



Humanitzem les teves finances

Outlook 2026

Perspectives econòmiques i financeres

Desembre de 2025

Outlook 2026

▪ Introducció.....	3
▪ Catalitzadors i condicionants dels escenaris.....	4
▪ Escenaris 2026.....	5
▪ Altres factors de risc.....	8
▪ <i>Asset allocation</i>	10
▪ Resum d'estimacions 2026.....	11
▪ Temes d'inversió.....	14
▪ Anàlisi econòmica.....	25
▪ Anàlisi financera.....	34

2026: un any **sota l'ombra de Trump**, la inversió en IA i els dèficits públics



L'any 2025 ha estat marcat per la incertesa derivada de les polítiques de Trump. El Liberation Day va portar els aranzels als Estats Units a màxims d'un segle. No obstant això, posteriors ajustos i acords amb diversos països n'han permès la reducció. La Xina, malgrat ser el centre de la retòrica de Trump, ha aconseguit un acord comercial relativament favorable gràcies al seu domini en la producció i refinatge de les conegudes terres rares i a l'amenaça de restringir-ne l'exportació. En tot cas, les amenaces aranzelàries de Trump han perdut efectivitat i impacte en els mercats financers al llarg de l'any.

Als Estats Units, l'economia ha resistit l'impacte dels aranzels, tot i que la interpretació de la situació econòmica es complica per les distorsions derivades dels anuncis aranzelaris i per la manca de dades provocada pel tancament del govern federal entre octubre i novembre. L'economia ha trobat suport en l'aprovació de mesures d'expansió fiscal (*One Big Beautiful Bill*) en un mercat laboral encara robust i en la inversió en intel·ligència artificial. **A Europa, els anuncis d'expansió fiscal han millorat les perspectives** al llarg de l'any, malgrat el soroll polític a Alemanya i, sobretot, a França. La moderació de la inflació ha permès als bancs centrals reduir-ne els tipus: el BCE el primer semestre i la Fed el segon.

Els mercats financers han posat un focus creixent en la sostenibilitat fiscal, i la rendibilitat del deute sobirà a llarg termini s'ha desplaçat a l'alça. En renda variable, les expectatives associades a la cursa de la IA han impulsat les valoracions de les grans empreses tecnològiques, especialment als Estats Units. A Europa, la bona evolució ha estat vinculada a les perspectives d'expansió fiscal en defensa i infraestructures. En aquest context, el dòlar ha patit pressions a la baixa al llarg de l'any.



2026: un any **sota l'ombra de Trump**, la inversió en IA i els dèficits públics



De cara al 2026, la política nord-americana centrarà **l'atenció en les eleccions de mig mandat** (novembre) i en els intents de Trump per expandir els poders presidencials. La renovació del president de la Fed (maig) serà un esdeveniment clau per avaluar el respecte per les institucions independents al país. Per la seva banda, l'administració Trump haurà de gestionar els aranzels sectorials, que guanyaran centralitat a causa de la seva factibilitat legal més gran, mentre que la seva retòrica augmentarà en un context de credibilitat decreixent dels seus anuncis.

La rendibilitat del deute sobirà continuarà sota pressions alcistes en un context d'augment de l'oferta per dèficits creixents i d'una base compradora més sensible al preu. Pel que fa als bancs centrals, la Fed buscarà continuar retallant el tipus rector malgrat una inflació persistentment per sobre del seu objectiu, mentre que el BCE buscarà calibrar el pròxim moviment en funció del balanç de riscos. En els mercats de renda variable, l'evidència sobre la capacitat de les empreses de rendibilitzar les seves inversions en IA pot marcar el rumb del mercat.

A Espanya, el creixement econòmic es moderarà a causa d'un impuls demogràfic més baix, encara que comptarà amb el suport de la millora del dinamisme econòmic a l'entorn europeu. D'altra banda, la debilitat de l'executiu pot generar més incertesa política a curt termini i actuar com un fre. Socialment, l'evolució del preu de l'habitatge i del lloguer es mantindrà com una de les principals preocupacions dels ciutadans.

Aquest informe analitza l'entorn econòmic, financer i geopolític, així com les conseqüències per als diferents actius financers.



Catalitzadors i condicionants dels escenaris

Estats Units: deteriorament institucional	L'administració Trump promou la concentració del poder en l'executiu davant del legislatiu mitjançant creixents pressions i interferències en organismes independents (p. ex., la Reserva Federal), la invocació de poders d'emergència (p. ex., els aranzels) o desobeint la legislació sobre ús de fons públics (p. ex., durant el tancament temporal del govern federal). Amb això, l'administració erosiona les bases de l'estat de dret i introdueix arbitrarietat en la gestió i l'aplicació de les polítiques públiques, no només a escala nacional, sinó també respecte al dret internacional, com demostra l'acció militar i captura de Maduro a Veneçuela a començaments del 2026.
Estats Units: impulsant el cycle econòmic	L'economia mostra senyals creixents de vulnerabilitat , com ara una taxa d'estalvi reduïda , una inflació relativament elevada que limita el poder adquisitiu de les llars i una inversió empresarial feble fora del sector de la IA. La política fiscal és clarament expansiva, mentre que la monetària està propera a la neutralitat, tot i que amb pressions creixents cap a una posició més acomodaticia. A la recerca de l'impuls econòmic, el govern pot promoure un repalanquejament del sector privat mitjançant hipoteques, incentius, etc.
Zona euro: reptes estructurals, però solucions conjunturals	Els informes Draghi i Letta constitueixen un diagnòstic encertat i preocupant dels reptes estructurals als quals s'enfronta la UE. Les accions requerides són substancials i necessiten un notable grau de coordinació entre els Estats i entre aquests i la mateixa UE, un aspecte que, en ocasions anteriors, ha donat lloc a reptes d'implementació . La relaxació de les normes fiscals a la UE, la reforma del fre fiscal a Alemanya i els compromisos de més despesa en defensa i infraestructures suposen un impuls a curt termini que s'ha d'aprofitar en tots els nivells per promoure les reformes estructurals necessàries .
Intel·ligència artificial: cursa inversora	La IA està impulsant l'activitat econòmica als Estats Units a través de la inversió CapEx i amb la promesa de millores de productivitat. No obstant això, la capacitat de rendibilitzar els elevats volums d'inversió —finançats de manera incipient amb deute— en una indústria caracteritzada per una ràpida depreciació i una competència creixent pot resultar complexa, especialment per a aquelles empreses que no emergeixin amb un producte diferenciat que permeti ampliar la seva base de clients o incrementar els preus finals.
Desigualtat: l'economia en forma de K	Les dinàmiques empresarials i socials donen lloc a creixents desigualtats . Als Estats Units, la part alta de la distribució de la renda assumeix una proporció cada vegada més gran de la riquesa i del consum, impulsada per la bona evolució de la borsa i altres actius financers. A la Xina, el teixit empresarial es tensa entre l'evolució favorable dels sectors de noves tecnologies (vehicle elèctric, IA, etc.) i el pobre rendiment de sectors de baixa tecnologia i de l'immobiliari. Socialment, la desigualtat genera tensions polítiques; en l'àmbit empresarial, dificulta la lectura i la interpretació dels agregats econòmics.

	Base	Pessimista	Optimista
	Desacceleració econòmica controlada (Probabilitat: 75 %)	Decepció IA (Probabilitat: 15 %)	Acceleració IA (Probabilitat: 10 %)
Situació econòmica	Desacceleració progressiva als EUA i la Xina. Reactivació econòmica a la zona euro.	Decepcions en el creixement econòmic als Estats Units, la zona euro i la Xina.	Acceleració del creixement econòmic davant de l'impuls de la IA i l'expansió fiscal.
Inflació	Moderada a la zona euro i persistentment superior al 2 % als EUA.	Desinflació a les principals economies.	Moderació de la inflació gràcies a la millora de la productivitat.
Fiscalitat	Expansió fiscal als EUA i enfocament creixent en la fiscalitat en els països amb més dèficits.	Forta expansió fiscal per compensar la desacceleració econòmica. Alguns països perden accés als mercats de deute.	El dinamisme econòmic més gran permet una consolidació fiscal sense ajustos.
Bancs centrals	Retallades de tipus per part de la Fed. El BCE, en espera del seu pròxim moviment.	Retallada sincronitzada dels tipus oficials dels principals bancs centrals i reactivació dels programes de compra de deute públic.	L'entorn econòmic més favorable porta a tipus més grans de neutralitat monetària, que no suposen un fre per al creixement.
Condicions financeres	Episodis de volatilitat provocats per l'ajust de les perspectives econòmiques i financeres i per la (geo)política.	Molt adverses. Mal comportament dels actius de risc.	Favorables. Moderació de les primes de risc.
Geopolítica	Incertesa elevada, encara que més baixa que l'abril del 2025. Reducció progressiva dels aranzels (nous acords comercials, rebaixes unilaterals). Implementació de l'Estratègia de Seguretat Nacional dels EUA.	Conflictes intensos més enllà de l'àmbit comercial (tecnologia, materials...). Acceleració de la fragmentació i desglobalització.	Fi del conflicte a Ucraïna. Acords comercials entre els Estats Units i la Xina. Progressos en la construcció europea amb la implementació de l'informe Draghi.

	Base	Pessimista	Optimista
	Desacceleració econòmica controlada (Probabilitat: 75 %)	Decepció IA (Probabilitat: 15 %)	Acceleració IA (Probabilitat: 10 %)
Sentiment inversor	Raonable, atesa la incertesa, que provocarà oscil·lacions.	Molt negatiu. Elevada aversió al risc i augment de les primes a termini i de risc.	Positiu. Entorn de <i>risk-on</i> .
Renda fixa sobirana	Rendibilitats pressionades a l'alça per polítiques fiscals expansives. Augment del pendent de les corbes.	Diferenciació en funció dels fonaments fiscals i el bon comportament dels actius refugi.	Rendibilitats estables o a la baixa en un context de creixement econòmic favorable.
Renda fixa corporativa	Suport als diferencials de crèdit gràcies a la solvència financera empresarial.	Ampliació dels diferencials de crèdit i deteriorament de la qualitat creditícia.	Compressió dels diferencials de crèdit.
Renda variable	Evolució raonable emparada en la continuïtat del creixement dels BPA, l'expansió fiscal i la persistència de la temàtica inversora en IA.	Fortes correccions, especialment en els sectors més exposats a la tecnologia i l'energia.	Evolució positiva de la renda variable, en especial dels sectors procíclics i de més risc. Acceleració dels BPA.
Divises	Depreciació del dòlar nord-americà pel diferencial de tipus i el deteriorament macroeconòmic, fiscal i institucional.	Depreciació del dòlar nord-americà. Tot i les intervencions, apreciacions del ien japonès i d'altres divises segures.	Estabilitat en els principals encreuaments. Bon comportament de l'euro i de les divises emergents.
Primeres matèries	Pressió a la baixa sobre el petroli per una estabilitat geopolítica més gran i a l'alça sobre l'or per una confiança més baixa en el dòlar.	Caiguda del cru i d'altres primeres matèries cícliques. Augment del preu de l'or.	Desplaçament a l'alça del preu del petroli i d'altres primeres matèries. Relaxació del dinamisme del preu de l'or.

L'entorn actual obliga a pensar en **diferents escenaris**

Pessimista

15 %

Decepció IA

- ▶ Caiguda del creixement
- ▶ Impuls monetari
- ▶ Fiscalitat expansiva i dubtes sobre la fiscalitat
- ▶ Tensió de les condicions financeres

Correcció i *risk-off*

Base

75 %

Desacceleració controlada

- ▶ Moderació als EUA i reactivació a la zona euro
- ▶ Retallades de la Fed
- ▶ Menys volatilitat i incertesa

Constructiu

Optimista

10 %

Acceleració IA

- ▶ Creixement impulsat per productivitat
- ▶ Moderació de la inflació
- ▶ Augments de tipus oficials sense tensions

Risk-on en actius de risc

Altres escenaris de risc (I) – Riscos macroeconòmics i geopolítics

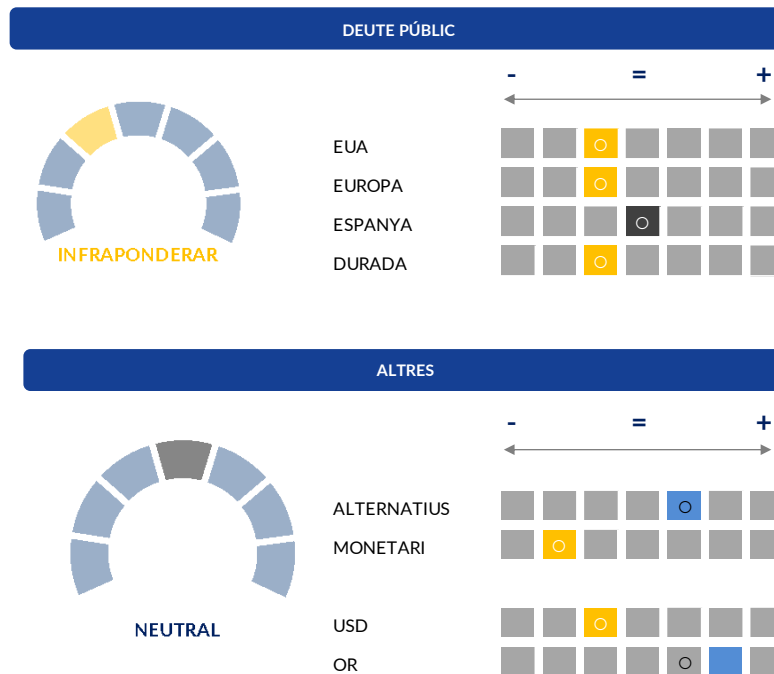
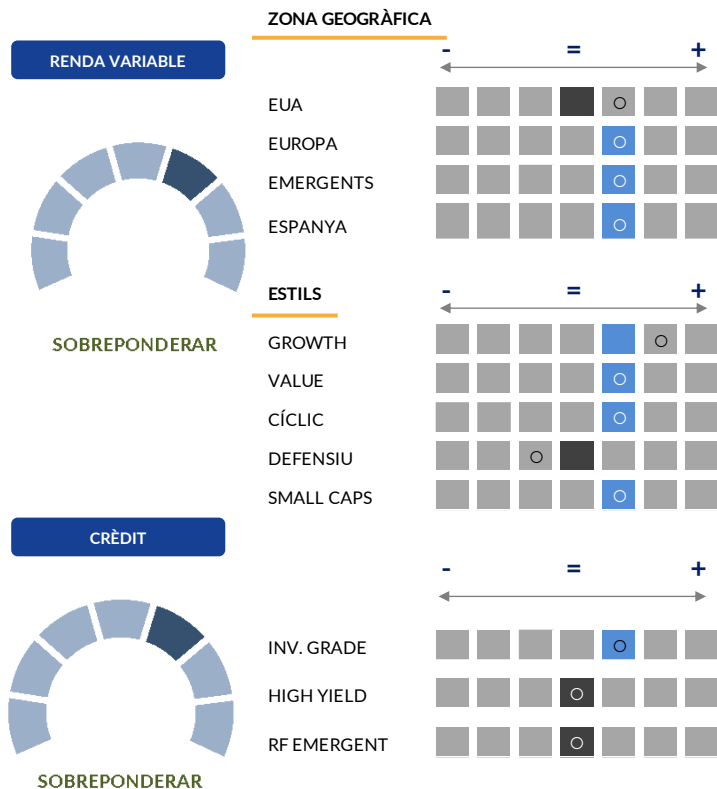
Pressió sobre el deute sobirà	Les corbes de deute sobirà es desplacen fortament a l'alça , especialment en els seus trams més llargs, en un context de creixent oferta de deute públic i de primes més grans davant d'una base compradora més sensible al preu. Els Estats reaccionen desplaçant les emissions cap als trams més curts per reduir el cost financer del deute, encara que això augmenta els riscos de refinançament. Davant d'episodis de volatilitat, els tipus d'interès repunten de manera marcada i els sobirans troben dificultats per col·locar deute, tant nou com corresponent a venciments. La resposta passa per un ajust fiscal abrupte , amb conseqüències econòmiques adverses, o per una intervenció en els mercats financers , possiblement a través dels bancs centrals, allà on sigui possible.
Crisi a la Xina	La caiguda dels preus immobiliaris, un entorn desinflationari i un deute elevat generen una demanda interna anèmica , que el país intenta compensar mitjançant el dinamisme industrial i del sector exterior. Una crisi domèstica associada a la gestió d'actius immobiliaris deteriorats o un xoc advers al sector exterior poden forçar el govern a adoptar mesures coordinades d'impuls fiscal i monetari , especialment en crèdit. Els problemes a la Xina frenarien l'activitat i el cicle econòmic global.
Esdeveniments climàtics	La creixent freqüència i impacte dels esdeveniments climàtics extrems genera un augment dels costos públics i privats associats. Els forts increments de les primes d'assegurances en determinats actius i zones geogràfiques provoquen canvis en la seva valoració (p. ex., caigudes en els preus immobiliaris i en el deute corporatiu i públic subnacional). La intervenció pública és costosa però insuficient.
Ciberatacs	Els ciberatacs augmenten en nombre, sofisticació i rellevància de les víctimes. Els consumidors redueixen la confiança en les comunicacions rebudes de les empreses, mentre que aquestes han de destinar una part creixent dels seus ingressos a combatre els ciberatacs, així com a arribar a clients actuals i potencials.
Conflictes armats	Els conflictes bèl·lics poden provocar forts augments en els preus de les primeres matèries , especialment les energètiques. Els conflictes a Ucraïna i Rússia, així com la intervenció dels Estats Units a Veneçuela, tenen el potencial per generar un impacte en el preu de cru, fent-lo repuntar, especialment si les accions i les sancions afecten la infraestructura petrolífera o la capacitat dels actors implicats per portar la seva producció als mercats globals.

Altres escenaris de risc (i II) – Riscos financers

Crisi de dòlar	La voluntat dels països de reduir la seva vinculació comercial i financera amb els Estats Units, juntament amb el deteriorament institucional del país, contribueix a una sortida d'inversors dels actius i dels mercats financers nord-americans. Aquesta rotació de carteres suposa una reducció de l'exposició al dòlar nord-americà, provocant una forta depreciació de la divisa i un mal rendiment dels actius denominats en dòlars. Tot i la caiguda del dòlar, les condicions financeres internacionals es tensen abruptament.
Valoracions de les tecnològiques	Les valoracions de les grans companyies tecnològiques , especialment nord-americans, es veuen qüestionades per la competència creixent en el sector, l'aparició de nous models d'IA més eficients o els dubtes sobre la capacitat de les empreses de rendibilitzar les seves inversions previstes. Atesa la importància d'aquestes empreses en els índexs, l'ajust té conseqüències per al conjunt del mercat amb correccions marcades en els actius de risc, com ara la renda variable i el deute corporatiu.
Intermediació financera no bancària	Els mercats financers han experimentat un augment de participants i productes no tradicionals, inclosos instruments no cotitzats en mercats centralitzats (p. ex., <i>private debt</i> i <i>private equity</i>) i participants no bancaris o sotmesos a una regulació més baixa que els tradicionals. En cas d'una tensió abrupta de les condicions financeres, aquests mercats i participants es poden veure forçats a liquidacions desordenades.
Condicions financeres	Els països emergents continuen exposats a l'evolució dels mercats financers, tant per al finançament dels seus sobirans com de les empreses. Una tensió de les condicions de finançament, especialment en el mercat en dòlars, pot tenir conseqüències, particularment per als països més endeutats o vulnerables.
Criptoactius	Malgrat la creixent regulació i participació d'inversors tradicionals, l'espai roman susceptible a la volatilitat associada al context econòmic i financer, així com a factors propis com ara disruptcions tecnològiques, noves regulacions o episodis de ciberatacs. Aquests factors poden generar pèrdua de confiança en els cryptoactius i fortes caigudes de les cotitzacions, amb un impacte més generalitzat sobre altres infraestructures del sistema financer.

Asset allocation

L'asset allocation reflecteix la nostra actualització trimestral del posicionament per als pròxims dotze mesos en les diferents tipologies de classes i actius financers.



Infraponderar Neutral Sobreponderar Visió prèvia

Resum de **pronòstics** per al **2026**

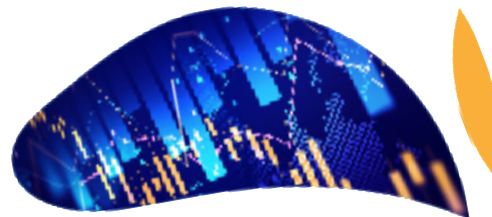
		Geografia	Període	Actual (des. 25)	Tancament 2026
Economia	Creixement PIB (anualitzat)	Estats Units	2T 25	2,1 %	2,1 %
		Zona euro	3T 25	1,4 %	1,1 %
		Espanya	3T 25	2,8 %	2,0 %
	Inflació (anualitzat)	Estats Units	Nov. 25	2,7 %	2,4 %
		Zona euro	Nov. 25	2,1 %	2,2 %
		Espanya	Nov. 25	2,6 %	2,0 %
Bancs centrals	Tipus Fed Funds	Estats Units	Des. 25	3,50-3,75 %	3,25-3,50 %
	Tipus dipòsit BCE	Zona euro	Des. 25	2,00 %	2,00 %
Renda fixa	Rendibilitat del deute a 10 anys	Estats Units	Des. 25	4,15 %	4,25-4,50 %
		Alemanya	Des. 25	2,85 %	2,75-3,00 %
		Espanya	Des. 25	3,30 %	3,25-3,50 %
	Spread de crèdit IG	Zona euro	Des. 25	55	50-75
Renda variable	S&P 500	Estats Units	Des. 25	6.900	Neutral
	Euro Stoxx 50	Zona euro	Des. 25	5.750	Sobreponderar
	IBEX 35	Espanya	Des. 25	17.100	Sobreponderar
	MSCI EM	Emergents	Des. 25	1.385	Sobreponderar
Divises	EUR/USD		Des. 25	1,17	1,15-1,25

Estimacions econòmiques
(PIB i inflació) basades en
l'FMI (WEO, octubre de
2025), el BCE i la Comissió
Europea.

Els mercats financers el 2025

L'or torna a brillar i els mercats emergents recuperen protagonisme.

Comportament dels actius financers el 2025



2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
US Treasury Gov. EM Gov. Euro Euro IG Gold US Aggregate US IG Global IG Inflation Link. EM Sovereign US HY Global HY Commodities S&P 500 Nasdaq MSCI Japan MSCI Europe Real Estate MSCI China MSCI EM	MSCI EM Global HY MSCI China US HY Nasdaq EM Sovereign Real Estate MSCI Europe Gold US Aggregate Global HY US IG MSCI Europe S&P 500 Global IG Inflation Link. MSCI Japan US Aggregate Gov. Euro Gov. Euro Gov. EM US Treasury	Gold Real Estate Nasdaq Commodities MSCI EM US HY Global HY EM Sovereign US IG MSCI Europe US Treasury Global IG Inflation Link. Global HY MSCI China MSCI Europe Real Estate MSCI China MSCI EM	Inflation Link. Gold US Treasury EM Sovereign US IG US Aggregate Global HY Gov. Euro Gov. EM Euro IG US Treasury Global IG Inflation Link. Global HY Gov. Euro Gov. Euro Gov. EM MSCI Japan	Real Estate Global HY MSCI Japan MSCI China EM Sovereign Nasdaq US HY MSCI EM S&P 500 MSCI Europe Euro IG Gov. EM Global IG Inflation Link. Gold US Aggregate US Treasury Commodities	MSCI Japan Nasdaq S&P 500 MSCI Europe US HY Global HY Gov. EM Euro IG MSCI China US Treasury Global IG Inflation Link. Global HY Gov. Euro Gov. Euro Gov. EM MSCI Japan	Real Estate Nasdaq Gov. EM Gov. Euro S&P 500 Gov. EM Euro IG MSCI Japan US Treasury US Aggregate US Treasury Global IG Inflation Link. Global HY Gov. Euro Gov. Euro Gov. EM MSCI Japan	MSCI Japan Real Estate Nasdaq MSCI Europe Gov. EM Gov. Euro EM Sovereign Gold MSCI EM Commodities	US HY Global HY Commodities S&P 500 EM Sovereign MSCI EM Gold Global HY US IG Real Estate Inflation Link. Global IG Euro IG Gov. EM US Aggregate US Treasury Global IG Inflation Link. Global HY Gov. Euro Gov. Euro Gov. EM MSCI Japan	MSCI China MSCI EM Nasdaq S&P 500 US Aggregate Gold Global HY Real Estate Inflation Link. Global IG Euro IG Gov. EM US Aggregate US Treasury Global IG Inflation Link. Global HY Gov. Euro Gov. Euro Gov. EM MSCI Japan	Gov. EM Gov. Euro US Treasury Euro IG US Aggregate Gold MSCI Japan Real Estate MSCI China Commodities	Nasdaq S&P 500 MSCI Europe Real Estate MSCI China MSCI EM Inflation Link. Global IG US IG US Treasury US Aggregate EM Sovereign Global HY Global IG MSCI Japan Gov. EM Gov. Euro Gov. EM Euro IG MSCI Europe Real Estate MSCI China Commodities	Real Estate Commodities S&P 500 MSCI Europe Nasdaq MSCI Japan US HY Global HY US Treasury Global IG Inflation Link. Global HY US Aggregate US Treasury EM Sovereign Gov. EM Gov. Euro Gov. EM Euro IG MSCI Europe MSCI EM Nasdaq	Commodities Gold MSCI Japan US HY MSCI Europe US Treasury Global HY US Aggregate US IG Global IG Euro IG EM Sovereign Gov. EM S&P 500 US Aggregate Real Estate Inflation Link. Real Estate MSCI China Commodities	Nasdaq MSCI Japan S&P 500 Global HY US HY Gold MSCI Europe EM Sovereign Global IG Global IG Euro IG Gov. EM Gov. Euro Gov. Euro Gov. EM MSCI China Inflation Link.	Nasdaq Gold S&P 500 MSCI Japan Global HY Global HY US HY MSCI Europe EM Sovereign Global IG Global IG Euro IG Gov. EM Gov. Euro Gov. Euro Gov. EM MSCI China Inflation Link.	Nasdaq Gold S&P 500 MSCI Japan Global HY Global HY US HY MSCI Europe EM Sovereign Global IG Global IG Euro IG Gov. EM Gov. Euro Gov. Euro Gov. EM MSCI China Inflation Link.	Gold MSCI EM MSCI China MSCI Japan Nasdaq S&P 500 MSCI Europe Global HY Global IG US HY US Aggregate US Treasury Global IG Global IG Euro IG Gov. EM Gov. Euro Gov. Euro Gov. EM MSCI China Inflation Link.

Font: Bloomberg; elaboració pròpia.

Rendibilitat positiva

Rendibilitat negativa

- **L'or es consolida com l'actiu més destacat de l'any.** Lidera clarament les rendibilitats el 2025, beneficiant-se de la debilitat del dòlar, els dubtes sobre les polítiques monetàries i el seu paper com a actiu refugi en un entorn d'elevada incertesa geopolítica i fiscal.
- **Àsia i els mercats emergents recuperen protagonisme.** Liderats per la Xina, els mercats emergents se situen entre els millors comportaments de l'any, emparats pel cicle tecnològic, valoracions més atractives i un entorn financer més favorable després de l'afebliment del USD.
- **"Carry is King".** Les estratègies amb més exposició a risc de crèdit (*high yield*) i menys durada han liderat els rendiments dins de la renda fixa i s'han beneficiat de l'entorn actual de tipus d'interès.
- ✗ **Aspectes negatius.** La renda fixa governamental i l'immobiliari cotitzat han quedat enrere davant de la resta dels actius, afectats per la creixent incertesa sobre l'evolució de la inflació i, en conseqüència, de la política monetària a banda i banda de l'Atlàntic.

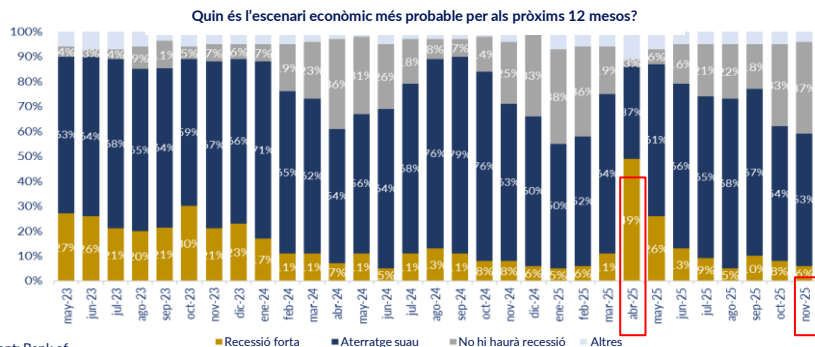


CaixaEnginyers
BANCA COOPERATIVA

Humanitzem les teves finances

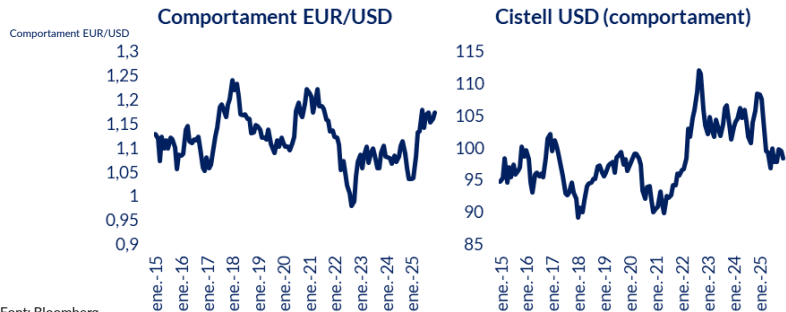
Els mercats financers el 2025

La moderació de les tensions comercials i la resiliència econòmica van reduir la probabilitat de recessió a mínims el 2025



Font: Bank of America.

El 2025, el dòlar ha patit un dels seus pitjors anys de les últimes dècades, afectat per la incertesa fiscal i monetària

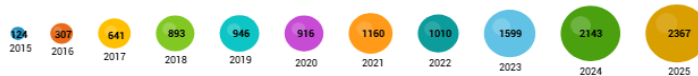


Font: Bloomberg.

La IA s'ha consolidat el 2025 i ha ocupat un paper central en els resultats empresarials i les valoracions



Nombre d'empreses que esmenten AI en la presentació de resultats



D'actiu refugi a alternativa al dòlar, l'or se situa com un dels grans protagonistes el 2025 i registra màxims



Font: Bloomberg.



Temes d'inversió



Un **entorn geopolític** amb conflictes de llarg recorregut

Les ambicions territorials (Xina i Rússia) i les tensions entre règims (Estats Units, Israel) condicionen un escenari geopolític intens.



Estats Units-Veneçuela

Captura de Maduro i intervenció dels EUA.

Orient Mitjà

Tensions entre Israel i els houthis del Iemen, amb possible impacte en el trànsit pel canal de Suez.

Ucraïna-Rússia

La manca d'acord i de respecte a aquest acord perpetuen el conflicte, malgrat la implicació de Trump.

Xina-Taiwan

Pequín mantindrà les seves ambicions sobre l'illa amb accions bilaterals i respecte a tercers països.



La guerra comercial esdevé sectorial

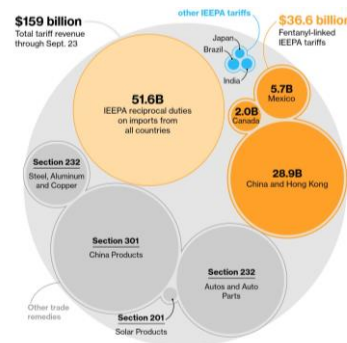
La incertesa es mantindrà elevada, igual que la retòrica, tot i que amb una credibilitat decreixent.

Diversos factors fan pensar que **els aranzels sectorials guanyaran importància en l'estratègia de l'administració Trump**:

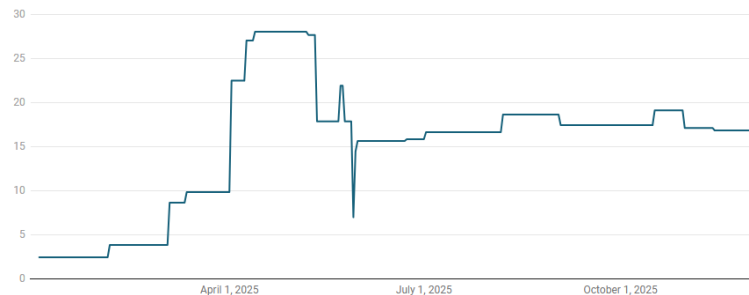
- 1 **La sentència del Tribunal Suprem** dels Estats Units, que es preveu que declari il·legals els aranzels per països imposats pel govern. L'executiu ampliarà el ventall de justificacions, incloent-hi amenaces sectorials i econòmiques.
- 2 **Els acords assolits i anunciats el 2025 pels Estats Units constitueixen marcs** que caldrà concretar, cosa que implicarà un creixement dels aranzels en els sectors clau per a cada país.
- 3 **El pragmatisme de Trump**, que reconeix el disbarat econòmic d'imposar aranzels a productes per als quals els Estats Units no disposen d'alternatives domèstiques, inclosos els productes agrícoles.

En qualsevol cas, **l'amenaça d'aranzels centrats en els productes exportats pels països objectiu es mantindrà com la principal eina** dels Estats Units en la gestió de les relacions internacionals. L'agenda continuarà sent ***America First***, és a dir, orientada a millorar les condicions per als Estats Units en les relacions bilaterals, tant comercials com financeres.

La meitat dels aranzels podrien ser considerats il·legals



Els vaivens en els anuncis aranzelaris han estat notables



Font: Bloomberg i Yale Budget Lab.

Els **Estats Units i la Xina** mantenen la seva **rivalitat interdependent**

Les necessitats mútues en dificulten la desvinculació: els Estats Units necessita els béns i les terres rares xineses, i la Xina necessita la demanda de béns i la tecnologia de xips nord-americana.

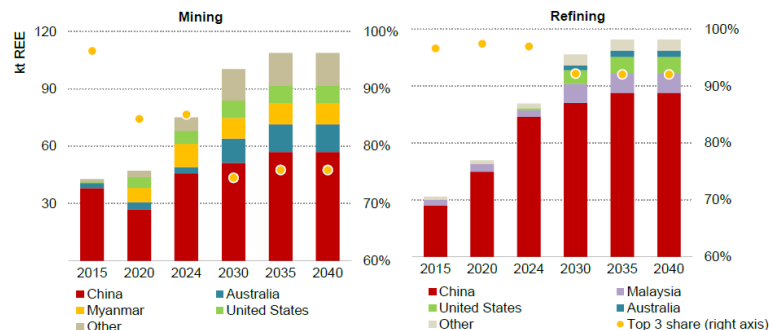
Malgrat la retòrica, els **Estats Units i la Xina** han evitat adoptar mesures per perjudicar-se en un context d'amenaces mútues. L'acord marc assolit la tardor del 2025 confirma uns aranzels per a la Xina molt inferiors que els inicialment amenaçats a canvi de mantenir el flux de terres rares cap als Estats Units i altres concessions més petites.

De forma estructural, tots dos països segueixen estratègies de desvinculació:

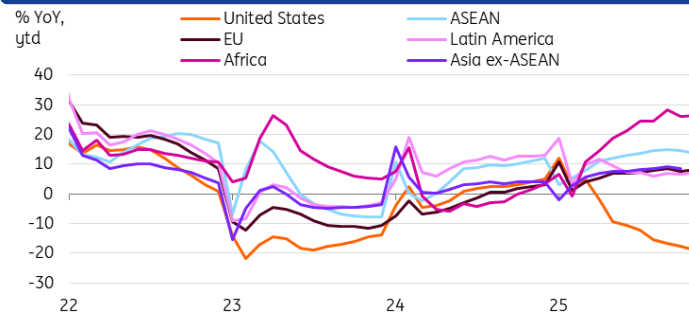
- La Xina ha reduït les tinences d'actius del Tresor dels Estats Units, de manera que el 3T25 ja només representaven un 7,6 % del total, davant del 25-30 % de mitjan dècada del 2010.
- La Xina ha reduït les exportacions destinades als Estats Units, a més de redirigir-les a través de tercers països com el Vietnam i les Filipines.
- Els Estats Units busquen iniciar projectes domèstics de terres rares, a més de signar acords amb tercers països (p. ex., Austràlia).

En l'àmbit tecnològic, persistiran les suspicàcies: les exportacions de xips han passat d'estar restringides a un intent de Trump de monetitzar-les per al govern dels Estats Units amb mesures equivalents a aranzels a l'exportació. La Xina, però, ha prohibit l'ús de xips nord-americans d'última tecnologia.

La Xina manté un paper central en les terres rares



La Xina incrementa les exportacions cap a la UE



Font: Agència Internacional de l'Energia i ING.

La **politització de la Fed** pot donar lloc a tipus més reduïts, però **més inflació**

El Comitè de Política Monetària (FOMC) ha mostrat discrepàncies, especialment durant la segona meitat del 2025.

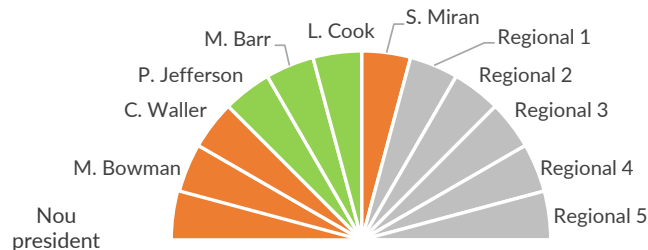
La **pressió política exercida per Trump** i la seva administració sobre la Fed per reduir els tipus oficials pot tenir efecte el 2026.

Des del punt de vista institucional, serà rellevant **el resultat del cas judicial iniciat després de l'acomiadament per part de Trump de Lisa Cook**, membre permanent del FOMC, que actualment es troba en deliberació al Tribunal Suprem. Aquest cas constitueix un test sobre la voluntat de Trump de reforçar el poder presidencial fins i tot en organismes suposadament independents com la Fed.

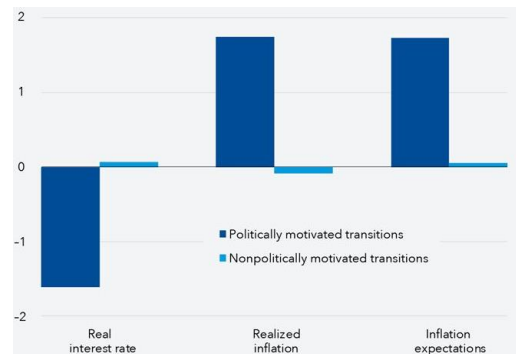
La renovació del president Powell el maig del 2026 ofereix a Trump l'**oportunitat d'aconseguir una majoria afí a la seva visió** entre els membres permanents del FOMC. Els principals candidats favorits (Kevin Warsh i Kevin Hassett) pertanyen a l'entorn proper a Trump i han manifestat la necessitat de retallades del tipus d'interès.

Segons els principals models econòmics, com ara la coneguda regla de Taylor, una reducció dels tipus d'interès de referència de la Fed **no sembla justificada** sense un deteriorament substancial de l'activitat, del mercat laboral o una desacceleració marcada de la inflació. Per tant, una retallada motivada per pressions polítiques podria generar pressions inflacionistes i l'acumulació de vulnerabilitats financeres, per exemple, en la valoració d'actius.

FOMC: majoria afí a Trump entre els membres permanents



Els canvis motivats políticament donen lloc a inflació



Trump, amb la popularitat en mínims, buscarà retenir la majoria a les eleccions *midterm*

Els principals reptes són una inflació que es manté elevada, un dinamisme econòmic que mostra senyals d'esgotament i una base electoral menys cohesionada.

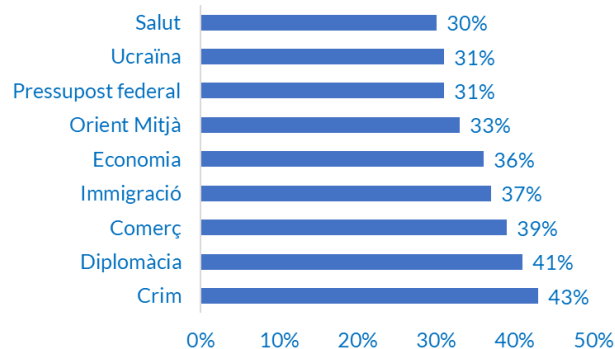
A les eleccions del 2024, Trump va aconseguir la presidència i el control de les dues cambres del Congrés dels Estats Units, fet que li va permetre actuar **sense limitacions per part del poder legislatiu**. A les eleccions de mig mandat de novembre del 2026 es renoven la Cambra de Representants i 35 escons del Senat (d'un total de 100). La principal esperança dels demòcrates és recuperar el control de la Cambra de Representants, ja que el mapa electoral afavoreix els republicans al Senat.

L'administració Trump ha proposat canvis en districtes electorals per millorar-ne la representació (***gerrymandering***), encara que no tots els estats els estan adoptant, cosa que representa un repte per al trumpisme. Califòrnia, de majoria demòcrata, ha implementat canvis temporals en el seu mapa electoral per contrarestar parcialment aquest efecte.

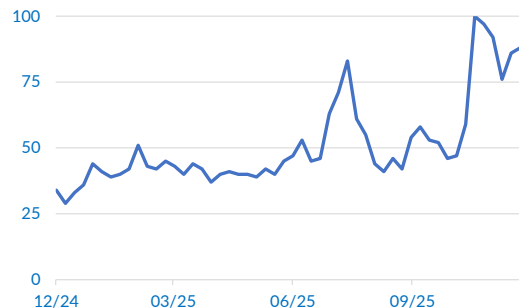
Les eleccions estaran marcades per la **baixa popularitat de Trump**, en mínims històrics per a qualsevol president, en un gran nombre de categories. En aquest context, els focus de la campanya se centraran en:

- **Economia:** el debat girarà al voltant del cost de la vida (*affordability*), atesa una inflació encara relativament elevada.
- **Immigració:** serà un dels principals focus de la política domèstica.
- **Política:** l'**escàndol Epstein**, que pot implicar Trump, ha obert una esquerda a la base MAGA (Make America Great Again).

Baixa aprovació de Trump en totes les categories



El concepte d'*affordability* ha guanyat preponderància



Font: Gallup i Google Trends.

La política fiscal centrarà l'atenció dels mercats

El mercat podria registrar episodis de volatilitat creixents en un entorn de més oferta i d'una demanda més selectiva.

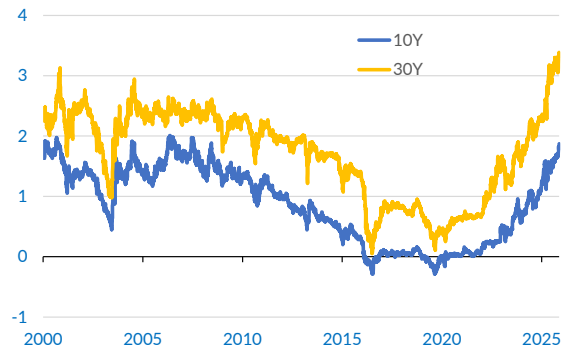
A més de la **pressió estructural** sobre la despesa pública derivada de tendències com les pensions i la sanitat, el 2026 persistirà la laxitud fiscal observada el 2025, motivada per:

- L'**elevada fragmentació política**, que obliga a incrementar la despesa pública per poder assolir acords entre partits (p. ex., França).
- L'**ascens d'opcions populistes**, que promouen més despesa pública i retallades impositives fins i tot en moments cíclics expansius que aconsellarien una política de consolidació (p. ex., els Estats Units).
- La **voluntat d'impulsar el creixement econòmic** per escapar de períodes prolongats de baix creixement (p. ex., la Xina i Alemanya).

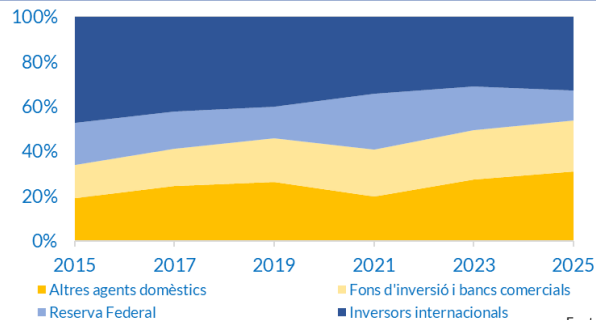
En el mercat de deute públic sobirà, els inversors internacionals i els bancs centrals han perdut pes com a compradors en favor d'altres compradors **més sensibles al preu**, com ara fons d'inversió o *hedge funds*. L'activitat més baixa d'aquests inversors en períodes d'avversió al risc o de volatilitat pot amplificar moviments i generar episodis de venda direccional (*sell-off*).

Els **bancs centrals hauran de parar esment a les condicions de liquiditat** en els mercats de deute sobirà i de finançament col·lateralitzat per evitar moviments bruscos i retenir el bon funcionament del mecanisme de transmissió de la política monetària.

El Japó el 2025: un patró d'allò que pot passar el 2026



La base compradora és més sensible al preu



Font: Bloomberg i Fed.



CaixaEngineers
BANCA COOPERATIVA

Humanitzem les teves finances

En un entorn global i econòmic complex, **Alemanya** i la **UE** aposten per l'estímul fiscal

La reforma del fre fiscal a Alemanya i la laxitud introduïda en les regles fiscals europees haurien de permetre un impuls més gran de la política fiscal, en espera de les reformes estructurals necessàries.

El govern alemany va fer un gir en les seves polítiques de rigor fiscal i va introduir mesures per aprofitar la seva elevada capacitat fiscal, incloent-hi:

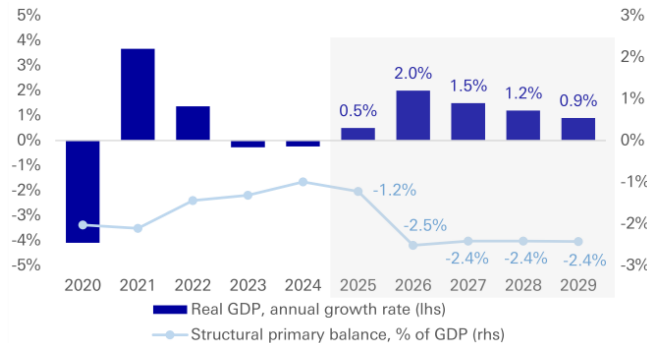
- La creació d'un **fons d'infraestructures** dotat amb fins a 500.000 milions d'euros (al voltant de l'11 % del PIB).
- La **reforma del fre fiscal** per autoritzar una despesa en defensa de l'1 % del PIB i permetre que els governs regionals puguin acumular un dèficit fiscal moderat.

L'impuls econòmic d'aquestes mesures serà màxim el 2026 i necessari davant dels **reptes estructurals del país teutó** (demografia adversa, competència amb la Xina). La millora registrada durant la segona meitat del 2025 s'ha concentrat en els indicadors de confiança, sense traslladar-se als indicadors coincidents d'activitat.

A la UE, l'impuls prové de dos programes, atès que el 2026 és el darrer any dels fons Next Generation:

- **ReARM Europe**, que inclou instruments de suport a la despesa en defensa i la relaxació de les regles fiscals (fins a un 1,5 % del PIB) durant quatre anys.
- La **Brúixola de Competitivitat**, que recull les recomanacions de l'informe Draghi en matèria d'innovació, descarbonització, promoció de la independència estratègica, impuls del mercat únic i simplificació administrativa.

Alemanya augmentarà el seu dèficit i impulsarà l'economia



Un diagnòstic clar: la Brúixola de Competitivitat



Font: Deutsche Bank i Comissió Europea.

La **Unió d'Estalvi i Inversió** és un nou intent de crear un mercat únic de capitals

Nous progressos en el mercat únic de capitals a la UE busquen mobilitzar l'estalvi privat.

La **Unió d'Estalvi i Inversió (SIU)** vol construir sobre les fites de la Unió de Mercat de Capitals i de la Unió Bancària, amb un enfocament més gran en el ciutadà, el seu comportament com a estalviador/inversor i la seva educació i salut financera.

L'objectiu és **mobilitzar recursos** per finançar les inversions necessàries en competitivitat i en empreses europees, incloent-hi les fases inicials (*start-up, scale-up*), per evitar la seva sortida cap a altres països, com els Estats Units.

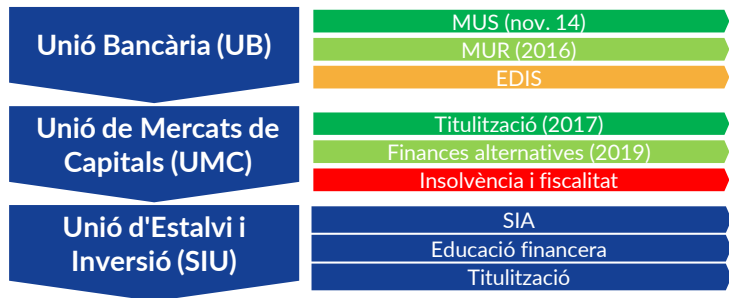
La proposta de la Comissió Europea consisteix en una **recomanació** sobre la creació de **Comptes d'Estalvi i Inversió (SIA)** que tenen com a objectiu:

- Promoure la **inversió minorista** en els mercats financers.
- Augmentar la **competència entre els proveïdors de serveis financers**.

Tot i que la creació de les SIA és responsabilitat dels estats, inclosa la possible introducció de **beneficis fiscals** associats, la Comissió Europea recomana un esquema de costos reduït i un univers d'inversió relativament ampli, excloent-ne els productes financers complexos i els cryptoactius.

El repte en el desplegament de les SIA és, com és habitual en les polítiques de la UE, la seva **implementació**, que pot ser divergent o descoordinada segons la geografia.

Un tercer intent d'integració financera



La zona euro presenta una taxa d'estalvi elevada



Font: OCDE.

El desplegament de la **IA** genera inversió i impulsa el creixement econòmic

La competència entre les grans tecnològiques per dominar el mercat afavoreix una cursa, que es concreta en forts augments de la inversió.

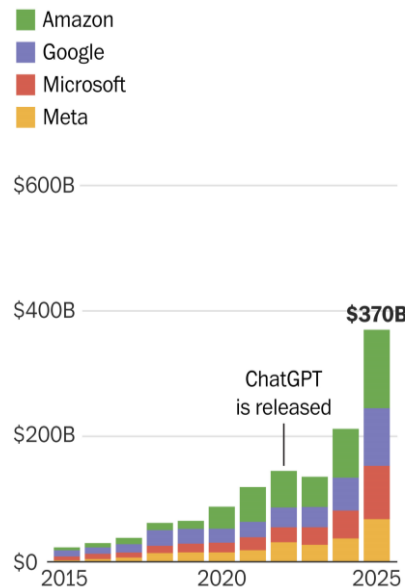
La **inversió en infraestructura relacionada amb la IA** s'ha accelerat el 2025 als Estats Units, aportant una part substancial del creixement econòmic i permetent que la inversió agregada continuï contribuint positivament malgrat la caiguda de la inversió residencial.

Segons els plans anunciats per les grans empreses tecnològiques, aquesta inversió continuarà augmentant el 2026, encara que a un ritme interanual decreixent, de manera que l'aportació al PIB es mantindrà positiva però més baixa.

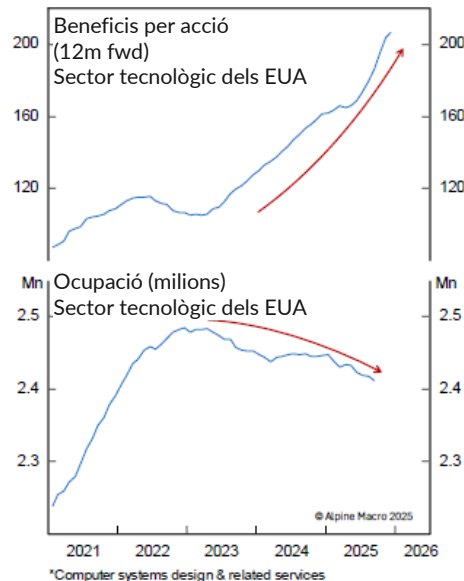
L'**impacte en productivitat** durant els anys vinents varia substancialment segons els estudis, i oscil·la des d'impactes modestos (al voltant del 0,5 %) fins a impactes entre el 2,5 % i el 4,0 %. La magnitud de l'impacte dependrà en gran manera de la confirmació d'alguns dels supòsits, en concret:

- La IA pot ser **complementària** amb alguns llocs de treball, cosa que permet augmentar la productivitat, però **substitutiva** d'altres. Tot això té conseqüències sobre la demanda d'ocupació i la distribució de la renda.
- L'impacte de la IA dependrà principalment de la seva capacitat per millorar l'**eficiència dels processos interns de les empreses**, actuant com un agent, més que del seu rol davant de l'empleat o del consumidor.

Les grans tecnològiques acceleren la seva inversió



Sector tecnològic: més beneficis, menys ocupació



Font: Bloomberg i Alpine.

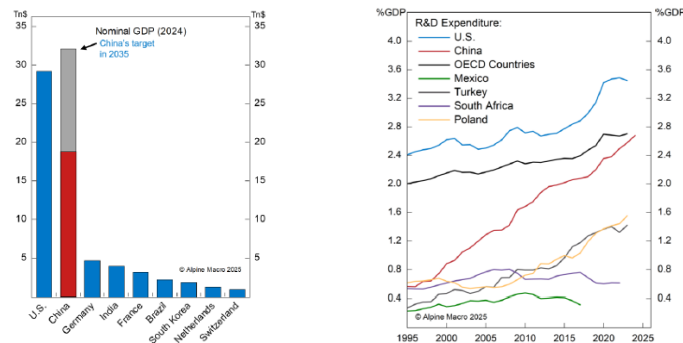
La Xina promou el desenvolupament econòmic i l'autonomia estratègica en el seu pla quinquennal

El març, el govern xinès presentarà i desplegarà un pla que posa èmfasi en el creixement econòmic com a base de la resta de prioritats, que inclouen seguretat, resiliència i expansió de la demanda domèstica.

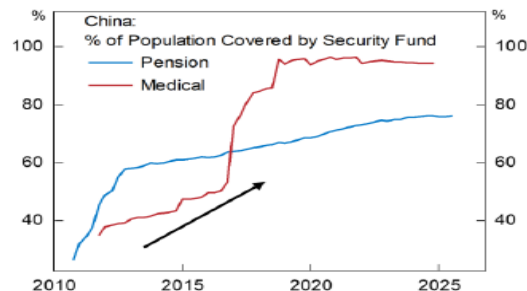
Les recomanacions presentades el quart trimestre del 2025 apunten que el pla s'estructura al voltant de tres grans conceptes interconnectats:

- 1 **Desenvolupament:** prioritització del creixement econòmic, que, segons càlculs d'analistes, s'haurà de situar al voltant del 7 % en termes nominals (per sobre del 6,1 % registrat els cinc anys anteriors). Això implica suport a indústries innovadores i a l'*upgrading* industrial, incloent-hi la despesa en R+D. En aquest sentit, el govern adoptarà l'estímul necessari per impulsar el creixement econòmic.
- 2 **Seguretat:** enfocament holístic que, més enllà de la defensa militar, inclou seguretat econòmica i estabilitat social. Externament, la dependència tecnològica dels Estats Units i d'Occident es considera una vulnerabilitat que cal eliminar, incloent-hi tecnologies com els semiconductors.
- 3 **Demanda domèstica:** focus a promoure la renda disponible de les llars, impulsar la classe mitjana i reduir la taxa d'estalvi. Això suposa el desenvolupament d'una xarxa de protecció social (pensions i salut) i una preponderància més gran dels serveis i béns tecnològics i d'alta de qualitat en el cistell de consum.

La Xina busca més PIB i més inversió en R+D



Reforç de la xarxa de protecció social



Font: Alpine.



CaixaEngineers
BANCA COOPERATIVA

Humanitzem les teves finances



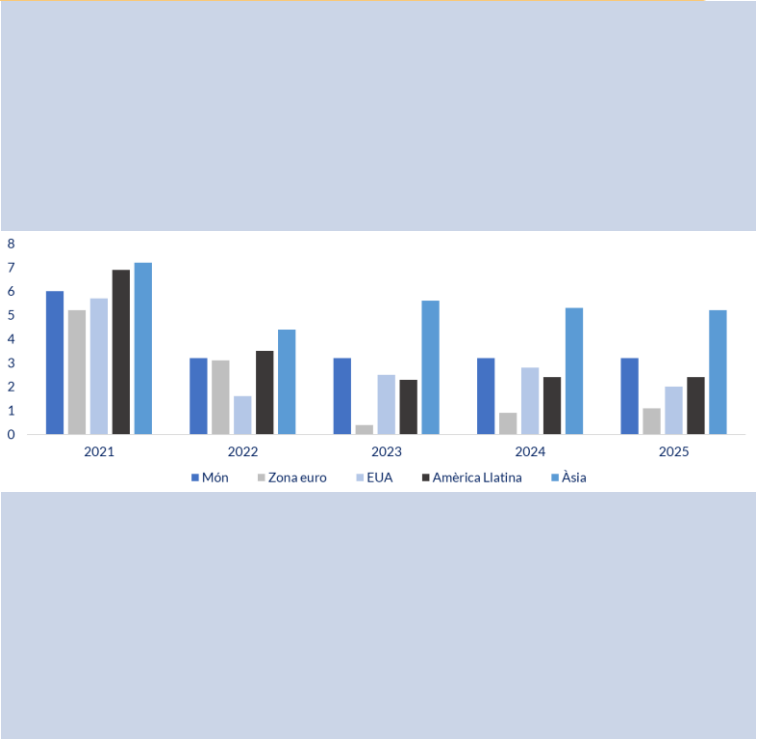
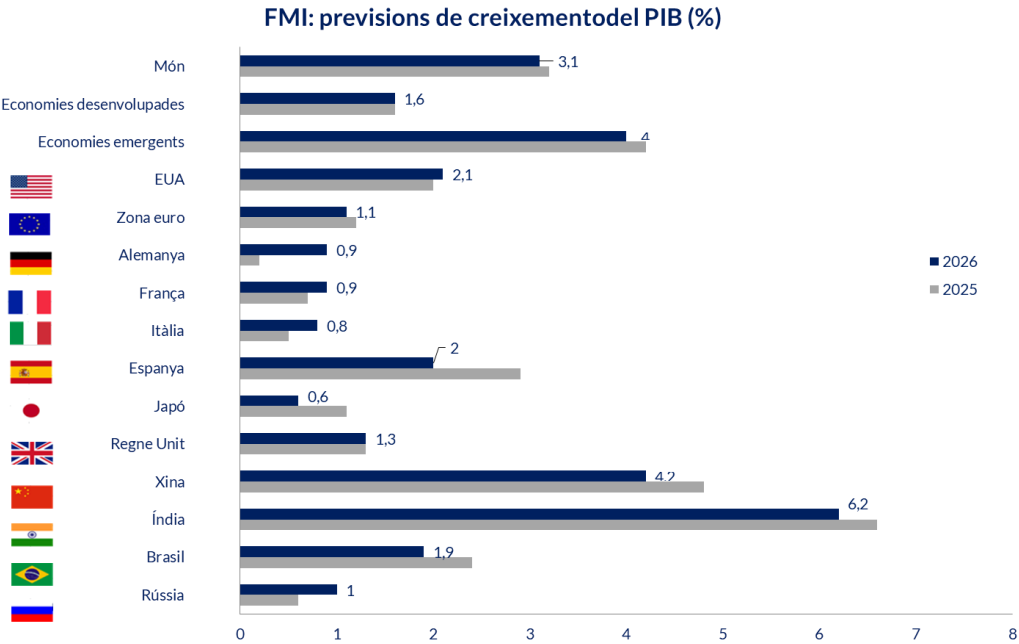
Anàlisi econòmica



Economia mundial **2025-2026**

FMI: expectatives de creixement del PIB 2025-2026 (previsions d'octubre del 2025)

Les estimacions es basen en l'anàlisi del *World Economic Outlook* de l'FMI d'octubre del 2025. Les condicions econòmiques i financeres apunten a un creixement econòmic global lleugerament superior al de l'última actualització del juliol del 2025.



Font: FMI WEO, octubre del 2025.

Inflació: moderació a curt termini, més pressió de preus a mitjà i llarg termini

A curt termini, i especialment a la zona euro, la inflació s'està moderant cap als nivells **objectius** dels bancs centrals.

No obstant això, **a mitjà i llarg termini**, tant les propostes polítiques de Trump com algunes tendències estructurals apunten a **nivells d'inflació més grans**.

Trump 2.0 Aranzels	Els aranzels sobre les importacions als EUA tenen un impacte limitat en els preus dels béns, ja que les empreses traslladen l'increment de costos als consumidors.		Increment de costos dels productes importats
Trump 2.0 Política migratòria	Una reducció dels fluxos d'immigració en un entorn de plena ocupació als Estats Units pot generar tensions en el creixement salarial.		Risc d'espiral salaris-inflació
Relocalització i desglobalització	La globalització més baixa i la relocalització de centres de producció (iniciada per factors polítics, pandèmics i geopolítics), prioritzant la seguretat de la cadena per sobre de l'eficiència, poden provocar un augment de costos.		Pèrdua d'eficiència i increment de costos
Transició cap a la descarbonització	El canvi climàtic requereix la combinació de noves inversions en energia renovable i preus més alts de l'energia fòssil (per desincentivar-ne el consum). A més, hi ha risc d'inflació en els preus dels aliments.		Increment de la despesa pública i dels preus de l'energia
Tendències demogràfiques	L'envelliment de la població als països de l'OCDE i a la Xina redueix la força laboral i augmenta la demanda d'ocupació en els sectors de serveis de cures.		Risc d'espiral salaris-inflació
Elevat deute públic	Les elevades ràtios de deute públic sobre el PIB estimulen la voluntat de les autoritats econòmiques d'acceptar més inflació per donar suport a la sostenibilitat de les finances públiques.		Més expectatives d'inflació
Intel·ligència artificial	Diversos estudis indiquen que el primer impacte de la implementació de la IA és la pèrdua de llocs de treball en determinats sectors. Només a mitjà termini s'observaran guanys en productivitat a l'economia en general que podrien contribuir a un ajust de salaris i preus.		Menys pressió salarial i menys inflació

Economia: **Estats Units**

Els Estats Units continuaran liderant el cicle econòmic global entre els països desenvolupats, encara que amb una certa moderació del ritme de creixement i amb nivells elevats d'incertesa.

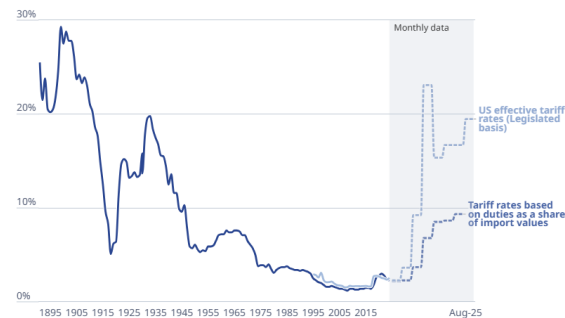
L'escenari per al 2026 estarà marcat per un augment significatiu de la incertesa, tant en l'àmbit econòmic com en el polític.

La **política aranzelària** continuarà sent una de les principals fonts de volatilitat, amb risc d'ajustos freqüents i un èmfasi creixent en aranzels sectorials. Aquest enfocament **incrementa el risc legal**, ja que moltes mesures podrien ser impugnades, i el seu impacte econòmic serà proporcional als ingressos generats pels sectors afectats.

Des del punt de vista macroeconòmic, s'espera una **desacceleració** del ritme de creixement a causa d'indis de més cautela per part del consumidor als Estats Units. No obstant això, es preveu que aquesta desacceleració **sigui moderada**, ja que la confiança empresarial mostra optimisme. A més, la Fed podria aplicar retallades addicionals dels tipus de referència, tot i que estarà pendent del risc de **deteriorament institucional**, especialment si es produeixen canvis en el lideratge del banc central que alterin les variables econòmiques clau i la percepció d'independència de la política monetària.

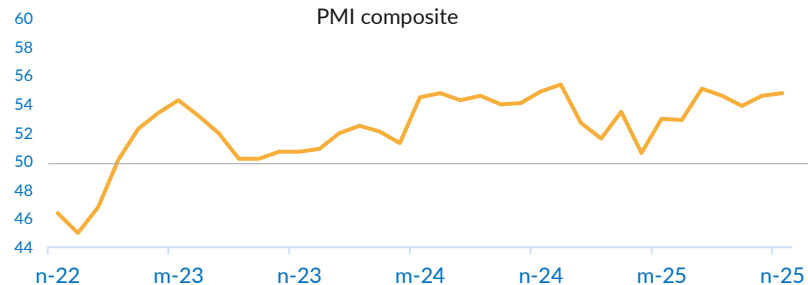
Un segon factor d'impuls és l'expectativa d'una política fiscal expansiva de cara a les eleccions **midterm** de novembre. **Trump continua sent un president impopular**, amb una aprovació neta negativa, de manera que previsiblement anunciarà noves mesures adreçades a millorar-ne la valoració respecte al dinamisme econòmic del país.

Aranzels: aranzel mitjà en base legal i aranzel efectiu



Font: Census Bureau dels EUA a través de l'OCDE.

La confiança empresarial als EUA es manté a la zona d'expansió



La nova economia sosté el creixement i compensa la debilitat estructural de la demanda interna.

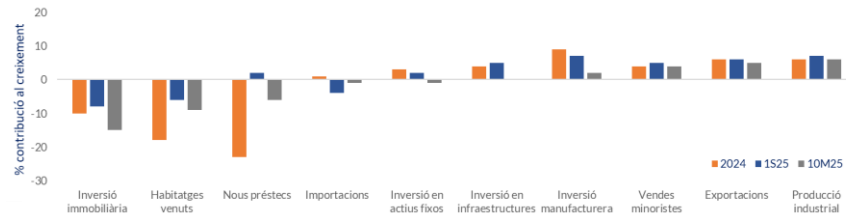
La Xina és una economia clarament segmentada a dues velocitats. Les autoritats continuen prioritzant la millora de la qualitat i la competitivitat de la indústria manufacturera mitjançant un model **centrat a reforçar el costat de l'oferta més que no pas a estimular la demanda interna**, cosa que previsiblement **prolongarà la feblesa de la recuperació del consum**.

En aquest context, l'economia tradicional, liderada pel sector immobiliari i part de la indústria madura, **roman en contracció estructural**, il·lustrada per un entorn de deflació i per un consumidor prudent. No obstant això, la **Xina destaca com una excepció en haver evitat una recessió després de la crisi del sector immobiliari**, gràcies a la seva capacitat per reorientar el creixement des de la "vella economia" cap a nous motors productius.

La denominada "nova economia" continua avançant amb força. La Xina es consolida com a líder en alguns sectors estratègics, com la IA, els vehicles elèctrics, les bateries i la biotecnologia, registrant progressos en productivitat i una creixent presència global. A això s'hi suma un **marge de maniobra fiscal que permet implementar estímuls addicionals**.

La coexistència d'una **demanda domèstica feble amb un potent motor tecnològic mantindrà el creixement prop del 4,6 %**. No obstant això, l'excés creixent de capacitat i l'elevada competitivitat de les exportacions xineses incrementen el **risc de friccions comercials**, a mesura que la Xina guanya quota en sectors estratègics com els semiconductors.

El creixement de la Xina ha estat avalat per la resiliència de les exportacions i la fortalesa de la producció industrial



Font: Bloomberg.

La Xina reforça la seva aposta per la manufactura *hi-tech* com a motor estructural de creixement, duplicant la producció de xips



Font: Alpine.

Economia: **zona euro**

Possibilitat de reactivació de l'economia europea gràcies a l'impuls fiscal i a uns fonaments sòlids.

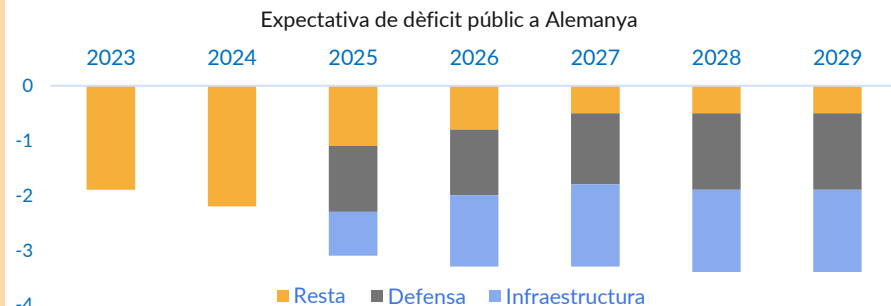
Després de diversos anys de creixement reduït, provocat per l'impacte de la guerra a Ucraïna, els tipus d'interès elevats del BCE el 2022-2023 i la guerra comercial que ha dificultat l'entorn de negoci per als sectors exportadors, **les expectatives per al 2026 són més optimistes.**

Tot i que no s'espera una forta acceleració del dinamisme econòmic i Europa té importants reptes estructurals, sí que creiem que **l'impuls fiscal a Alemanya** (i en alguns altres països), explicat anteriorment, juntament amb les retallades de tipus del BCE del 2024-2025 i una relaxació de les condicions del comerç mundial, poden **impactar positivament** en l'economia de la zona euro.

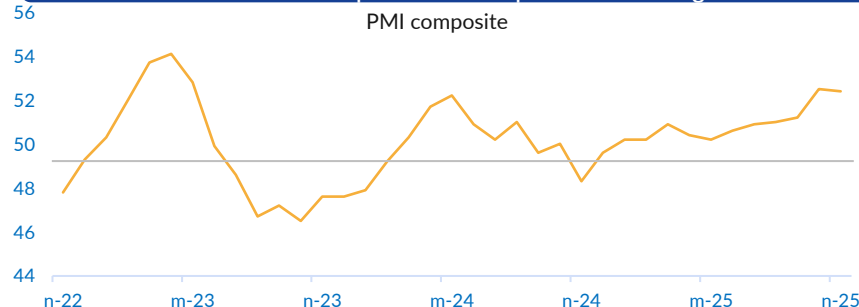
Aquesta millora de les expectatives es reflecteix també en els principals indicadors de confiança de consumidors i empresaris, que mostren una clara tendència creixent.

Una reactivació conjuntural (p. ex., a través de l'expansió fiscal) es pot traslladar a un ritme de creixement més gran en els anys vinents, atesos els **sòlids fonaments econòmics de la zona euro** en conjunt: el marge fiscal és raonable, el deute del sector privat s'ha reduït de manera significativa en els darrers 10-20 anys, les taxes d'estalvi de les llars són molt elevades i el sector bancari europeu es troba en una situació molt capitalitzada.

Expectativa d'impuls fiscal a Alemanya, amb focus en infraestructures, energia renovable i defensa



La millora de les condicions econòmiques i financeres s'ha traslladat a un optimisme empresarial més gran



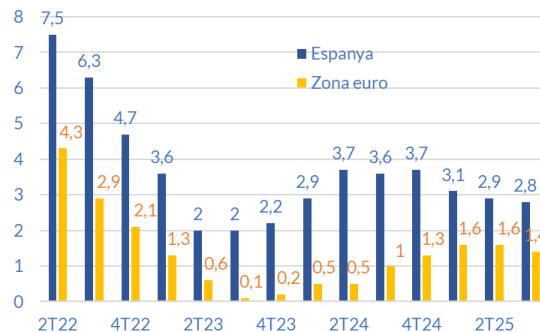
Economia: **Espanya**

Moderació controlada del ritme de creixement de l'activitat en una situació relativament favorable.

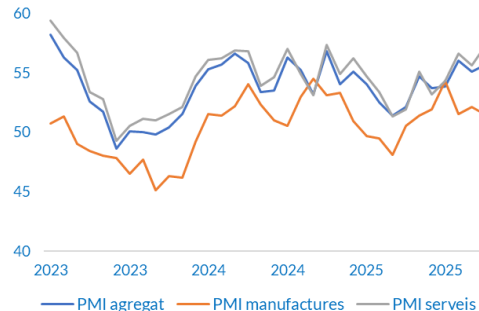
El 2025, Espanya ha mantingut un dinamisme superior al del conjunt de la zona euro. El creixement ha estat liderat per la demanda domèstica, que ha trobat el suport següent: (i) el consum privat, impulsat per la notable creació d'ocupació; (ii) la inversió empresarial; i (iii) la favorable situació dels balanços dels agents econòmics privats. L'aportació del sector exterior s'ha vist distorsionada per l'elevada incertesa al voltant de la política comercial i de les accions de les empreses per evitar els aranzels. La inflació, per la seva banda, ha repuntat la segona meitat de l'any, després de la moderació registrada durant la primera, tant en l'índex general com, de manera una mica més continguda, en la taxa subjacent.

De cara al 2026, el creixement econòmic continuarà el camí de moderació controlada. L'activitat continuarà emparada en la demanda interna, que es veurà impulsada per un mercat laboral saludable, l'elevat estalvi de les llars i el dinamisme del crèdit, un cop completat el cicle de despallanquejament. El sector exterior trobarà suport en la reducció de la incertesa associada a la política comercial dels Estats Units i en la recuperació econòmica dels socis comercials rellevants, com ara Alemanya i França. En l'àmbit domèstic, la incertesa política més gran associada a la inestabilitat del govern, derivada dels casos de presumpta corrupció i de les dificultats de l'actual executiu per aprovar la seva agenda legislativa, inclosos els pressupostos generals de l'Estat, pot suposar un llast.

Espanya destaca dins de la zona euro



La confiança empresarial es manté elevada



Font: Bloomberg.

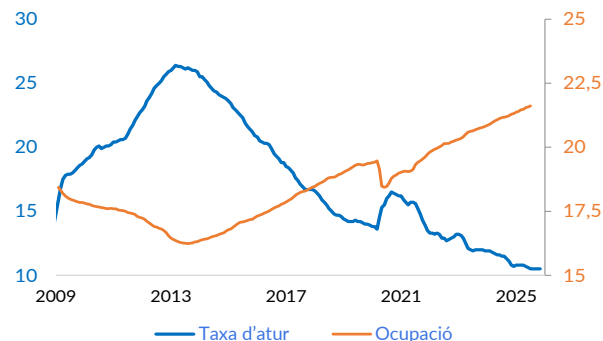
Moderació controlada del ritme de creixement de l'activitat en una situació relativament favorable.

Els notables fluxos immigratoris han pogut ser absorbits pel mercat laboral, que ha registrat una nova contracció de la taxa d'atur. La previsible moderació dels fluxos d'entrada s'acompanyarà de la moderació del creixement i de la demanda d'ocupació per part de les empreses, encara que la creació de llocs de treball es mantindrà robusta i la taxa d'atur continuarà baixant. Els salaris encara creixen a taxes superiors a la inflació, tot i que a un ritme més baix que en anys anteriors.

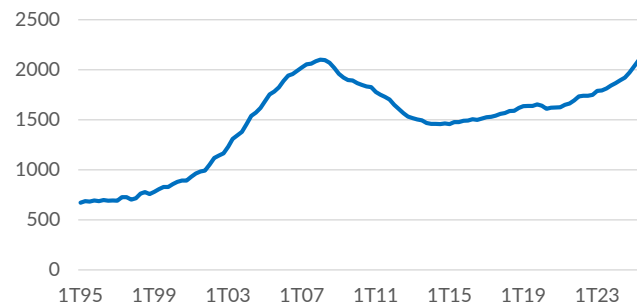
El dinamisme de la demanda i la falta de resposta de l'oferta han portat **el preu de l'habitatge a màxims històrics el 2025**, amb increments superiors al 12 %. El preu del lloguer també ha registrat augments de doble dígit. En aquest context, l'accés a l'habitatge s'ha erigit en la principal preocupació ciutadana, i les polítiques anunciades –centrades a mobilitzar l'oferta– no han tingut efecte fins ara. De cara al 2026, el preu de l'habitatge mantindrà un dinamisme elevat, encara que inferior a l'observat el 2025, davant la creixent evidència que els alts preus penalitzen l'accessibilitat i en un entorn en què les entitats financeres mantenen estàndards de crèdit relativament elevats.

La inversió empresarial hauria de continuar impulsada pel desplegament dels fons europeus (NGEU) i per un accés favorable al finançament, que es podria veure reforçat pels progressos en la Unió d'Estalvi i Inversió (SIU) promoguda per la Comissió Europea.

La taxa d'atur es redueix gràcies a una forta creació de llocs de treball



Fort dinamisme del preu de l'habitatge



Font: Bloomberg.

Economies emergents

Les exportacions tecnològiques i la feblesa del dòlar sostenen el creixement dels mercats emergents.

Els mercats emergents **encaren el 2026 com a economies cada vegada més heterogènies**, amb dues dinàmiques clarament diferenciades.

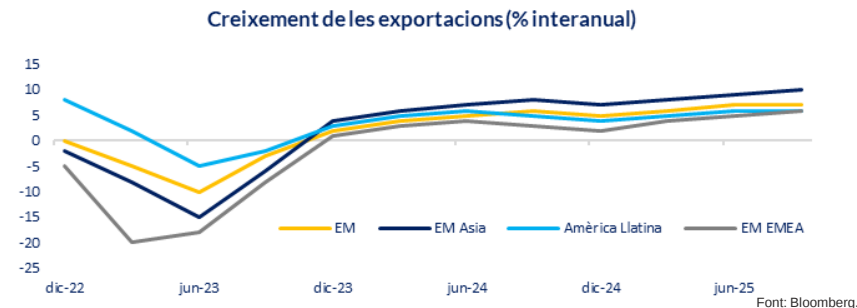
D'una banda, **els països emergents més integrats en la cadena tecnològica global, especialment a Àsia, continuen beneficiant-se del fort cycle d'inversió en IA, semiconductors i centres de dades**. Les exportacions lligades a tecnologia i IA continuen mostrant un comportament molt superior a la resta, impulsant economies com Corea o Taiwan i compensant en part la desacceleració global.

D'altra banda, **els mercats emergents més dependents d'exportacions tradicionals o no tecnològiques afronten un entorn més exigent**. L'impacte dels aranzels nord-americans, fins ara contingut, serà més visible el 2026, a mesura que els costos més grans es traslladin al consumidor final, moderant la demanda de béns no lligats a la IA.

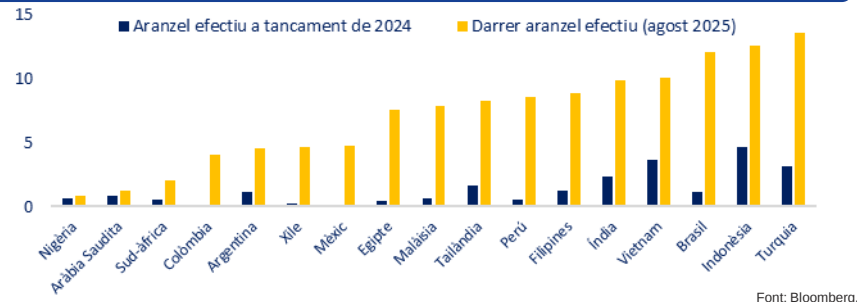
En l'àmbit financer, l'entorn continua sent favorable: **l'expectativa de retallades de tipus per part de la Fed i un dòlar més feble sostenen fluxos de capital**, divises i demanda interna a la majoria de les economies emergents.

En conjunt, **els mercats emergents avancen a dues velocitats**: Àsia i els països vinculats al cycle tecnològic lideren el creixement, mentre que altres regions mostren una expansió més moderada i vulnerable a l'entorn comercial i financer global.

Els béns tecnològics (exempts d'aranzels) lideren les exportacions asiàtiques i haurien de continuar destacant el 2026 gràcies a CaPex en IA



En canvi, el creixement dels països no vinculats a la IA es podria moderar per l'impacte dels aranzels sobre el consumidor i els marges empresarials



The background of the slide features a blurred image of a person's hands writing on a document with a pen. Overlaid on this are various financial charts, including a bar chart and a line graph. A white horizontal bar is positioned across the middle of the image, containing the title text. In the lower-left area, there is a specific data point on a line graph labeled '62.78' with a downward-pointing triangle. In the upper-right area, another data point is labeled '98.71' with a downward-pointing triangle. The overall color palette is dominated by blues and greys, with some yellow and green highlights from the charts.

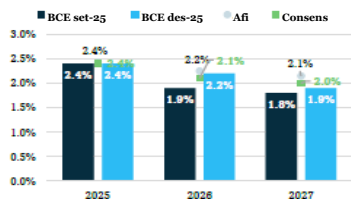
Anàlisi financera



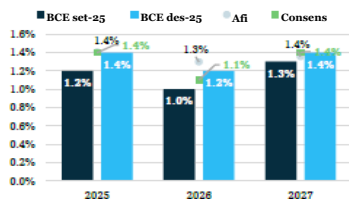
Política monetària

Els bancs centrals troben una certa neutralitat després de les baixades de tipus dels últims anys. Europa parteix amb un quadre macro més propici per mantenir l'estabilitat en els tipus d'intervenció durant el 2026, mentre que una inflació una mica més elevada als Estats Units limita les possibilitats que una Fed polititzada opti per una política monetària més acomodàcia.

Projeccions d'inflació subjacent per a la zona euro del BCE (mitjana anual)



Projeccions de creixement del PIB per a la zona euro del BCE (mitjana anual)



Previsions de la Fed per a les principals variables macroeconòmiques

		2025	2026	2027	Longer run
PIB	dic-25	1.7	2.3	2.0	1.9
	sep-25	1.6	1.8	1.9	1.8
Desocupació	dic-25	4.5	4.4	4.2	4.2
	sep-25	4.5	4.4	4.3	4.2
PCE	dic-25	2.9	2.4	2.1	2.0
	sep-25	3.0	2.6	2.1	2.0
PCE Core	dic-25	3.0	2.5	2.1	—
	sep-25	3.1	2.6	2.1	—
Fedfunds	dic-25	3.6	3.4	3.1	3.1
	sep-25	3.6	3.4	3.1	3.0

Font: AFI

Previsions final 2026

Tipus Fed:  3,25-3,50 %

Tipus BCE:  2,00 %

El BCE finalitza el cicle de baixades dels tipus d'interès, situant-ne la referència en el 2 %, i el mercat no preveu canvis per al 2026. Aquest nivell és coherent amb l'estimació del tipus neutral de l'economia europea i consistent amb un entorn macro caracteritzat per inflació continguda, creixement moderat i absència de desequilibris financers rellevants.

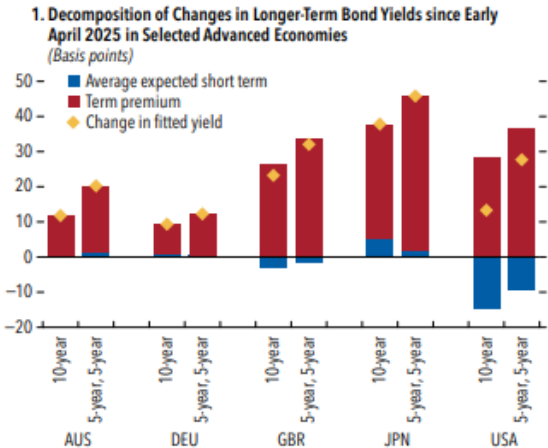
Tot i que la inflació estimada es mantindrà per sota de l'objectiu del 2 % durant bona part del 2026, el BCE opta per consolidar la seva credibilitat i evitar un gir prematur cap a polítiques expansives, especialment en un context d'estímul fiscal selectiu (Alemanya) i d'heterogeneïtat elevada entre països. En aquest escenari, privilegia l'estabilitat del marc monetari davant d'ajustos addicionals, reforçant el missatge que la normalització ha conclòs.

Als Estats Units, la Fed, que el maig estrenarà un nou president més alineat amb les tesis intervencionistes de Trump, haurà d'actuar amb especial cautela. En un entorn de persistència de la inflació, inclosa la subjacent, l'estímul fiscal vigent i l'elevada sensibilitat del mercat laboral, la Fed tractarà d'equilibrar els riscos macroeconòmics, avançant cap a un to més acomodatiu només en la mesura que els mercats ho permetin, sense comprometre'n la credibilitat ni la independència. Paral·lelament, la Fed ha finalitzat el procés de *quantitative tightening* (reducció del balanç) i, davant d'episodis de tensió en els mercats monetaris, ha iniciat compres de deute a curt termini amb l'objectiu de preservar condicions de liquiditat folgades.

Actius financers: **deute públic**

Durant el 2025 s'ha registrat un fort augment dels pendents de les corbes de tipus d'interès, amb els terminis llargs incorporant prima de risc fiscal, un moviment que podria tenir continuïtat el 2026.

Descomposició de la TIR del deute a llarg termini des del Liberation Day (per països)



En els mercats de **deute públic**, l'escenari macroeconòmic afavoreix un pendent **més gran de les corbes de tipus**. Els trams curts recullen les baixades de tipus oficials, mentre que els venciments llargs romanen condicionats per l'**elevada emissió de deute en entorns de predominança fiscal**, la retirada de liquiditat associada a la mida més baixa dels balanços dels bancs centrals i l'exigència de primes més grans per termini davant la incertesa fiscal i d'inflació futura. En aquest context, les TIR sobiranes tendeixen a moure's dins d'un rang, amb un comportament relativament més favorable en els trams curts i mitjans de la corba.

La persistència de tipus d'interès elevats a llarg termini té **implicacions directes sobre l'economia real**, especialment a través dels canals de finançament de famílies i empreses. En particular, els tipus hipotecaris i el cost de l'endeutament a llarg termini continuen actuant com a fre estructural per a la demanda d'habitatge i la inversió, fins i tot en un context d'estabilitat dels tipus oficials. Aquest desacoblament entre la política monetària i les condicions financeres efectives reforça la sensibilitat del cycle econòmic als moviments dels trams llargs de la corba, atorgant-los un paper cada vegada més rellevant com a mecanisme d'ajust macroeconòmic. En aquest entorn, **els bancs centrals són conscients que descensos addicionals en els tipus oficials tindrien un impacte limitat** si no van acompanyats d'una relaxació sostinguda de les TIR a llarg termini, fet que reforça el seu enfocament prudent i la preferència per consolidar nivells abans que forçar estímuls addicionals.

Previsions final 2026

Espanya 10 anys  3,25-3,50 %

Alemanya 10 anys  2,75-3,00 %

EUA 10 anys  4,25-4,50 %



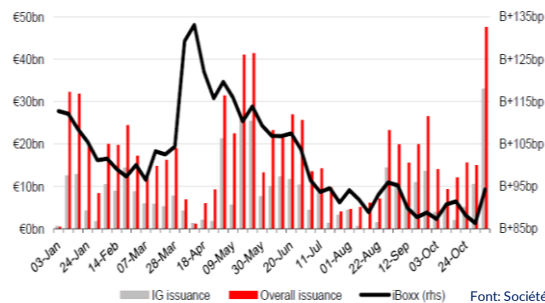
CaixaEnginyers
BANCA COOPERATIVA

Humanitzem les teves finances

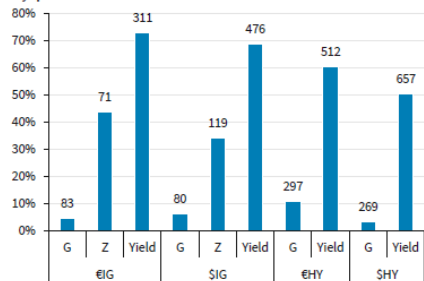
Actius financers: **renda fixa corporativa** (*investment grade, IG*)

Fonamentals sòlids i millora del cicle, tot i que amb valoracions ajustades i volum d'emissió rècord.

Emissió neta de paper corporatiu IG en € vs. *spreads*



10yr pctile



Nivells absoluts i percentils a 10 anys dels diferencials de crèdit en € i \$

Previsions H1 2026

Spread IG EUR a 5 anys

50–75 punts bàsics

La primera meitat del 2026 en el mercat de crèdit IG europeu estarà marcada per un equilibri entre un entorn macroeconòmic constructiu i el creixent protagonisme dels factors tècnics. **La desacceleració de la inflació i l'estabilització de la política monetària** haurien de continuar donant suport als fonamentals corporatius en el context actual de creixement moderat i condicions financeres favorables. No obstant això, el mercat afronta aquest inici d'any amb valoracions exigents i un nivell de diferencials que deixa poc marge per a una compressió addicional sostinguda.

El principal focus del semestre se situarà en la **capacitat d'absorció del mercat primari IG** (emissió esperada superior a 400.000 milions d'euros), per al qual es preveu que continuï l'elevada activitat emissora dels darrers mesos. Aquesta situació obliga els inversors a ser una mica més selectius en un entorn de més competència pel capital disponible davant l'increment de les necessitats de finançament dels estats europeus (responsable de l'estrenyiment dels *asset swap spreads*). Tot això es desenvoluparà en un context estructuralment més volàtil que en anys anteriors, amb dubtes sobre el volum creixent d'emissions destinades a finançar la inversió en IA.

El semestre vinent, per tant, hauria de ser compatible amb rendibilitats moderadament positives per al crèdit IG, emparades en sòlids fonamentals corporatius i un entorn macroeconòmic favorable, encara que amb potencial escàs per a un estrenyiment addicional dels diferencials i amb possibilitat de lleugeres ampliacions associades a episodis d'estrès en els mercats de deute sobirà. En conseqüència, mantenim **preferència per noms de qualitat**, amb fonamentals sòlids i ben posicionats.



CaixaEngineers
BANCA COOPERATIVA

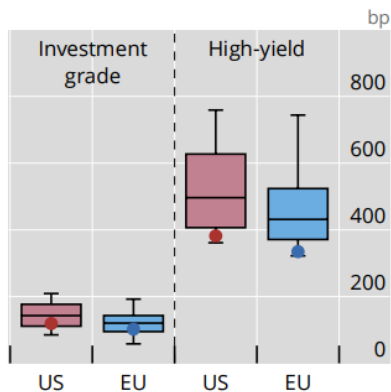
Humanitzem les teves finances

Actius financers: **renda fixa corporativa** (*high yield, HY*)

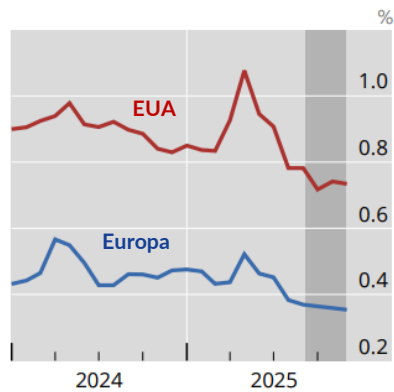
Les valoracions exigents, el deteriorament del cicle i el potencial impacte aranzelari suggereixen prudència.

Malgrat l'elevada volatilitat, els diferencials HY tanquen l'any en mínims i les probabilitats de *default* esperades pel mercat es redueixen

A. Credit spreads remained compressed



B. Expected default probabilities subsided



Font: Bank for International Settlements.

Després d'una primera meitat d'any marcada per una elevada volatilitat, provocada pel xoc de la nova política aranzelària de l'administració Trump, el crèdit HY ha tancat l'any 2025 amb un **rendiment millor del que esperaven els analistes**. Havent assolit nivells de diferencials màxims dels darrers tres anys en les setmanes posteriors al Liberation Day, la reducció progressiva de la incertesa ha permès una ràpida compressió d'aquests, retornant els *spreads* mínims de l'any al final de l'exercici.

No obstant això, la normalització parcial de l'entorn continua generant un perfil de risc asimètric sobre el crèdit HY. Els nivells actuals **encara són exigents** (particularment als Estats Units) i podrien veure's pressionats de nou davant d'episodis de repunt de les tensions comercials, més deteriorament del cicle, inestabilitat geopolítica o ressorgiment de la inflació fruit dels aranzels imposats.

Per això, i malgrat haver deixat enrere el pic d'incertesa en un any moderadament positiu per al crèdit HY, l'elevada incertesa global i l'alentiment previsible de l'economia nord-americana, juntament amb l'exigència de les valoracions actuals, no porten a mantenir una **posició prudent i defensiva en aquest segment**. Per tant, proposem un seguiment detallat de les companyies, prioritzant la qualitat en la mesura que sigui possible, amb certa preferència per Europa, on el context és una mica més favorable, amb més visibilitat respecte al cicle econòmic i al nivell de tipus d'interès.

Previsions H1 2026

Spread HY EUR a 5 anys

275-325 punts bàsics



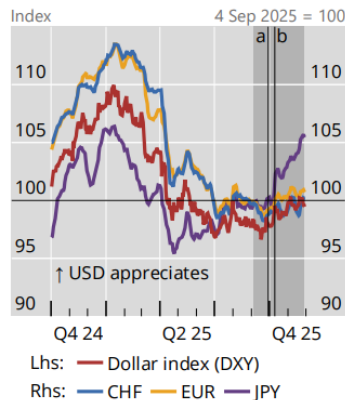
CaixaEnginyers
BANCA COOPERATIVA

Humanitzem les teves finances

Actius financers: **mercant de divises**

La feblesa del dòlar i la incertesa al voltant de la Reserva Federal, protagonistes d'un mercat de divises volàtil.

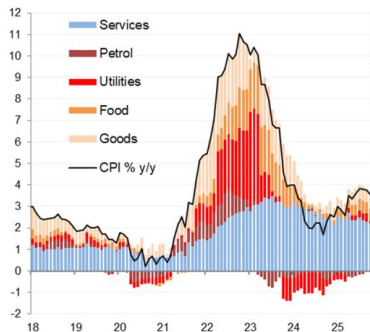
Comportament del USD davant els seus principals encreuaments



Font: NatWest Markets.

Font: Bank for International Settlements.

Desglossament per components de la inflació al Regne Unit



L'any 2025 ha estat testimoni d'una notable depreciació del dòlar en els seus principals encreuaments, motivada per la política comercial confusa de la nova administració Trump, el deteriorament parcial del quadre macroeconòmic nord-americà i la demanda creixent d'alternatives a la divisa de reserva global, tancant l'exercici en nivells d'1,175 davant l'euro. A curt termini, la politització creixent de la Fed i la previsible incertesa sobre l'estat del cicle als Estats Units **haurien de continuar il·lustrant la cotització del dòlar**, encara que amb la possibilitat de breus rebots tàctics fruit del posicionament particularment baixista dels inversors i de les tensions geopolítiques.

Pel que fa a la lliura esterlina, durant el 2025 la cotització s'ha vist afectada per les modestes xifres de creixement i la debilitat del mercat laboral britànic, caient fins a mínims dels darrers cinc anys. Per al 2026, la relaxació de la inflació de serveis, la visibilitat més gran de les finances públiques i l'esperada recuperació de l'activitat haurien de contribuir a **donar suport a l'encreuament de la lliura davant l'euro**.

A partir del que s'ha observat el 2025, el primer semestre hauria de **continuar presentant una elevada volatilitat en el mercat de divises**, sustentada en els factors següents: 1) la incertesa al voltant del camí de tipus de la Fed i del quadre macro nord-americà, 2) les elevades tensions en l'àmbit internacional; i 3) l'impacte en preus i activitat de les mesures aranzelàries imposades per l'administració Trump.

Previsions H1 2026

EUR/USD 1,15–1,25

EUR/GBP 0,85–0,90



CaixaEnginyers
BANCA COOPERATIVA

Humanitzem les teves finances

Síntesi 2026: l'any de la revelació

Escenari base

- Entorn econòmic global resilient, amb **probabilitat d'acceleració a mesura que avanci l'any**, cosa que hauria de continuar reflectint-se en creixement de vendes.
- **Els marges empresarials es mantenen** gràcies a una pressió més baixa sobre la base de costos i als efectes de palanquejament, tot i que alguns sectors comencen a mostrar cert esgotament en volums.
- La combinació d'(1) i (2) permet **accelerar el creixement esperat de BPA el 2026**, si bé la seva evolució, especialment a Europa, dependrà dels moviments en el tipus de canvi, com va passar el 2025.
- Dos punts per monitorar: una **economia en forma de "K"** genera riscos i oportunitats, especialment en la gestió de marges empresarials i en la determinació de si ens trobem en **una bombolla d'IA**.
- **La salut financera sòlida** permet mantenir altes remuneracions als accionistes en detriment de la inversió en capital fix, que continua molt concentrada en inversions relacionades amb la tecnologia.
- **Factors tècnics una mica més desequilibrats**, amb un posicionament en actius de risc i indicadors tècnics en tensió.
- **Valoracions en renda variable estretes globalment, i justes als Estats Units**. Serà clau que el creixement d'EPS 2026 superi la mitjana històrica per evitar correccions durant l'any.

Riscos

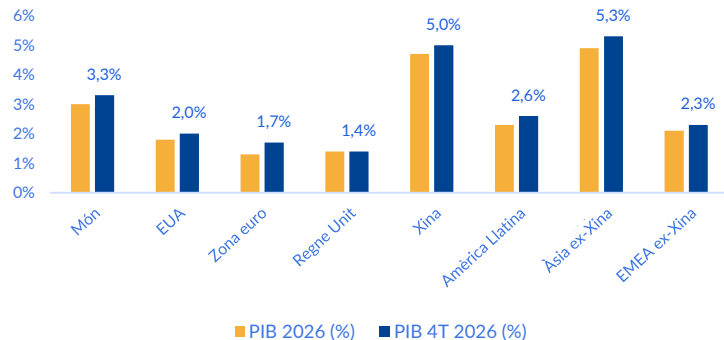
- **Risc principal: la desacceleració** o la recessió econòmica, seguida d'una **acceleració no continguda de la inflació** que freni el final de l'enduriment monetari. Si això passés, podria fer-ho de manera sobrevinguda per efectes en els mercats financers i no necessàriament per efectes econòmics tradicionals.
- Necessitat de mantenir l'**augment de la inversió en IA** i de justificar la rendibilitat dels projectes associats.
- **Augment de vendes via preus prop de l'esgotament** en alguns sectors, de manera que la recuperació dels **volums resulta clau**.
- **Deteriorament dels factors tècnics**.
- Valoracions en nivells estrets, **amb alguns focus extrems en nínxols de mercat**.
- **Inestabilitat geopolítica** que podria continuar tensant conjunturalment alguns factors de producció, com ara el petroli i l'energia, especialment a l'Orient Mitjà.
- Altres riscos: enduriment monetari al Japó, elevació de les corbes de tipus, tensió entre la Xina i Taiwan, etc.



Creixement macroeconòmic global resilient, que es tradueix en vendes empresarials a l'alça

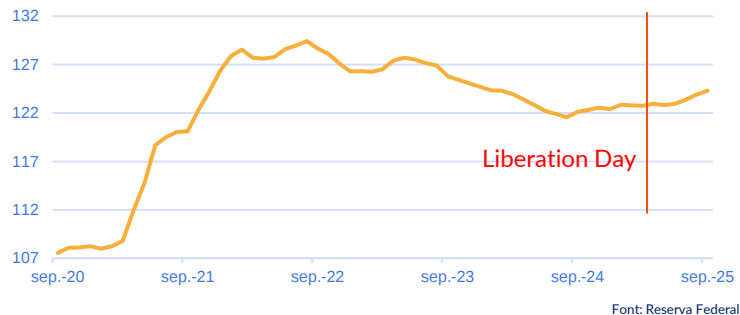
Suport macro al creixement d'ingressos...

Evolució del PIB per regió (%)



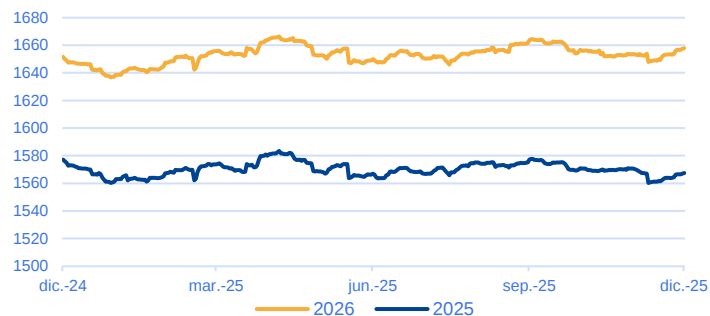
...amb un impacte limitat de les tarifes en l'evolució dels preus...

Evolució de la inflació als EUA



...que permet estabilitat en les estimacions d'ingressos...

Evolució de les estimacions d'ingressos per acció de l'MSCI World



...i dona suport a un escenari de creixement el 2026

Evolució de les estimacions d'ingressos per acció de l'MSCI World

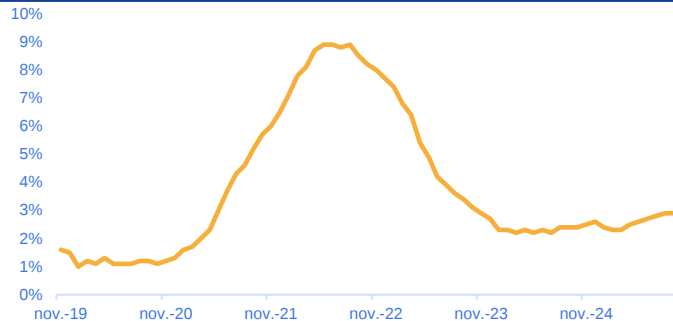
L'economia dels EUA es troba en **força bona forma** i hi ha **vents de cua molt forts** que han tingut un efecte realment significatiu. Alhora, també hi ha factors que actuen com a vents en contra i que probablement estan portant l'economia a rendir per sota de les expectatives actuals. Tot i això, soc optimista i crec que probablement **veurem una acceleració del creixement a mesura que avancem cap al 2026.**

—David Salomon, CEO de Goldman Sachs

Es manté la pressió més baixa sobre **els costos i la millora** gradual dels marges

Menys pressió de costos industrials.....

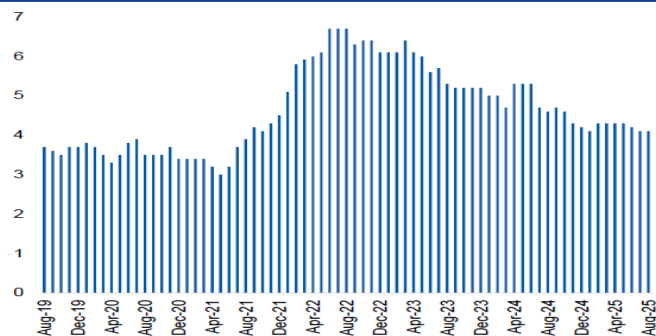
PPI de béns finals (subjacent) als EUA, variació interanual (%)



Font: Bloomberg.

...i desacceleració del creixement salarial...

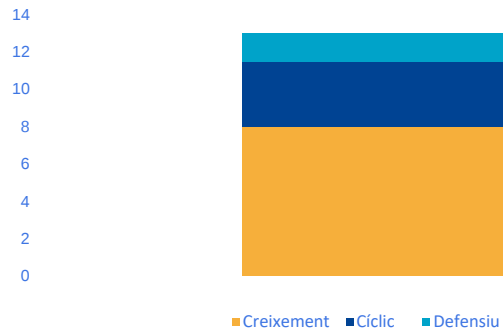
Creixement salarial als EUA (mitjana mòbil de 3 mesos, Fed d'Atlanta)



Font: Morgan Stanley.

...amb una composició sectorial més favorable...

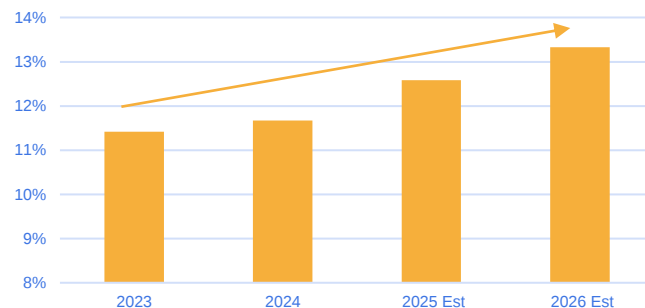
Contribució al creixement del BPA per estil de companyia als EUA



Font: Morgan Stanley.

...indiquen una contínua millora gradual dels marges

Evolució del marge operatiu de l'MSCI World



Font: Bloomberg.

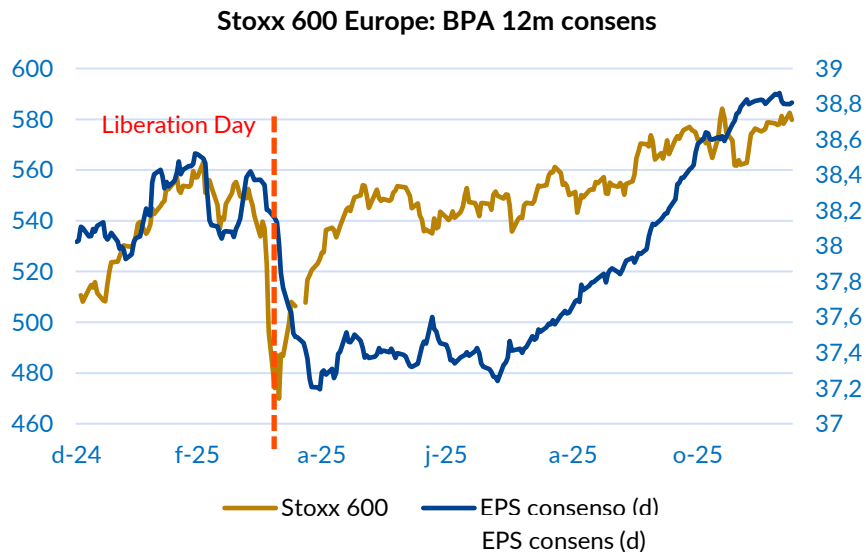


CaixaEngineers
BANCA COOPERATIVA

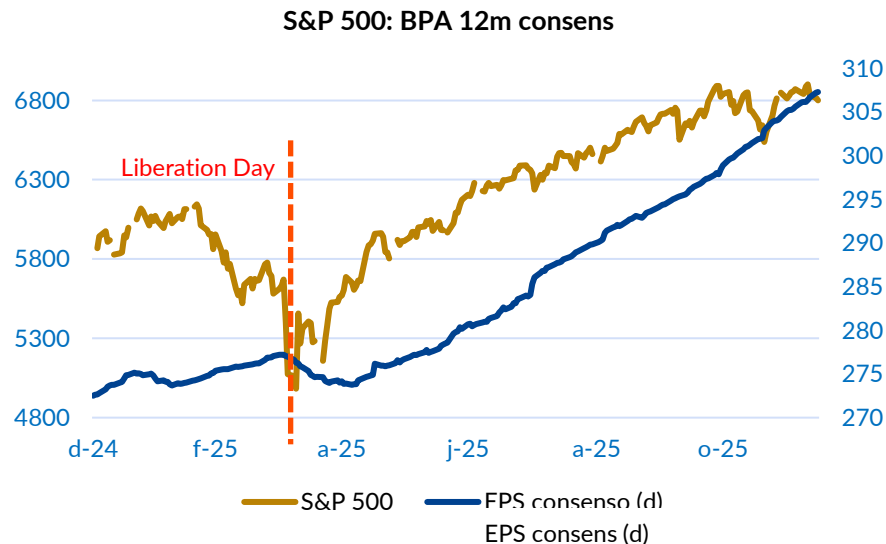
Humanitzem les teves finances

Acceleració dels beneficis empresarials

Avanç sostingut dels beneficis, sense revisions a l'alça
Creixement previst del BPA a 12 mesos: +9,6 %



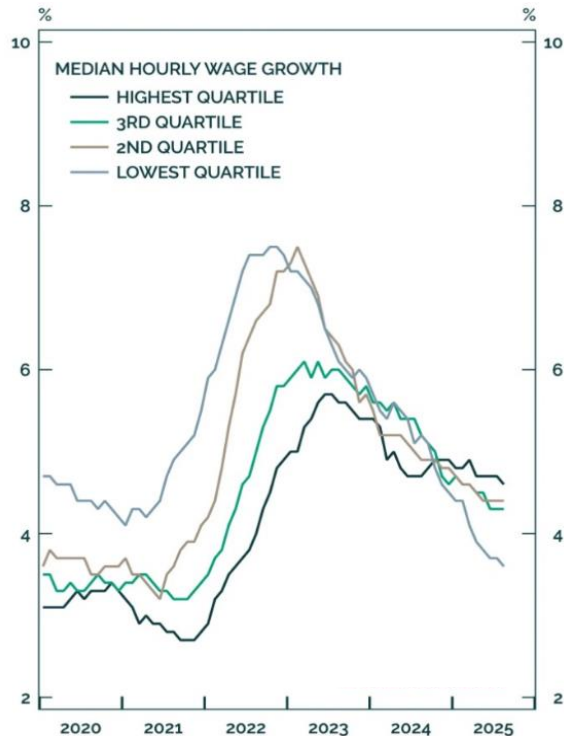
Lleu ajust, però es manté la tendència estructural dels beneficis
Creixement previst del BPA a 12 mesos: +13,3 %



Font: Bloomberg, 17/12/2025.

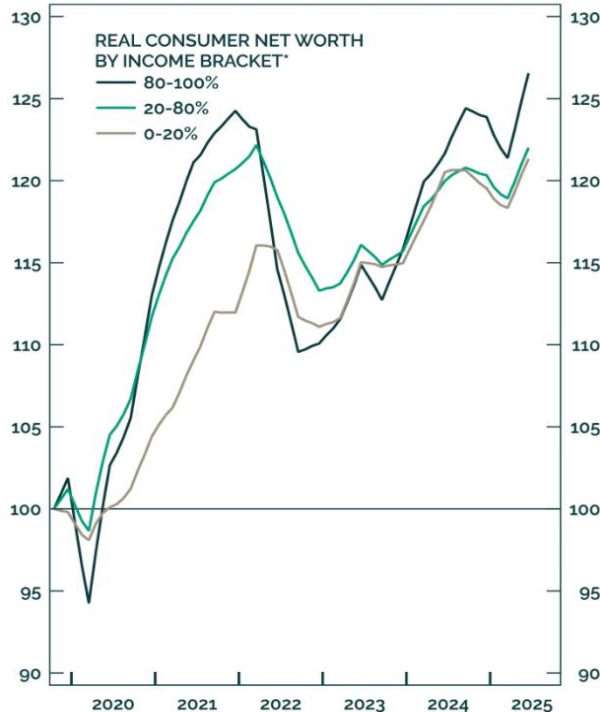
El motor del consum als Estats Units continua resistint... gràcies al segment amb salaris més grans i més patrimoni

Creixement salarial més sòlid en alts ingressos
Mitjana del creixement del salari per hora als EUA



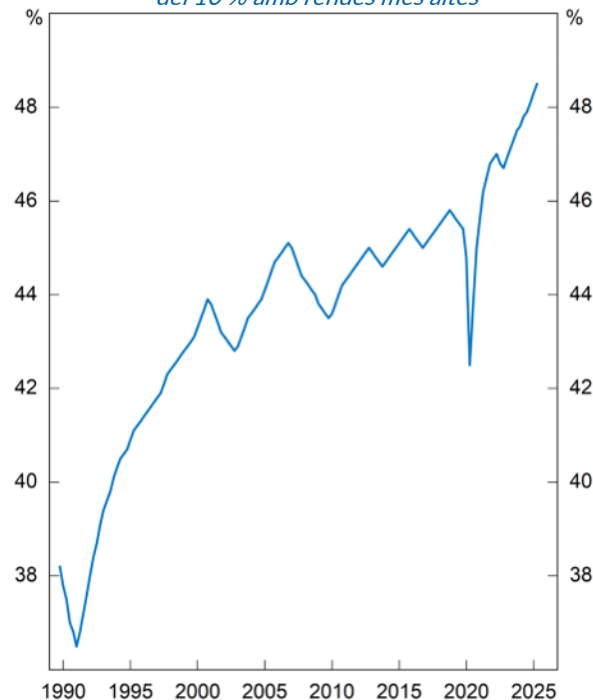
Que també es beneficien dels increments patrimonials

Patrimoni del consumidor ajustat per inflació



I continuen actuant com a motor del consum

% de la despesa en consum als EUA del 10 % amb rendes més altes



Font: BCA Research, Alpine Macro.



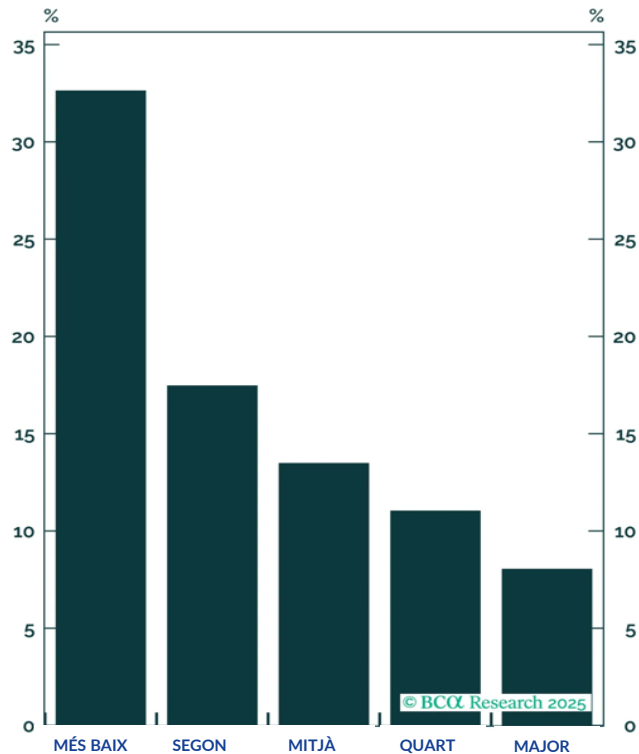
CaixaEnginyers
BANCA COOPERATIVA

Humanitzem les teves finances

Si bé els consumidors nord-americans amb ingressos més baixos comencen a notar cert **esgotament**

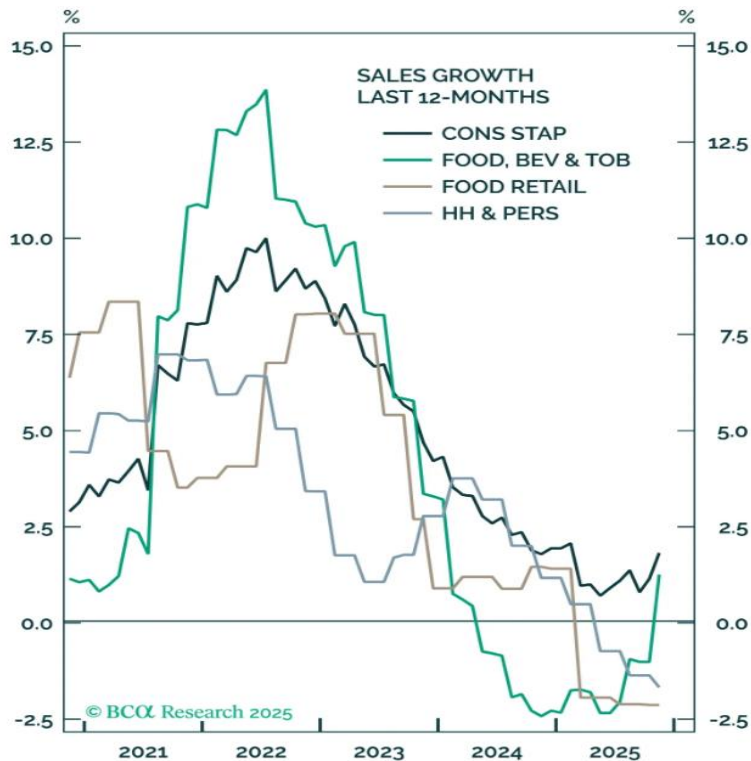
Els consumidors amb ingressos més baixos són els més afectats

% dels ingressos després d'impostos destinats a alimentació per quintil



Amb uns costos augmentant per sobre dels ingressos, cosa que penalitza els volums

Creixement de les vendes en els darrers 12 mesos



Font: BCA Research.



GRUP
CaixaEngineers
BANCA COOPERATIVA

Humanitzem les teves finances

Estem davant d'una **bombolla**?

Arguments a favor

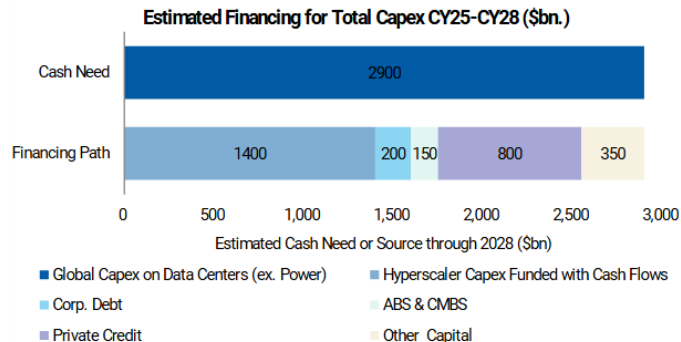
- ✓ La demanda és real i prové de companyies capdavanteres amb gran capacitat de generació de caixa.
- ✓ Els **projectes són mesurables i positius** des d'un punt de vista de la rendibilitat financera.
- ✓ Les valoracions no indiquen signes de Bombolla.com.
- ✓ Els senyals d'exuberància encara es troben en fase primerenca.
- ✓ La IA representa una **nova revolució industrial**, amb més abast que totes les anteriors.

Arguments en contra

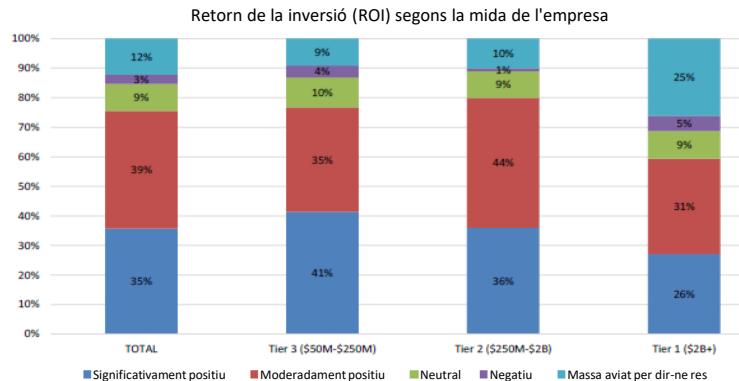
- × Auge del **CapEx**, amb **paral·lelismes històrics** i risc de sobreinversió en infraestructures.
- × **Concentració extrema** dels retorns del mercat.
- × **Circularitat financera** de l'expansió dels projectes dins de l'ecosistema de la IA.
- × **Dificultat per valorar** correctament **els actius** davant la poca visibilitat dels fluxos de caixa.

Estem davant d'una bombolla? Arguments a favor de la NO bombolla

Les companyies tenen prou marge per invertir en projectes



Els projectes ja són positius des del punt de vista financer

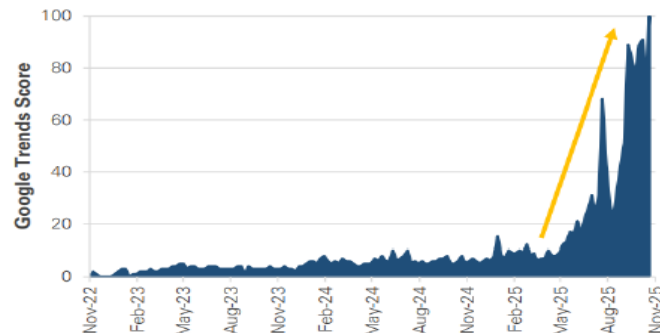


Les valoracions estan molt lluny de bombolles anteriors

Dec-99			Current		
Ticker	Wgt in SPX	NTM P/E	Ticker	Wgt in SPX	NTM P/E
Microsoft Corp.	4.9%	69 x	NVIDIA Corp.	7.6%	30 x
Cisco Systems Inc.	2.8	101	Microsoft Corp.	6.9	32
Intel Corp.	2.2	32	Apple Inc.	6.5	30
Lucent Tech. Inc.	1.9	49	Alphabet Inc.	2.5	22
IBM Corp.	1.6	28	Amazon.com, Inc.	3.9	31
Time Warner Inc.	1.4	217	Meta Platforms Inc.	2.9	25
AT&T Inc.	1.4	22	Broadcom Inc.	2.6	38
AT&T Corp.	1.3	24	Tesla, Inc.	1.7	151
Oracle Corp.	1.3	90	Visa Inc.	1.1	28
WorldCom Inc.	1.2	30	Netflix, Inc.	1.0	40
Median		41 x	Median		31 x

Quan tothom espera una bombolla...

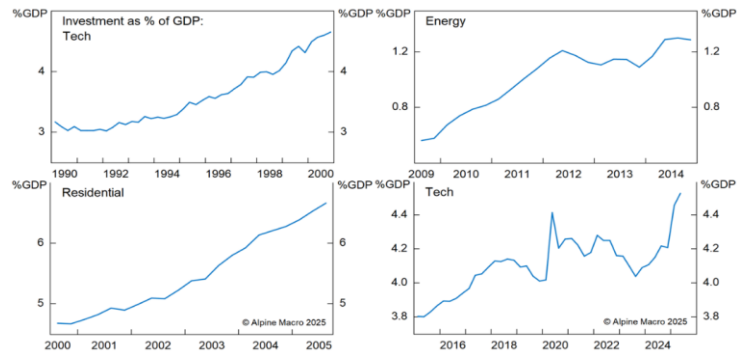
Figure 1: Google Search Trends Score: 'AI Bubble'



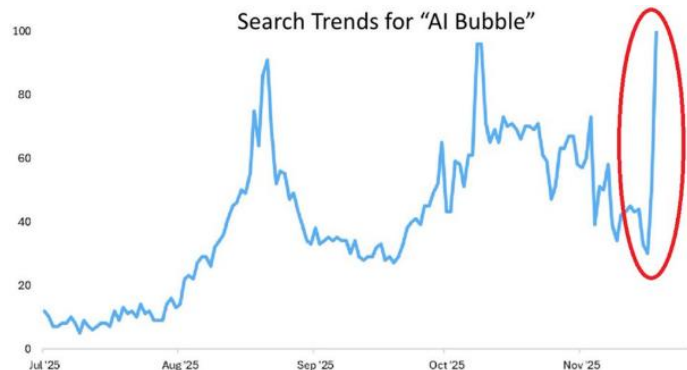
Font: MS, GS, Apollo, Google.

Estem davant d'una bombolla? **Arguments que apunten a una bombolla**

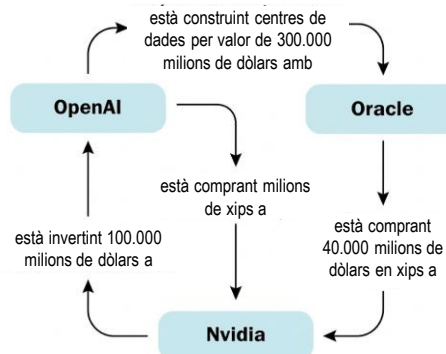
Es repeteix la història?



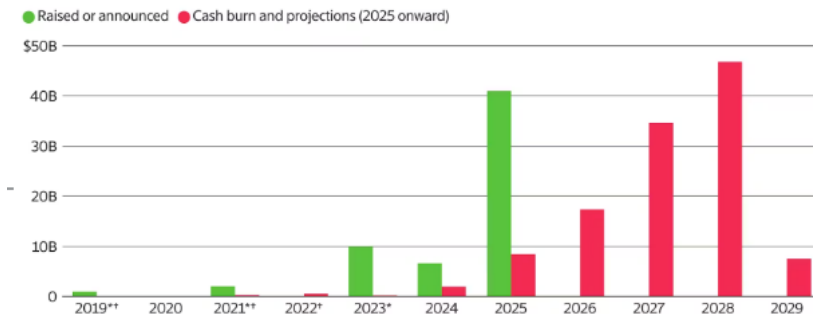
Preocupació generalitzada pel sobreescalfament de les cotitzacions



El finançament dels projectes és circular i poc clar



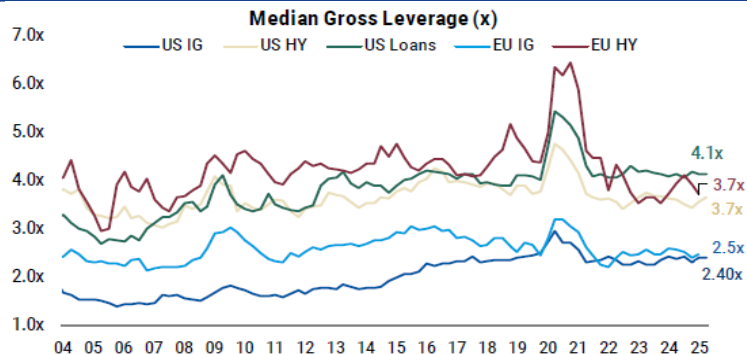
Trajectòria financera difícil per a OpenAI sense finançament extern: propera OPV?



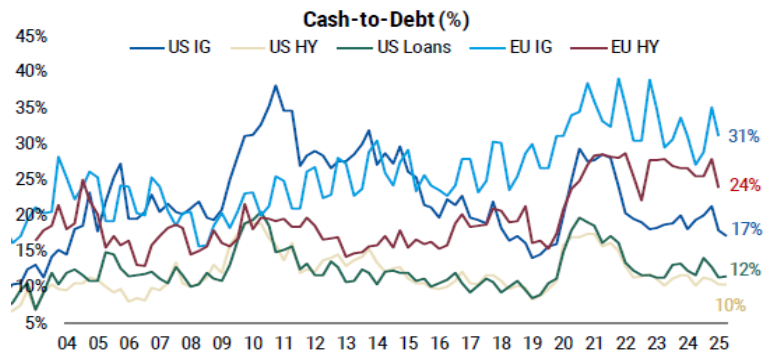
Font: Alpine, Google, The Information.

Fonamentals en forma de **deute i cobertures raonables**, amb coixins de liquiditat elevats

Palanquejament net - EUR Corporates IG (Deute brut/EBITDA)

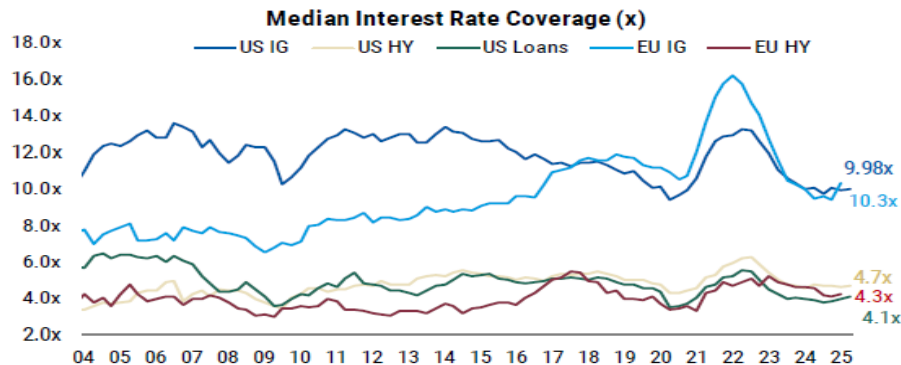


Liquiditat - EUR Corporates IG (Caixa/Deute)



Font: Morgan Stanley.

Cobertura d'interessos - US & EU Corporates



Les mètriques creditícies continuen estabilitzant-se i millorant, també en el cas dels emissors europeus, però sempre properes a les seves mitjanes històriques.

El palanquejament es manté estable gràcies a uns marges resilents.

La cobertura d'interessos s'estabilitza al voltant de les seves mitjanes històriques als EUA i millora a Europa atesa la millora en marges.

El coixí de caixa, com a percentatge del deute, es manté per sobre de la mitjana històrica, malgrat la caiguda recent per l'estabilitat en el palanquejament.

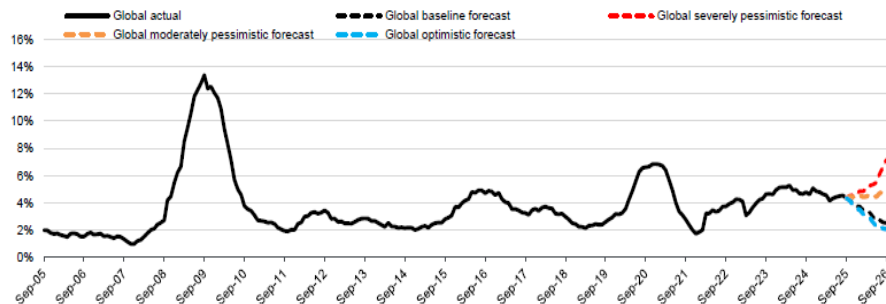


CaixaEnginyers
BANCA COOPERATIVA

Humanitzem les teves finances

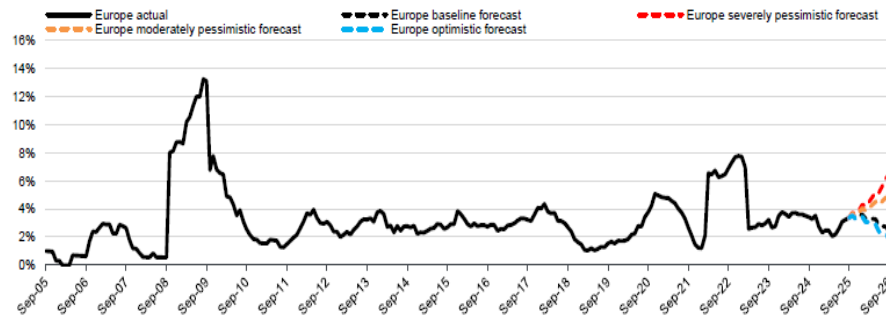
Fonamentals en forma de **taxes de fallida** en nivells controlats i amb previsions de millora

Percentatge de *defaults* – HY Global



Font: Moody's Ratings.

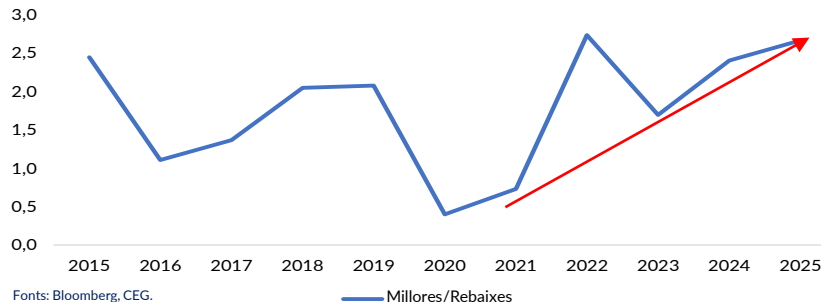
Percentatge de *defaults* – HY Europeu



Font: Moody's Ratings.

Ràting *upgrades* vs. *downgrades* – IG Global

Credit Rating Upgrade/Downgrade Ratio (IG, Dev. Mkts)
S&P, Moody's, Fitch



Fonts: Bloomberg, CEG.

— Milliores/Rebaixes

De la mateixa manera, els **nivells de *default*** es mantenen històricament **baixos** a escala global, lleugerament per sobre del 4 % anual, enfront del 13 % registrat durant la crisi del 2008, amb **previsió d'un descens continu**. Les **taxes de *default*** són encara més baixes a Europa, lleugerament per sobre del 3 %, i l'escenari base indica que aquest indicador es podria acostar al 2 % cap a finals del 2026 a la regió.

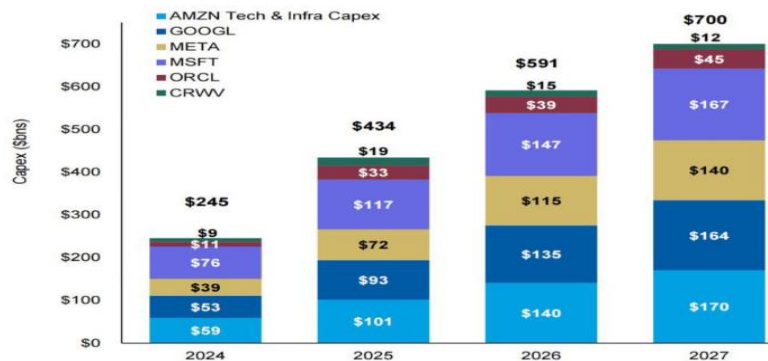
La ràtio d'*upgrades* sobre *downgrades* de qualificacions **continua reflectint millores en la qualitat creditícia dels emissors, destacant la solvència dels balanços i la solidesa de les operacions.**

Capex: atonia en la inversió general i clara orientació cap a la IA

Les perspectives econòmiques milloren de manera clara



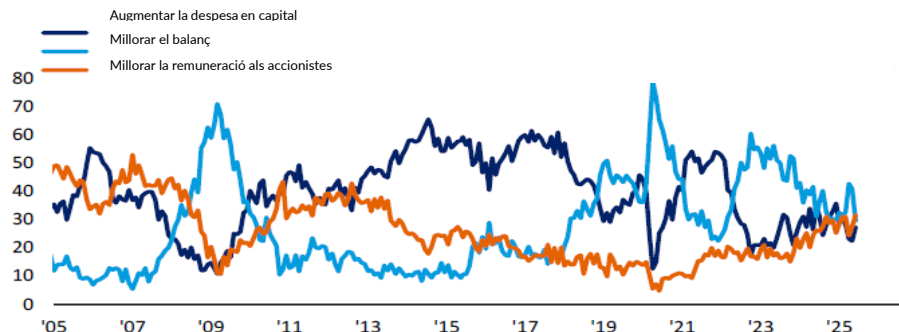
El creixement del CapEx prové exclusivament de la cadena de valor de la IA (MSFT, AMZN, GOOGL i META)



Això fa que els inversors comencin a preocupar-se pel nivell d'inversió en IA

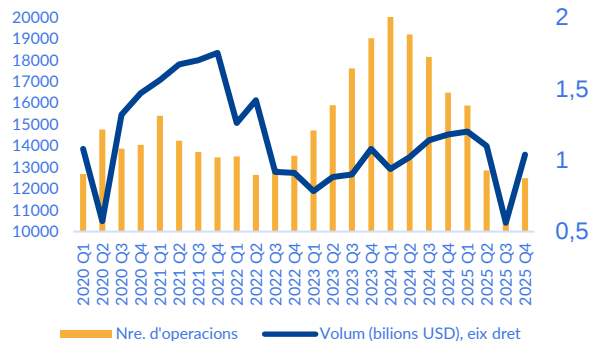


...per això els inversors exigeixen més remuneració a l'accionista si no troben projectes rendibles

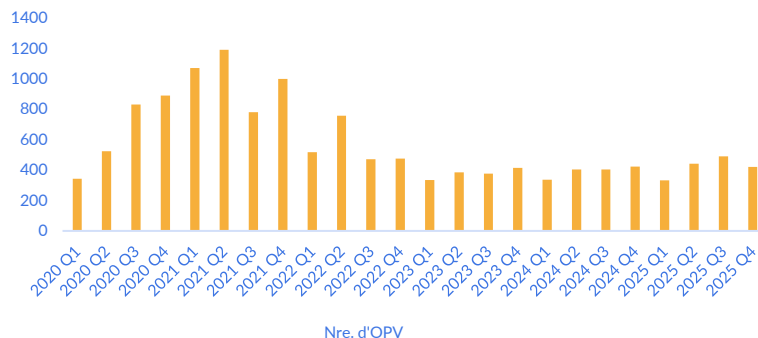


Activitat corporativa: **M&A** i **OPV** continuen sense accelerar en espera de les grans operacions

L'operativa en fusions i adquisicions no acaba d'agafar embranzida...

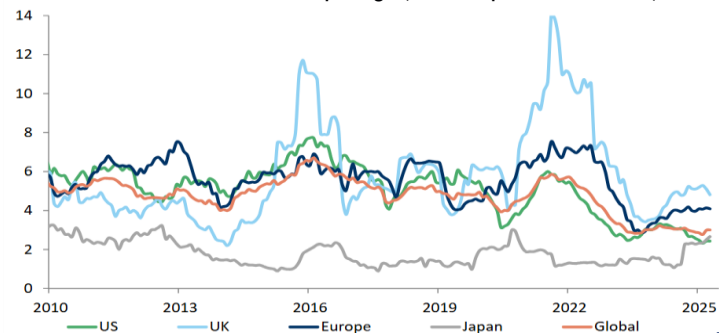


Amb uns nivells d'OPV encara pressionats per la manca d'acord en la valoració entre venedors i inversors

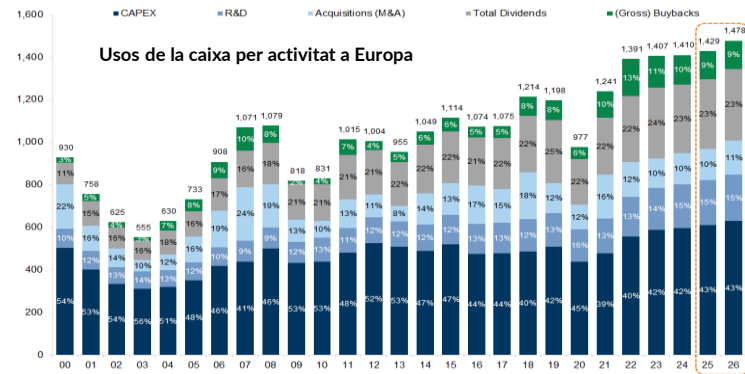


Els volums globals es mantenen en nivells deprimits...

Valor total d'M&A a 12 mesos per regió (% de la capitalització borsària)

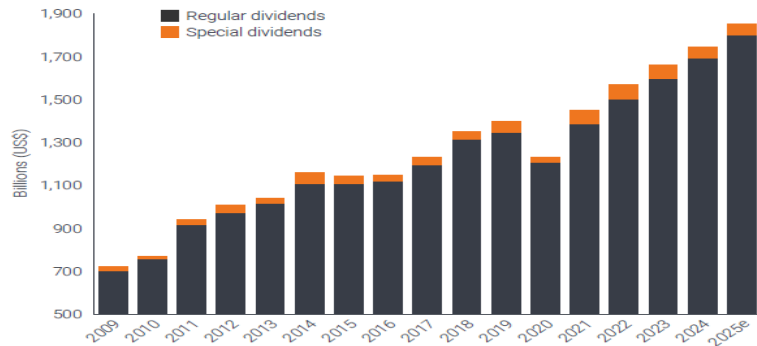


Europa ja només destina un 10 % a M&A, davant del 15 % prepanedèmia



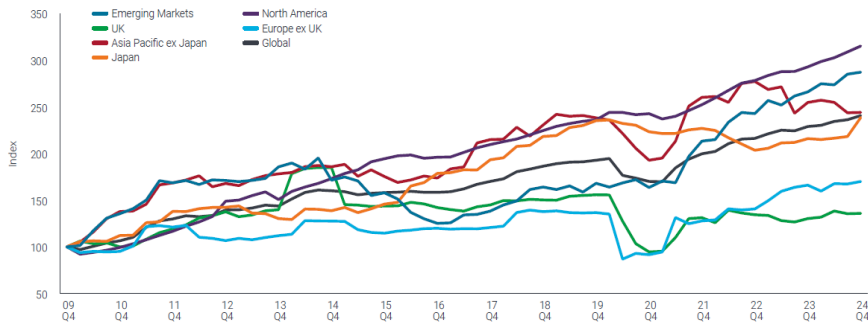
Remuneració a l'accionista: davant de la manca d'inversió, la disciplina corporativa es manté

Es preveu un increment del 5,1 % dels dividends mundials el 2025



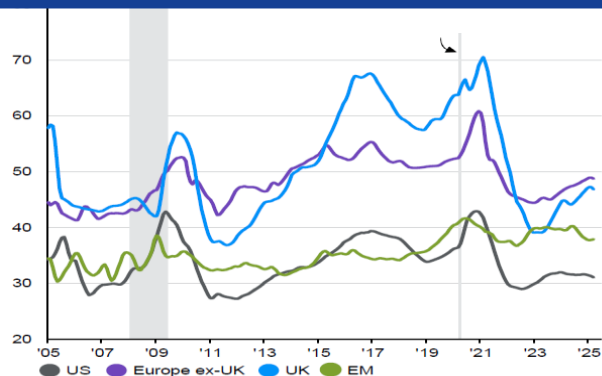
Font: Janus Henderson.

Acceleració del pagament de dividends fora de l'Àsia-Pacífic. EUA, +8,7 %; Europa, +5,6 %; Xina, +17,8 %

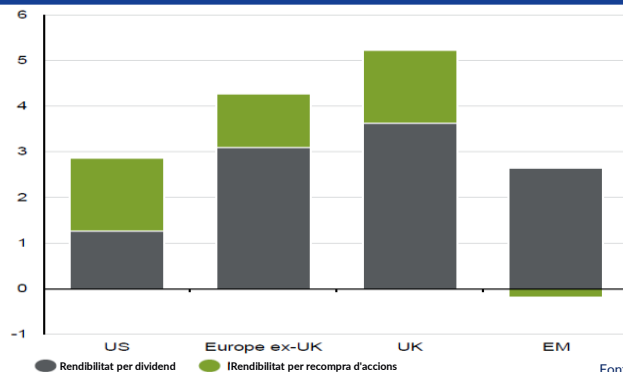


Font: Janus Henderson.

Dividends i *payout ratios* (%), mitjana mòbil de 3 mesos



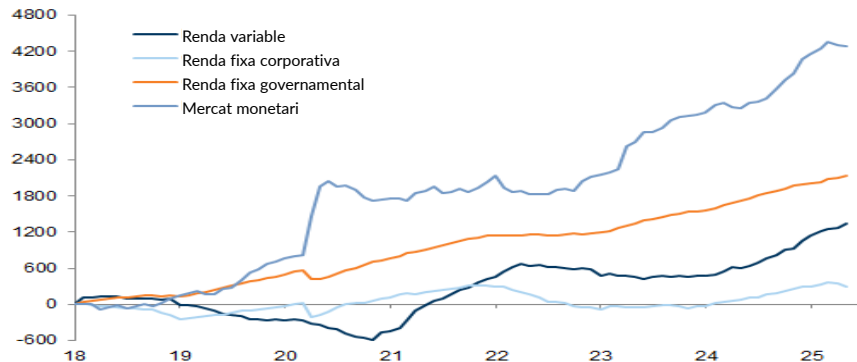
Rendibilitat per dividend i recompra d'accions (%)



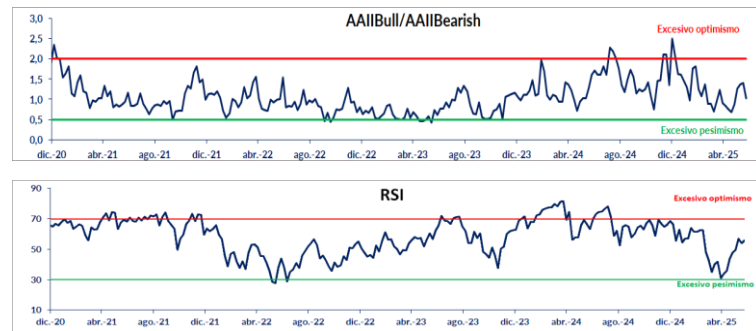
Font: JP Morgan.

Menys por a la recessió, però el posicionament més agressiu convida a mantenir la **cautela a curt termini**

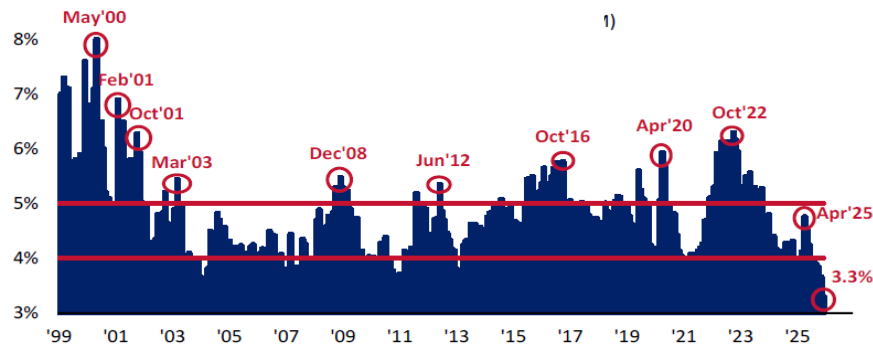
Evolució dels fluxos de diners acumulats per tipus d'actiu (miliards USD)



Indicadors tècnics de mercat apunten a una neutralitat a curt termini

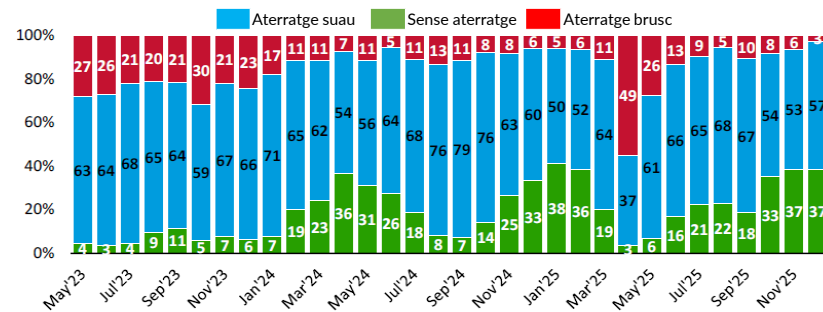


Nivells de liquiditat ajustats, amb poc marg per incrementar pes en actius de risc



Font: GS, BofA, Bloomberg, CEG.

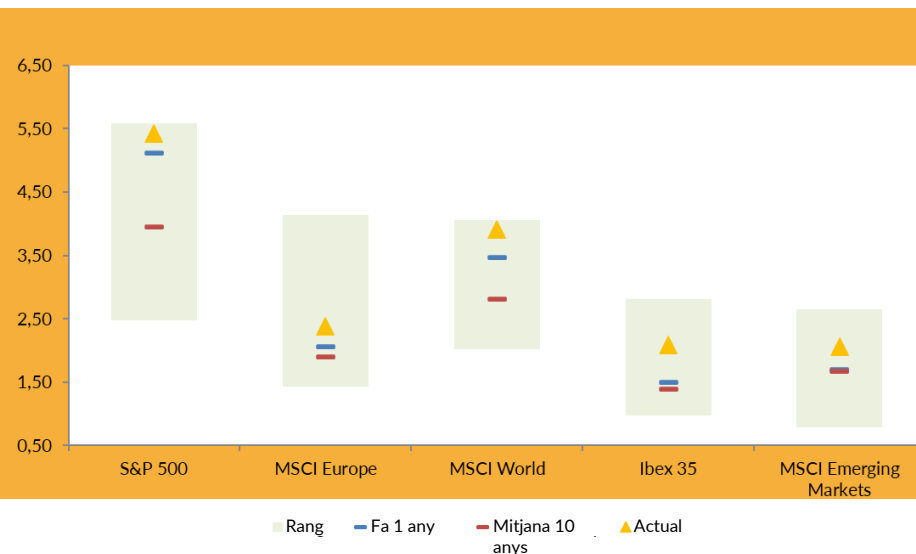
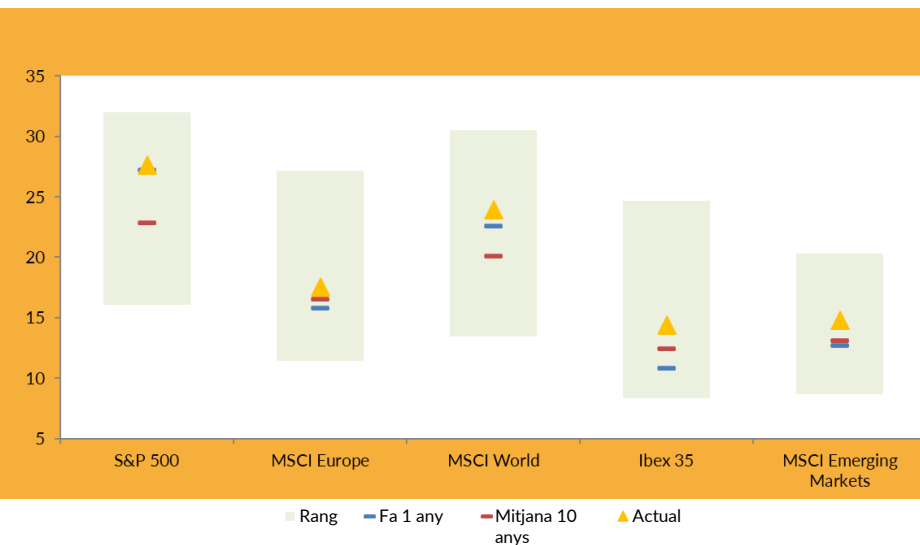
Les expectatives de recessió en els pròxims 12 mesos es mantenen moderades



Valoracions: en nivells exigents, però encara lluny dels màxims històrics

Preu sobre beneficis (PER, x)

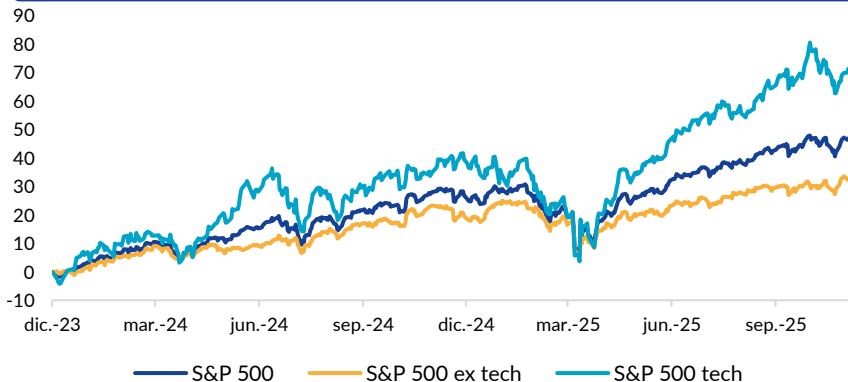
Preu sobre valor comptable (P/B, x)



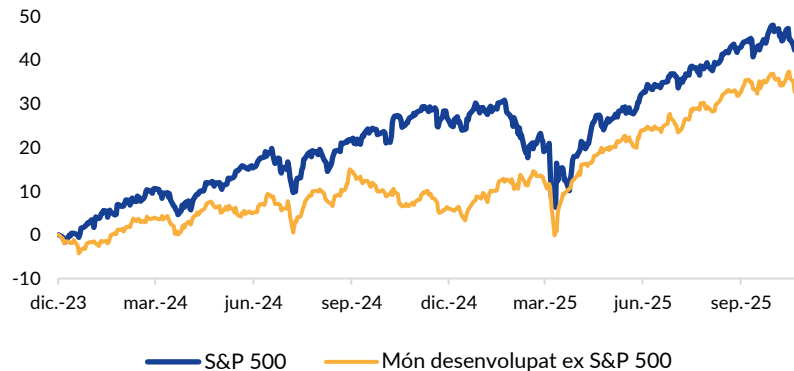
Font: Caixa Enginyers Gestió, Bloomberg (dades a desembre 2025).

Les companyies nord-americanes de gran capitalització mantenen la seva hegemonia

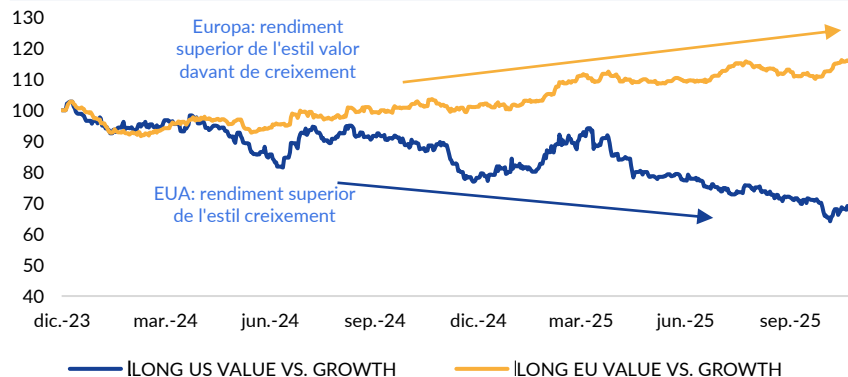
L'evolució dels índexs als EUA depèn molt de l'índex tecnològic



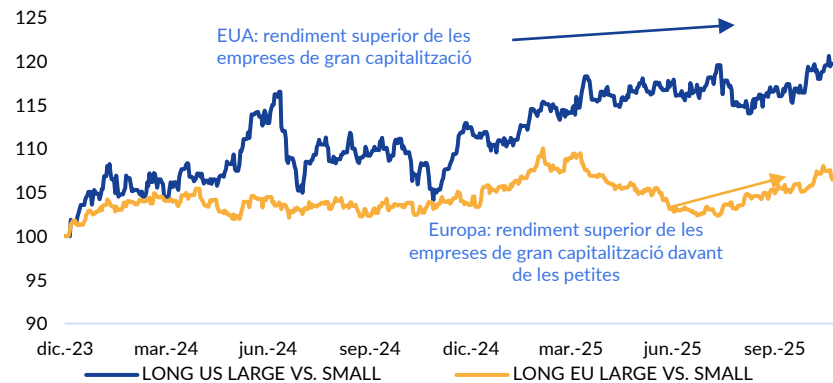
Divergència entre els EUA i la resta del món



Divergència entre l'estil valor i creixement entre Europa i els EUA



I en un entorn de tipus elevats, les grans companyies lideren les rendibilitats



Font: Bloomberg; elaboració pròpia (dades a 11/25).

La sostenibilitat perd protagonisme davant de noves prioritats crítiques: creixement, competitivitat i defensa.

Entorn geopolític complex



Dispersió

- El mercat ja no recompensa l'ASG *per se*. S'observa una dispersió elevada entre guanyadors (infraestructura, nuclear i eficiència energètica) i perdedors (renovables no rendibles). La gestió passiva és perillosa en aquest entorn.



Fre polític i regulador

- El rebuig anti-ASG als EUA contagia cautela als gestors europeus.



Canvi de focus

- Del “verd pur” (article 9) cap a un enfocament “verd pragmàtic” i de transició (article 8 i nous articles 7 de “transició”).

Tendències en renda variable



Guanyadors

- **Eficiència i xarxes:** gestió d'energia i *utilities* regulades.
- **Tecnologia:** semiconductors lligats a l'eficiència energètica.
- **Nuclear:** impuls clau per la demanda energètica 24/7 dels centres de dades d'IA i la seguretat energètica de la IA.



Reptes en renovables

- Pressió per la competència xinesa en preus i per uns tipus alts.
- Oportunitat: valoracions atractives després de la correcció recent.



Resiliència europea

- Millor comportament gràcies a la ponderació d'industrials i financers, que estan finançant la transició.

Tendències en renda fixa



Mercat consolidat

- El saldo viu del deute sostenible supera els 3 bilions de dòlars, amb un volum d'emissió robust de 467.000 milions de dòlars els primers nou mesos del 2025.

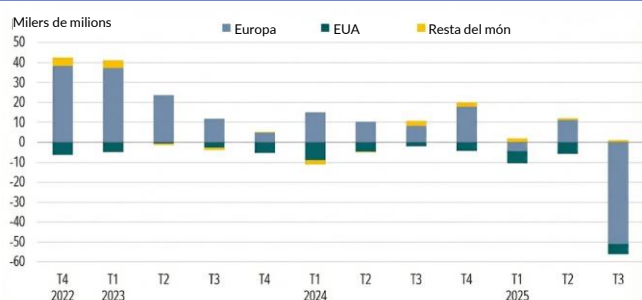


Fluxos positius

- Única classe d'actiu amb entrades netes positives globals el 3T25 (12.500 milions de dòlars).

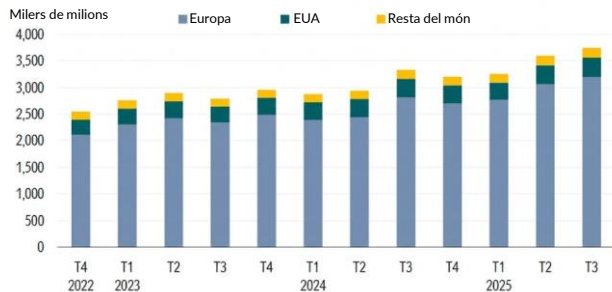
ISR: continua l'atonia pels vehicles amb temàtica ISR el 2025

Europa està a punt de tancar el primer any amb sortides netes. Els EUA registrar el seu 12è trimestre consecutiu de sortides.



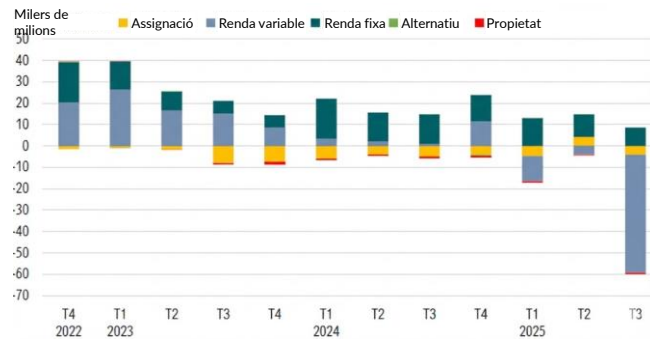
Dades distorsionades per una operació puntual. Un únic gran fons de pensions va reorganitzar el 3T25 la seva exposició ASG, canalitzant 48.000 milions de dòlars des de fons ASG de BlackRock al Regne Unit cap a mandats ASG personalitzats.

Europa concentra el 85 % dels actius en fons sostenible, seguida dels EUA amb un 10 %.

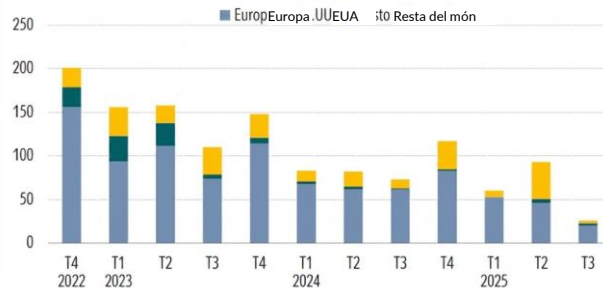


Font: Morningstar, 25 d'octubre del 2025.

La renda fixa a Europa és l'única mena d'actiu que va captar subscripcions netes a escala global (12.500 milions de dòlars).



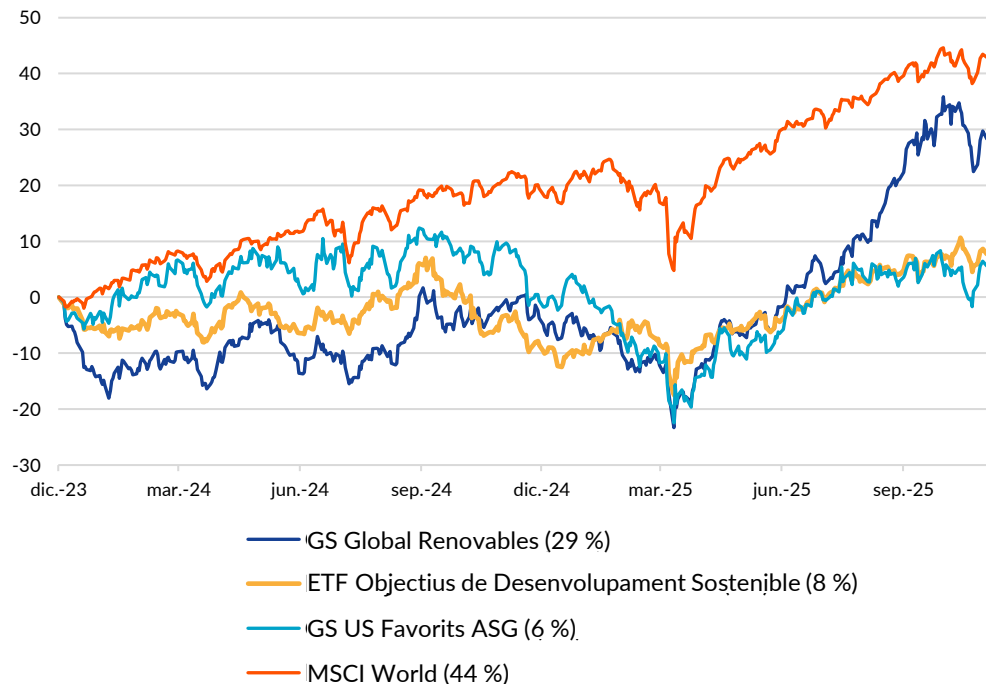
El desenvolupament de productes es va continuar moderant. El 3T25 es van llançar 26 nous fons sostenibles a escala mundial.



ISR: el rendiment de les companyies amb focus en sostenibilitat continua molt endarrerit

Els vehicles amb temàtiques ASG obtenen un pitjor rendiment relatiu en els darrers 2 anys, quedant lluny de l'MSCI World.

Rendibilitats dels diferents índexs ASG i de l'MSCI World en USD

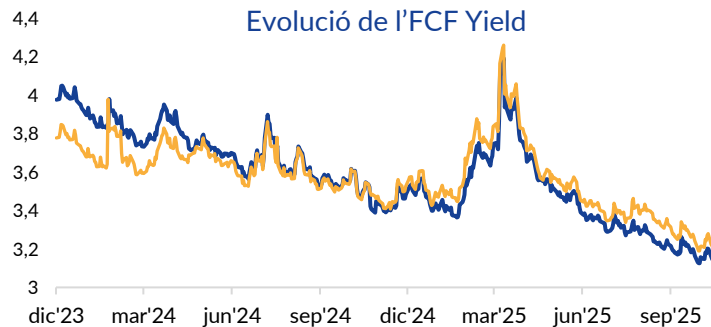


La prima de valoració ASG s'ha diluït.

Evolució del P/E



Evolució de l'FCF Yield



Font: Bloomberg i Goldman Sachs; elaboració pròpia (dades a 11/25).



GRUP
CaixaEngineers
BANCA COOPERATIVA

Humanitzem les teves finances



Desembre 2026 - Escenaris

Actual i estimat a 12 mesos		Acceleració 328 USD (+20 %)	Consens 310 USD (-13,5 %)	Recessió suau 259 USD (-5 %)
		328 \$	310 \$	259 \$
PER	24x	7862	7446	6224
	23x	7534	7135	5964
	22x	7206	6825	5705
	21x	6879	6515	5446
	20x	6551	6205	5186
	19x	6224	5894	4927
	18x	5896	5584	4668

Font: Bloomberg; elaboració pròpia.

Previsions CEG S&P500 – 2026 (Preu actual: 6.775)

Creixement del BPA a 12 mesos (%)	+17 %
PER actual (desembre)	22,0x
PER estimat a 12 mesos*	22,0x
Rendibilitat per dividend	1,2 %

* El PER estimat a 12 mesos reflecteix la ràtio PER prevista per als dotze mesos següents, calculat a preus actuals de l'índex i sota el supòsit que es compleixi l'estimació de creixement dels beneficis per acció (BPA).

Catalitzadors. El mercat nord-americà manté un suport sòlid gràcies a la combinació d'un creixement econòmic resilient i un procés gradual de baixades de tipus, que millora les condicions financeres i l'apetència pel risc. La inversió en intel·ligència artificial continua impulsant el CapEx i la productivitat, amb efectes que comencen a estendre's més enllà de les grans tecnològiques. A això s'hi sumen polítiques fiscals encara favorables per a empreses i llars, nivells elevats de recompres d'accions i uns beneficis que, tot i que normalitzen el ritme, continuen creixent. La millora de l'amplitud sectorial redueix la dependència d'un nombre limitat de valors líders.

Valoracions. El PER estimat pel consens a 12 mesos de l'S&P 500 se situa un 16 % per sobre de la mitjana a 10 anys.

Perspectives. De cara al 2026 es dibuixa un entorn constructiu, amb creixement moderat, inflació més continguda i una política monetària menys restrictiva. Els retorns haurien de ser més equilibrats i selectius, emparats en l'evolució dels beneficis i en una diversificació sectorial més gran, evitant excessos de valoració.



Desembre 2026 - Escenaris

Actual i estimat a 12 mesos		Acceleració 380 EUR (+15 %)	Consens 361 EUR (+9 %)	Recessió suau 313 EUR (-5 %)
		380 EUR	361 EUR	313 EUR
PER	18x	6839	6502	5649
	17x	6459	6140	5336
	16x	6079	5779	5022
	15x	5699	5418	4708
	14x	5319	5057	4394
	13x	4939	4696	4080
	12x	4559	4334	3766

Font: Bloomberg; elaboració pròpia.

Previsions CEG Euro Stoxx – 2026 (Preu actual: 5.740)

Creixement del BPA a 12 mesos (%)	+7 %
PER actual (desembre)	15,9x
PER estimat a 12 mesos*	16x
Rendibilitat per dividend	2,8 %

* El PER estimat a 12 mesos reflecteix la ràtio PER prevista per als dotze mesos següents, calculat a preus actuals de l'índex i sota el supòsit que es compleixi l'estimació de creixement dels beneficis per acció (BPA).

Catalitzadors. El mercat europeu es mou en un entorn de més estabilitat macroeconòmica, amb inflació en moderació i una política monetària que avança cap a un to més acomodatiu. El suport fiscal a diversos països, centrat en inversió pública, infraestructures, defensa i transició energètica, continua sostenint el cicle. El progrés del SIU, orientat a una integració financera i de mercats de capitals més gran a la UE, reforça el marc estructural a mitjà termini. A més, un possible escenari de desescalada o fi de la guerra a Ucraïna constituiria un factor rellevant de normalització, reduint la incertesa i afavorint la confiança econòmica.

Valoracions. El PER estimat pel consens a 12 mesos de l'Euro Stoxx 50 se situa un 14 % per sobre de la mitjana a 10 anys.

Perspectives. El 2026, l'escenari és moderadament favorable, amb menys pressió inflacionista, polítiques econòmiques més acomodaticies i progressos institucionals a Europa. Si es consolida una estabilitat geopolítica més gran, l'entorn podria donar suport a una evolució positiva i sostinguda dels mercats.



Diciembre 2026 - Escenarios				
Actual i estimat a 12 mesos		Aceleración 1293 EUR (+10 %)	Consenso 1235 EUR (+5 %)	Desaceleración 1175 EUR (0 %)
		1293 EUR	1235 EUR	1175 EUR
PER	17x	21973	20974	19975
	16x	20680	19740	18800
	15x	19388	18506	17625
	14x	18095	17273	16450
	13x	16803	16039	15275
	12x	15510	14805	14100

Fuente: Bloomberg; elaboración propia.

Previsions CEG IBEX 35 – 2026 (Preu actual: 17.095)

Creixement del BPA a 12 mesos (%)	+7 %
PER actual (desembre)	14,5x
PER estimat a 12 mesos*	13,5x
Rendibilitat per dividend	3,28 %

* El PER estimat a 12 mesos reflecteix la ràtio PER prevista per als dotze mesos següents, calculat a preus actuals de l'índex i sota el supòsit que es compleixi l'estimació de creixement dels beneficis per acció (BPA).

Catalitzadors. L'economia espanyola actua com una locomotora, beneficiada per l'auge del turisme i el seu impacte en el sector serveis. No obstant això, un cop confirmat el punt d'inflexió en política monetària, serà necessari estar atents a la velocitat de les pròximes decisions i al seu impacte en la composició sectorial del mercat espanyol, atès el seu fort vincle amb els tipus d'interès a través del sector financer.

Valoracions. L'IBEX 35 cotitza per sota de la resta d'índexs europeus i de les seves mitjanes històriques, cosa que no reflecteix la solidesa dels seus beneficis, de manera que podria continuar registrant alces en els nivells. Els riscos semblen ben balancejats per al 2026, tant pel costat financer com en altres sectors de pes significatiu, com l'energètic.

Perspectives. Després de ser un dels millors selectius en els darrers anys, l'índex espanyol podria continuar mostrant certa solvència si es manté l'entorn econòmic actual, sempre que l'economia global no entri en un procés de desaceleració. Les baixes expectatives dels inversors i el seu lleuger posicionament podrien ajudar en aquest sentit. Es manté la preferència per companyies de gran capitalització.

Perspectives de la renda variable a **emergents**

Desembre2026 – Escenaris de BPA				
Actual i estimat a 12 mesos		Acceleració 120 USD (+20 %)	Consens 105 USD (+17 %)	Estancament 95 USD (+5 %)
		120 \$	105 \$	95 \$
PER	17x	2040	1785	1607
	16x	1920	1680	1512
	15x	1800	1575	1418
	14x	1680	1470	1323
	13x	1560	1365	1229
	12x	1440	1260	1134

Font: Bloomberg; elaboració pròpia.

Previsions CEG MSCI EM – 2026 (Preu actual: 1.385)

Creixement del BPA a 12 mesos (%)	+10 %
PER actual (desembre)	15,5x
PER estimat a 12 mesos*	14x
Rendibilitat per dividend	2,38 %

* El PER estimat a 12 mesos reflecteix la ràtio PER prevista per als dotze mesos següents, calculat a preus actuals de l'índex i sota el supòsit que es compleixi l'estimació de creixement dels beneficis per acció (BPA).

Catalitzadors. Totes les mirades continuaran centrades en com l'administració Trump 2.0 tractarà les negociacions comercials amb els diferents socis, principalment la Xina, si bé la proximitat de les *midterms* podria suposar un cert alleujament temporal. A més, caldrà veure en quina mesura la Xina aconsegueix resoldre els seus problemes idiosincràtics i mesurar com altres països d'Àsia i Llatinoamèrica lluiten davant d'un pitjor entorn fiscal.

Valoracions. L'MSCI Emerging Markets cotitza per sobre dels seus múltiples històrics i enfront d'altres economies desenvolupades, excloent-ne els EUA, a causa de les fortes perspectives de creixement dels analistes. Tot i que fins ara aquestes no s'han complert, les perspectives es mantenen més optimistes que mai.

Perspectives. Més enllà dels efectes de les negociacions comercials amb els EUA, els índexs emergents, molt dependents de l'evolució de companyies índies i xineses, hauran d'accelerar el creixement dels BPA si volen mantenir la seva trajectòria positiva el 2026. Es manté la preferència per companyies de gran capitalització i per països asiàtics, excloent-ne la Xina.

DISCLAIMER

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, i habilitada per a la prestació de serveis d'inversió a clients a Espanya, sota la supervisió a aquest efecte de la Comissió Nacional del Mercat de Valors.

Aquest document constitueix un informe d'inversió elaborat pel Departament de Mercat de Capitals de CAIXA ENGINYERS, amb finalitats merament informatives, de conformitat amb les normes de conducta aplicables als serveis d'inversió a Espanya.

L'informe s'ha fet amb l'objectiu de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, a la data de la seva emissió, i està subjecte a canvis sense previ avis. Tot i que la informació es basa en fonts considerades com a fiables, CAIXA ENGINYERS no garanteix ni es responsabilitza de la seva seguretat.

La informació que conté 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 seus destinataris a sol·licitar aquesta informació addicional, que CAIXA ENGINYERS podrà facilitar durant la prestació dels serveis, operacions o productes. En aquest cas, els destinataris han de considerar aquesta informació addicional de manera coherent amb el seu contingut.

El contingut dels informes no constitueix, en cap cas, una oferta ni recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i els instruments financers esmentats poden no ser adequats per als seus objectius d'inversió, de manera que ha de prendre les seves pròpies decisions d'inversió. En aquest sentit, CAIXA ENGINYERS no es responsabilitza del mal ús d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui patir l'inversor que formalitzi operacions basant-se en les valoracions i opinions recollides en els informes.

En cap cas, la informació continguda en aquest document no es basarà en consideracions de les circumstàncies personals dels destinataris, ni constituirà una recomanació personalitzada per fer la compra, venda, subscripció, canvi, reemborsament o el manteniment o assegurement d'un instrument financer específic. Tampoc no servirà d'orientació per exercir o no qualsevol dret conferit per un instrument financer determinat per a la compra, venda, subscripció, canvi o reemborsament d'aquest. És només una informació orientativa general.

Pel que fa als preus objectius que es puguin derivar de l'anàlisi efectuada pel Departament de Mercat de Capitals de CAIXA ENGINYERS, aquests estan subjectes a criteris d'anàlisi fonamental i tècnica, i ponderen en cada cas els mètodes que, segons la seva opinió, s'adeqüen millor a cada companyia en particular. Llevat d'indicació expressa en contra, tots els preus objectius es fixen amb un horitzó temporal de 12 mesos des del moment de la publicació dels informes. Els preus objectius no impliquen compromisos de revaloració, ni s'han d'entendre com a indicacions o recomanacions d'inversió.

La informació que conté aquest informe 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 a 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.

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. En cap cas, la retribució dels analistes està vinculada directament o indirectament a la informació continguda en aquest informe ni al sentit de les recomanacions que s'hi detallen.

Els membres del Departament de Mercat de Capitals de CAIXA ENGINYERS podran posseir, a títol personal, accions d'algunes de les companyies esmentades en els informes o de les seves filials i participades.





www.caixaenginyers.com