fase inicial del qual venç a mitjan juliol, que posa en pausa el conflicte iniciat a finals de febrer. Aquest document descriu i valora aquest acord i les seves conseqüències per als escenaris geopolítics de cara al futur.

En dos minuts...

- Malgrat la fragilitat de la treva signada entre els Estats Units i l'Iran, hi ha senyals d'una certa normalització tant del trànsit de l'estret d'Ormuz com del preu del petroli, tot i que la rendibilitat del deute sobirà es manté elevada davant l'augment de les primes per inflació.
- L'acord és favorable per a l'Iran, ja que obté concessions concretes i immediates —accés als mercats financers, reinici de les exportacions de cru i accés a actius financers anteriorment congelats— a canvi de compromisos futurs i ambigus. Trump buscava un tancament ràpid del conflicte per contenir-ne les conseqüències inflacionistes.
- L'acord nuclear s'abordarà en grups de treball paral·lels durant la treva, tot i que amb unes expectatives dels Estats Units rebaixades respecte a visions anteriors.
- D'ara endavant, l'escenari més probable passa per una extensió explícita o implícita de la treva i per petits avenços que permetin a l'Iran continuar exportant cru i reforçar la seva malmesa economia. Els Estats Units buscaran evitar noves escalades que puguin elevar el preu del petroli abans de les eleccions de mig mandat.

1. El conflicte a l'Orient Mitjà

1.1. Fase cinètica (o bèl·lica): a partir del 28 de febrer de 2026

Els Estats Units i Israel van iniciar el 28 de febrer de 2026 l'operació Epic Fury contra l'Iran, centrada en la seva infraestructura militar i justificada per la necessitat d'evitar que l'Iran desenvolupés armes nuclears, tot i que posteriorment també s'han esmentat com a motius la voluntat de promoure un canvi de règim i l'interès per les reserves petrolíferes i gasístiques de l'Iran. En un primer moment, els atacs van causar la mort de l'aiatol·là Ali Khamenei i d'altres alts oficials del règim, a més de danys en infraestructures militars i civils.

La resposta de l'Iran va buscar regionalitzar el conflicte i augmentar-ne els costos per als Estats Units i els seus aliats regionals. Aquesta estratègia es va concretar, en primer lloc, en atacs amb drons i míssils contra diversos països de la regió (Aràbia Saudita, Bahrain, Qatar, Jordània, Kuwait, Oman i els Emirats Àrabs Units). Aquests atacs, inicialment centrats en infraestructures militars, es van estendre a infraestructures energètiques (magatzems, refineries...) a mesura que els atacs contra l'Iran també assolien aquest tipus d'objectius. En segon lloc, el tancament de l'estret d'Ormuz, mitjançant atacs a vaixells i la instal·lació de mines marines, va suposar un fort revés per a l'economia i els mercats financers globals, atesa la importància de l'estret per als mercats mundials de l'energia i d'altres primeres matèries (alumini, heli, fertilitzants, etc.). El preu del petroli va repuntar amb força i es va situar per sobre dels 120 dòlars per barril, en nivells màxims des del 2022, en ple conflicte entre Rússia i Ucraïna.

Israel va intensificar les accions contra Hezbol·là, incloses incursions al Líban, al·legant motius de seguretat nacional. Aquestes operacions es van concretar en atacs per terra i aire, fins i tot contra Beirut, la capital del país, malgrat que el Govern del Líban havia condemnat les accions de Hezbol·là.

1.2. Fase no cinètica: a partir del 7 d'abril

El 7 d'abril, Trump va anunciar un acord d'alto el foc de quinze dies que, en aquesta ocasió, va ser ratificat per l'Iran. Això va passar després de diverses setmanes de comunicació erràtica per part de Trump, que va proclamar la victòria diverses vegades, va anunciar acords desmentits posteriorment per l'Iran i va formular amenaces ominoses contra el país («eliminació d'una civilització» i «destrucció de ponts i plantes elèctriques», entre d'altres). El primer ministre israelià, Netanyahu, va afirmar que Israel no tenia intenció de complir l'acord d'alto el foc en relació amb el Líban, tot i que, posteriorment, i pressionat obertament pels Estats Units, sí que va assolir el seu propi acord, si bé només va ser respectat parcialment. L'acord d'alto el foc amb l'Iran va ser prorrogat de manera més o menys explícita diverses vegades. Aquestes pròrrogues van anar acompanyades generalment de pressions per part dels Estats Units a través de xarxes socials i mitjans de comunicació: sobre l'Iran, perquè reobris l'estret d'Ormuz, i sobre països tercers, perquè col·laboressin en la seva reobertura.

L'alto el foc no es va respectar estrictament i van continuar els atacs i les escaramusses. Tampoc no va comportar la normalització del trànsit a l'estret d'Ormuz, que va romandre sota un tancament selectiu per part de l'Iran. El país permetia el trànsit de vaixells associats a països afins, però cobrava un peatge i els obligava a circular per determinades zones lliures de mines marines. Amb l'objectiu d'evitar aquesta selectivitat i de pressionar l'Iran, els Estats Units van establir, el 13 d'abril, un contrabloqueig naval a l'estret d'Ormuz, fet que va suposar, *de facto*, un bloqueig propi. Aquesta mesura va detenir diversos vaixells que l'Iran sí que havia autoritzat a creuar l'estret.

La mediació diplomàtica del Pakistan, de Turquia i d'Egipte va resultar clau per iniciar converses entre els Estats Units i l'Iran dirigides a buscar un acord de treva que es pogués convertir, eventualment, en un acord de pau. Aquestes negociacions, basades inicialment en el conegut com a «document de 10 punts», van millorar les perspectives i van contribuir que el petroli, tot i estar subjecte a una elevada volatilitat, s'allunyés dels màxims assolits les primeres setmanes del conflicte.

2. Treva de 60 dies: des del 18 de juny

2.1. L'acord de treva de 14 punts

L'acord de treva entre els Estats Units i l'Iran té una durada de 60 dies, amb una fase prèvia de 30 dies, i va ser signat per Donald Trump al Palau de Versalles durant una cimera del G-7. De manera immediata, preveu el cessament d'hostilitats (1) i la no-interferència de cap país en els assumptes interns de l'altre (2), un punt rellevant per a l'Iran, atesa la pressió que els Estats Units exercien per fomentar un aixecament intern que propiciés un canvi de règim.

- **En la fase prèvia**, l'Iran es compromet a fer el seu «millor esforç» per eliminar les mines marines de l'estret d'Ormuz (5), mentre que els Estats Units acorden aixecar el contrabloqueig (4), no acumular més forces militars prop de l'Iran (4), atorgar els permisos necessaris perquè l'Iran pugui exportar petroli als mercats internacionals, inclosos els serveis financers relacionats amb assegurances i transport (10), i descongelar els actius financers de l'Iran en territori nord-americà (11).
- **En la fase de treva**, que té una durada de 60 dies (3), l'Iran es compromet a permetre el trànsit marítim sense peatges, tot i que l'acord fa referència a la gestió conjunta de serveis

marítims per part de l'Iran i Oman (5). Els Estats Units acorden participar en la creació d'un Fons de Reconstrucció i Desenvolupament de l'Iran amb un import de fins a 300.000 milions de dòlars (6) i promoure que els organismes internacionals aixequin totes les sancions (7).

- **Pel que fa a l'acord nuclear**, l'Iran es compromet a no desenvolupar armes nuclears (8) i a no fer canvis en la situació actual del programa nuclear (9). Tot plegat es formula en un llenguatge molt ambigu, en un context en què les converses es traslladen a un grup de treball sobre un acord nuclear definitiu durant la fase de treva.

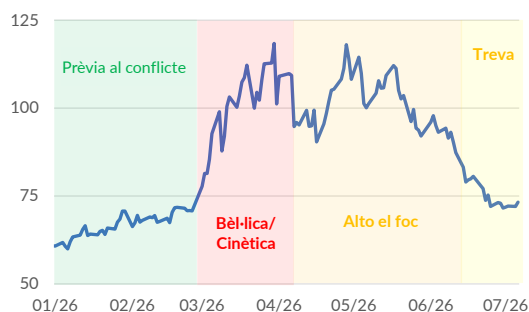
La resta de punts de l'acord preveuen l'establiment d'un mecanisme executiu per a la supervisió de la seva aplicació (12), el calendari d'implementació, amb la definició dels temes inicials i de la resta de qüestions (13), i, finalment, la voluntat que l'acord final sigui ratificat com a acord del Consell de Seguretat de les Nacions Unides (14).

2.2. Impacte en els mercats financers

L'anunci i la signatura de la treva han permès que el preu del petroli es normalitzi i se situï de nou en nivells previs a l'inici del conflicte, és a dir, al voltant dels 70 dòlars per barril per a la referència Brent, enfront dels nivells d'entre 90 i 120 dòlars per barril assolits durant el conflicte. Això es produeix malgrat que, fins i tot després de la reobertura de l'estret d'Ormuz, el trànsit estaria, ara com ara, notablement per sota dels nivells de principis d'any.

No ha passat el mateix amb altres actius, com el deute sobirà o les borses (Taula 1):

Gràfic 1. Preu del petroli en les fases del conflicte (Brent, USD/barril)



Font: Bloomberg.

- **La rendibilitat del deute sobirà es manté en nivells més elevats** per un augment de la prima per inflació (davant l'increment i la volatilitat més gran de les expectatives d'inflació) i per unes perspectives de tipus d'interès més elevats per part dels bancs centrals. Les corbes han tendit a l'aplanament, cosa que trenca amb la tendència prèvia al conflicte, caracteritzada per un augment del pendent davant la preocupació creixent per la situació fiscal de les economies.
- **Les borses, en general, han recuperat els nivells previs al conflicte** i fins i tot els han superat, impulsades per l'evolució favorable dels resultats empresarials, especialment en el sector tecnològic.

Taula 1. Moviments en els mercats al llarg del conflicte

	27-feb	07-abr	Canvi 7-abr vs 27-feb	30-jun	Canvi 30-jun vs 7-abr
Alemanya: Bo 10 anys (%)	2.64	3.08	44.1	2.86	-22.4
Espanya: Bo 10 anys (%)	3.06	3.57	50.5	3.34	-22.3
Estats Units: Bo 10 anys (%)	3.94	4.29	35.6	4.47	17.2
Dòlars per euro	1.18	1.16	-1.8%	1.14	-1.5%
Brent (dòlars per barril)	72.5	109.27	50.8%	72.9	-33.3%
Gas natural a Europa (euros per MWh)	32.0	53.25	66.6%	43.4	18.4%
Coure (dòlars per 100 lliures)	600.5	556.30	-7.4%	619.3	11.3%
Or (dòlars per unça)	5278.9	4706.51	-10.8%	4008.0	-14.8%
MSCI World (Món)	4556.8	4327.93	-5.0%	4825.5	11.5%
Euro Stoxx 50 (Europa)	6138.4	5633.22	-8.2%	6328.1	12.3%
IBEX 35 (Espanya)	18360.8	17444.30	-5.0%	19471.9	11.6%
DAX (Alemanya)	25284.3	22921.59	-9.3%	24995.8	9.0%
CAC (França)	8580.8	7908.74	-7.8%	8404.0	6.3%
Dow Jones Industrial (Estats Units)	48977.9	46584.46	-4.9%	52319.2	12.3%
S&P 500 (Estats Units)	6878.9	6616.85	-3.8%	7499.4	13.3%
NASDAQ (Estats Units)	24960.0	24202.37	-3.0%	30276.4	25.1%
Nikkei 225 (Japó)	58850.3	53429.56	-9.2%	70062.3	31.1%
Hang Seng (Hong Kong)	4068.5	3785.76	-6.9%	3428.5	-9.4%

Font: Bloomberg.

Els bancs centrals van adoptar un discurs més procliu a les pujades de tipus en la fase més aguda del conflicte i alguns d'aquests van elevar els seus tipus de referència. El mateix BCE, en la reunió de juny, va pujar el tipus de dipòsit en 25 punts bàsics, fins al 2,25 %, fet que va suposar la seva primera pujada des de l'agost del 2023. Per la seva banda, la Reserva Federal dels Estats Units no va fer canvis en els tipus d'interès, però sí que va modificar el discurs i les perspectives, que ara apunten a una probabilitat més elevada d'augment del tipus rector. **Amb la signatura de l'acord de treva, els bancs centrals han moderat el seu discurs alcista sobre els tipus**, en fer referència a riscos més baixos per a la inflació (o a riscos «més equilibrats») i a l'impacte del conflicte i dels preus més elevats de l'energia sobre l'activitat econòmica.

2.3. Valoració de l'acord de treva

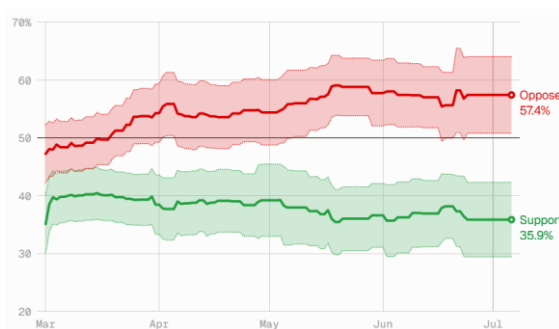
L'acord és favorable per a l'Iran, ja que obté avantatges immediats i concrets a canvi d'uns compromisos relativament difusos i allunyats en el temps.

1. **L'Iran obté l'aixecament de les sancions als seus sectors energètic i financer**, algunes de les quals eren vigents des de feia més de quatre dècades. Això permetrà al país augmentar els seus ingressos de manera immediata i recuperar els actius congelats pels Estats Units.
2. **El compromís dels Estats Units de no augmentar la seva presència** a la regió també dona a l'Iran la confiança que els Estats Units no utilitzaran el període de la treva per preparar futures operacions militars. Tot això es produeix en un context en què els Estats Units mantenen una presència relativament reduïda a la regió (en comparació amb conflictes militars anteriors) i hi ha indicis creixents de tensions, com la reducció d'efectius en altres escenaris (p. ex., Àsia) i la caiguda dels inventaris de cert armament (p. ex., míssils interceptors i Tomahawk).
3. **L'ambigüitat respecte al programa nuclear de l'Iran**, amb les referències a mantenir l'*statu quo* i amb declaracions de Trump que apunten a una gran flexibilitat sobre la seva gestió, en termes del que havia de ser destruït o diluït i de la manera com s'havia de fer, també resulta favorable per a l'Iran.

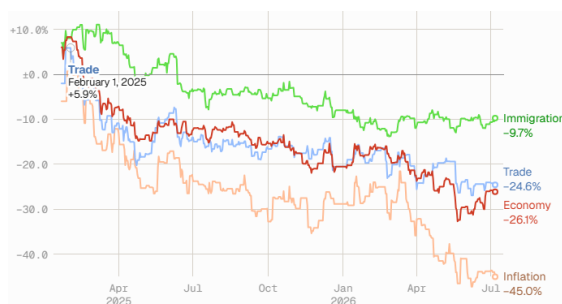
Els Estats Units, per la seva banda, aconseguixen un acord que reobre l'estret d'Ormuz al trànsit marítim i permet reduir el preu del petroli i les pressions inflacionistes. A més, ofereix al president Trump la possibilitat de donar per tancat un conflicte iniciat unilateralment i que ha demostrat ser molt impopular (Gràfic 2). L'augment del preu de la gasolina i el repunt de la inflació han suposat un llast addicional per a la popularitat de Trump i han deteriorat la percepció de la seva gestió, especialment en àrees en què comptava amb un avantatge en trimestres anteriors, com ara la gestió de l'economia i la lluita contra la inflació (Gràfic 3).

Israel ha vist deteriorar-se la seva posició internacional i ha rebut crítiques de nombrosos països, inclosos els Estats Units, per les seves accions militars contra l'Iran i al Líban, que han impedit l'entrada en vigor de diversos acords d'alto el foc i han suposat la ruptura d'altres. Aquest deteriorament se suma al provocat pel conflicte contra Hamàs, obert des de l'octubre del 2023, que ha afectat Gaza i Cisjordània. Aquesta situació ha quedat de manifest en declaracions en què Trump ha criticat obertament les accions d'Israel i en l'exclusió explícita del país de les negociacions de pau mediades pel Pakistan i Qatar.

Gràfic 2. Suport al conflicte a l'Iran als Estats Units (en contra; a favor)

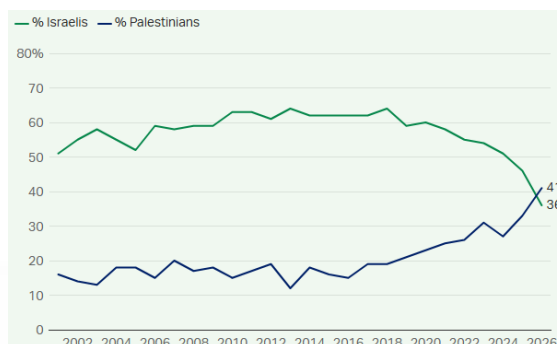


Gràfic 3. Valoració de Trump en diversos aspectes (valoració neta = a favor - en contra)



Font: Nate Silver.

Gràfic 4. Estats Units: simpaties en el conflicte a l'Orient Mitjà (Israel/Palestina)



Font: Gallup.

3. Conseqüències del conflicte i de l'acord

3.1. Implicacions econòmiques

La normalització del preu del petroli afavoreix una visió del conflicte com un xoc temporal l'impacte del qual sobre l'activitat i els preus podria ser més limitat, malgrat la persistència d'incerteses i primes de risc associades. Aquest caràcter temporal pot, al seu torn, afavorir una disposició més gran per part de les empreses i altres intermediaris a absorbir els augments dels costos i limitar la transmissió als consumidors. Això pot justificar un canvi d'orientació dels bancs centrals cap a una actitud més procliu a donar suport a l'activitat econòmica.

3.2. Implicacions geopolítiques

Els Estats Units es poden atribuir una victòria militar, però han patit una derrota estratègica. La seva supremacia militar els ha permès imposar-se, encara que no amb la contundència necessària (o esperada inicialment), i la seva incapacitat per reobrir l'estret d'Ormuz suposa un qüestionament del seu paper com a líder hegemònic global. El conflicte també ha posat de manifest la seva soledat: els aliats tradicionals no han atès les peticions de suport i la Xina tampoc no ha donat suport a les tesis nord-americanes, malgrat les reiterades peticions de Trump durant la cimera Trump-Xi al maig.

► **Focus.** [Cimera Trump-Xi: ni escalada ni acords substancials](#)

Els països del golf Pèrsic veuen qüestionat el seu model econòmic davant la percepció de menys estabilitat i fiabilitat. Els que buscaven diversificar més enllà del petroli (Emirats Àrabs Units) pateixen l'augment de la inestabilitat geopolítica; els que buscaven diversificar la seva base industrial (Qatar i Bahrain) han patit disruptions productives i de distribució, i l'Aràbia Saudita veu qüestionat el seu paper com a font estable i segura de subministrament energètic. A més, les disruptions de subministrament observades i la sortida dels Emirats Àrabs Units del càrtel posen en dubte la capacitat d'aquests països de controlar els mercats globals de cru i energia, en part a través de l'OPEP.

4. Escenaris del conflicte

4.1. Escenari central: Prolongació de la treva sense acord formal

L'Iran té incentius per prolongar la fase de negociacions, ja que aquesta li permet recuperar els seus ingressos per exportacions de petroli i accedir de nou als seus actius financers. Així, el país farà concessions cosmètiques, com la destrucció o la dilució de part del seu inventari d'urani, tot i que evitarà compromisos més importants, com l'accés de l'Organisme Internacional d'Energia Atòmica a les seves instal·lacions. A més, l'Iran pot aprofitar aquest temps per reconstruir la capacitat de producció de míssils i drons.

Els Estats Units buscaran evitar titulars sobre el conflicte, ateses la seva impopularitat domèstica, la proximitat de les eleccions de mig mandat i la necessitat de mantenir un discurs de victòria. En el pla militar, és possible que es mantinguin algunes escaramusses, especialment les associades al trànsit a l'estret d'Ormuz i a la voluntat de l'Iran de cobrar pel trànsit de vaixells per aquesta via, tot i que no necessàriament en forma de peatges, sinó mitjançant algun mecanisme similar.

El trànsit a l'estret d'Ormuz es normalitzarà progressivament, tot i que no recuperarà els nivells previs al conflicte, ja que s'ha tornat més costós i incert. El preu del petroli es mantindrà al voltant de valors similars als previs al conflicte, tot i que persistiran les primes de risc i una compensació més gran per inflació en altres actius financers, com el deute sobirà.

4.2. Escenari positiu: Acord nuclear en 60 dies

L'Iran podria complir i fins i tot superar les demandes de transparència sobre el seu programa nuclear amb l'objectiu d'activar el Fons de Reconstrucció i Desenvolupament previst en l'acord de treva. Això, juntament amb l'aixecament de les sancions, permetria una millora de la situació econòmica del país, fet que reduiria la seva pressió sobre l'estret d'Ormuz i eliminaria, *de facto*, les primes de risc per inflació en bona part dels actius. El retorn del preu del cru als nivells del 4T25 —al voltant dels 60 dòlars per barril— generaria efectes base negatius en l'energia i afavoriria la moderació de la inflació, fet que permetria als bancs centrals reduir els seus tipus d'interès amb un impacte positiu sobre les condicions financeres.

4.3. Escenari advers: Sense acord i retorn a la fase cinètica

El col·lapse de les negociacions sobre el programa nuclear suposaria la ruptura de la treva, el tancament de l'estret d'Ormuz, el restabliment del contrablockeig per part dels Estats Units i un nou repunt del preu del petroli amb conseqüències per a la resta de mercats financers, tant de renda fixa com de renda variable. La percepció que el conflicte té un caràcter més permanent que temporal forçaria els bancs centrals a actuar amb contundència davant nous repunts de la inflació. Des del punt de vista geopolític, els Estats Units afrontarien aquesta nova fase del conflicte des d'una posició militar menys favorable.

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.