



Humanitzem les teves finances

Outlook 2026 – 2n semestre

Perspectives econòmiques i financeres

Juny de 2026



Humanitzem les teves finances

■ Introducció.....	3
■ Catalitzadors i condicionants dels escenaris.....	4
■ Escenaris 2026.....	5
■ Altres factors de risc.....	8
■ <i>Asset allocation</i>	10
■ Resum d'estimacions per al 2026.....	11
■ Temes d'inversió.....	14
■ Anàlisi econòmica.....	23
■ Anàlisi financera.....	32

El primer semestre de 2026 ha estat un dels més intensos i complexos des del punt de vista geopolític de les darreres dècades. Els Estats Units, sota l'Administració Trump, van depositar el president veneçolà, van tensar les relacions amb els aliats de l'OTAN al voltant de Groenlàndia i de l'augment de la **despesa** en defensa, van obrir un nou conflicte a l'Orient Mitjà i van continuar avançant en el seu acostament a la Xina.

L'atac dels Estats Units i Israel a l'Iran va portar el país a tancar l'estret d'Ormuz al trànsit marítim, fet que va suposar **el xoc d'oferta més gran de la història en els mercats energètics**, amb importants repercussions per a altres subministraments globals (fertilitzants, alumini, heli, etc.). L'impacte en els preus del cru va ser substancial, tot i que es va moderar especialment a partir de la signatura del Memoràndum d'entesa entre els Estats Units i l'Iran el 17 de juny passat. L'acord preveu la reobertura de l'estret d'Ormuz a tot el trànsit marítim i l'aixecament de les sancions al sector financer i petrolier de l'Iran. La treva de 60 dies hauria de servir per negociar un acord sobre el programa nuclear de l'Iran, tot i que les parts implicades consideren que el termini és massa curt.

El conflicte ha causat un augment important de la inflació, s'ha reflectit en els principals indicadors de confiança d'empreses i llars i ha comportat correccions borsàries significatives, repunts del deute sobirà i ampliacions de les primes de risc. La resposta dels bancs centrals ha consistit en pujades del tipus rector (p. ex., el BCE i el Banc del Japó) o un gir cap a un discurs més procliu a noves pujades del tipus rector (p. ex., la Fed i el Banc d'Anglaterra). Tot i això, la moderació del preu del cru durant el mes de juny ha suposat un cert alleujament per als mercats financers i per a les perspectives econòmiques, i les previsions d'activitat han deixat de revisar-se a la baixa.

De cara als pròxims mesos, **la magnitud de l'impacte sobre l'activitat dependrà de la durada i la profunditat del conflicte, els efectes del qual es traslladaran a l'economia global a través de l'evolució del trànsit a l'estret d'Ormuz i del preu del petroli.** Tot i que els preus de l'energia són ara, en el nostre escenari central, més elevats que fa uns mesos, la signatura del Memoràndum d'entesa aporta un element d'optimisme que limita els riscos de recessió en les principals economies. El nostre escenari incorpora una lleugera revisió a la baixa, d'unes poques dècimes, respecte a les previsions i els ritmes de creixement de començaments de 2026. Aquesta valoració se sustenta en diversos factors. D'una banda, la dependència de l'economia mundial dels combustibles fòssils procedents de l'Orient Mitjà s'ha reduït progressivament durant les darreres dècades, alhora que nombrosos països han diversificat i equilibrat les seves fonts d'energia. De l'altra, tal com hem assenyalat en informes anteriors, les principals economies desenvolupades disposen de fonaments sòlids —com ara uns nivells relativament continguts d'endeutament privat— que contribueixen a esmoreir l'impacte de la guerra sobre el consum, la inversió i el comerç internacional. Els mercats financers, per la seva banda, trobaran suport en unes condicions financeres encara relativament favorables, en el creixement dels beneficis empresarials i en la continuïtat de les inversions vinculades al desenvolupament de la intel·ligència artificial.

En el tram final de l'any, l'atenció se centrarà en l'evolució de les negociacions entre els Estats Units i l'Iran, les eleccions de mig mandat als Estats Units i la resiliència del quadre macroeconòmic en un escenari geopolític volàtil, però amb el suport d'un entorn financer constructiu.

En aquest informe analitzem l'entorn econòmic, financer i geopolític actual, així com les seves implicacions per a les diferents classes d'actius financers.

Catalitzadors i condicionants dels escenaris



Estats Units: deteriorament institucional	L'Administració Trump promou la concentració del poder en l'executiu en detriment del legislatiu a través de la invocació de poders no sempre justificats (p. ex., els aranzels IEEPA, que van haver de ser retirats) i evita demanar autorització al Congrés (p. ex., s'ha evitat qualificar de «guerra» el conflicte amb l'Iran, ja que la declaració de guerra correspon al Congrés). 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.
Estats Units: impuls del cicle 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 de la IA. La política fiscal és clarament expansiva, mentre que la monetària és propera a la neutralitat. Per impulsar l'economia, el Govern pot promoure un repalanejament del sector privat (hipoteques, incentius, etc.).
Europa: 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 mesures necessàries són substancials i requereixen un grau notable de coordinació entre els estats membres i entre aquests i la mateixa UE. Per evitar el bloqueig, la UE ha de modificar els requisits d'unanimitat que han limitat la implementació d'iniciatives anteriors. La relaxació de les normes fiscals a la UE, la reforma del fre fiscal a Alemanya i els compromisos d'augment de la despesa en defensa i infraestructures suposen un impuls a curt termini que cal aprofitar a tots els nivells per promoure les reformes estructurals necessàries .
Intel·ligència artificial: cursa inversora	La IA impulsa l'activitat econòmica als Estats Units a través de la inversió en <i>capex</i> i amb la promesa de millores de productivitat. La capacitat de rendibilitzar els elevats volums d'inversió , finançats de manera incipient amb deute, en una indústria caracteritzada per una depreciaió ràpida i una competència creixent, pot resultar complexa, especialment per a les empreses que no emergeixen amb un producte diferenciat que permeti ampliar la base de clients o incrementar els preus finals.
Desigualtat: l'economia en forma de K	Les dinàmiques empresarials i socials donen lloc a desigualtats creixents . Als Estats Units, el tram alt de la distribució de la renda concentra una proporció cada vegada més gran de la riquesa i del consum i es veu afavorit per la bona evolució de la borsa i d'altres actius financers. A la Xina, el teixit empresarial es veu sotmès a tensions entre la bona evolució dels sectors de noves tecnologies (vehicle elèctric, IA, etc.) i el feble comportament dels sectors de baixa tecnologia i del sector immobiliari. En l'àmbit social, la desigualtat genera tensions polítiques; en l'àmbit empresarial, complica la lectura i la interpretació dels agregats econòmics.



Base Probabilitat 60 %

Pessimista Probabilitat 20 %

Optimista Probabilitat 20 %

	Acord de mínims entre els Estats Units i l'Iran Obertura gradual de l'estret d'Ormuz	Nova escalada del conflicte a l'Orient Mitjà Tancament selectiu de l'estret d'Ormuz	Acord nuclear entre els Estats Units i l'Iran Normalització de l'estret d'Ormuz
Situació econòmica	Resiliència dels Estats Units. Desacceleració moderada de la zona euro i de la Xina.	Impacte negatiu sobre el creixement econòmic dels Estats Units, la zona euro i la Xina.	Acceleració del creixement econòmic arran de l'impuls de la IA i de l'expansió fiscal.
Inflació	Moderació de la inflació després d'un repunt inicial.	Noves pressions inflacionistes provocades pels preus energètics i dels aliments.	Ràpida moderació de la inflació.
Fiscalitat	Expansió fiscal als Estats Units i atenció creixent en la fiscalitat als països amb dèficits més elevats.	Forta expansió fiscal per compensar la desacceleració econòmica. Alguns països perden accés als mercats de deute.	El dinamisme econòmic més elevat permet una consolidació fiscal sense ajustos.
Bancs centrals	Possible pujada addicional per part del BCE. Neutralitat de la Fed.	Política monetària restrictiva per part dels principals bancs centrals.	Neutralitat dels bancs centrals.
Condicions financeres	Episodis de volatilitat provocats per la incertesa del procés de negociació entre els Estats Units i l'Iran.	Molt adverses. Mal comportament dels actius de risc.	Favorables. Moderació de les primes de risc.
Geopolítica	Incertesa elevada, amb l'atenció centrada en el procés de negociació a l'Orient Mitjà. Risc de tensions derivades de l'acord de mínims.	Desequilibri a l'Orient Mitjà. Fragmentació mundial. Tensions entre els Estats Units i la Xina.	Fi dels conflictes a l'Orient Mitjà i a Ucraïna. Acords comercials entre els Estats Units i la Xina. Avenços en la construcció europea.



Base Probabilitat 60 %

Pessimista Probabilitat 20 %

Optimista Probabilitat 20 %

	Acord de mínims entre els Estats Units i l'Iran Obertura gradual de l'estret d'Ormuz	Nova escalada del conflicte a l'Orient Mitjà Tancament selectiu de l'estret d'Ormuz	Acord nuclear entre els Estats Units i l'Iran Normalització de l'estret d'Ormuz
Sentiment inversor	Raonable, tot i que la incertesa provocarà episodis de volatilitat.	Molt negatiu. Elevada aversió al risc i augment de les primes per termini i per risc.	Positiu. Entorn de <i>risk-on</i> .
Renda fixa sobirana	Moderada pressió a l'alça de les rendibilitats per les polítiques fiscals expansives.	Forta pressió a l'alça de les rendibilitats per la política monetària restrictiva dels bancs centrals i la forta expansió fiscal.	Rendibilitats estables o a la baixa en un context de creixement econòmic favorable.
Renda fixa corporativa	Suport als diferencials de crèdit per la solvència financera empresarial.	Ampliació dels diferencials de crèdit i deteriorament de la qualitat creditícia.	Compressió dels diferencials de crèdit.
Renda variable	Evolució raonable, atesa la continuïtat del creixement dels BPA, l'expansió fiscal i la continuïtat de la temàtica inversora en IA.	Fortes correccions per la incertesa geopolítica, l'augment de la inflació i la política monetària restrictiva dels bancs centrals.	Evolució positiva de la renda variable, especialment de sectors procíclics i de més risc. Acceleració dels BPA.
Divises	Relativa estabilitat del dòlar nord-americà per la moderació de la prima geopolítica.	Apresiasió del dòlar nord-americà per l'efecte refugi.	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 la normalització progressiva del mercat.	Forta alça del cru i altres primeres matèries energètiques. Augment del preu de l'or.	Correcció dels preus energètics i recuperació d'altres primeres matèries. Moderació del dinamisme del preu de l'or.

Pessimista

20 %

Conflicte

- ▶ Caiguda del creixement
- ▶ Pujada de tipus
- ▶ Fiscalitat expansiva i dubtes fiscals
- ▶ Tensió en les condicions financeres

Correcció i *risk-off*

Base

60 %

Acord de mínims

- ▶ Moderació a la zona euro i la Xina; els Estats Units, resilients
- ▶ Neutralitat de la Fed
- ▶ Menys volatilitat i incertesa

Constructiu

Optimista

20 %

Acord nuclear

- ▶ Reducció de la prima geopolítica
- ▶ Moderació de la inflació
- ▶ Recuperació dels ritmes de creixement

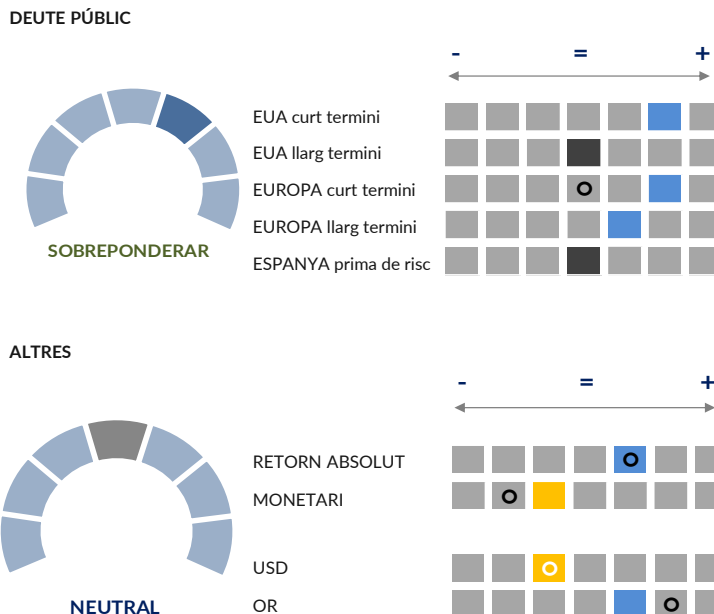
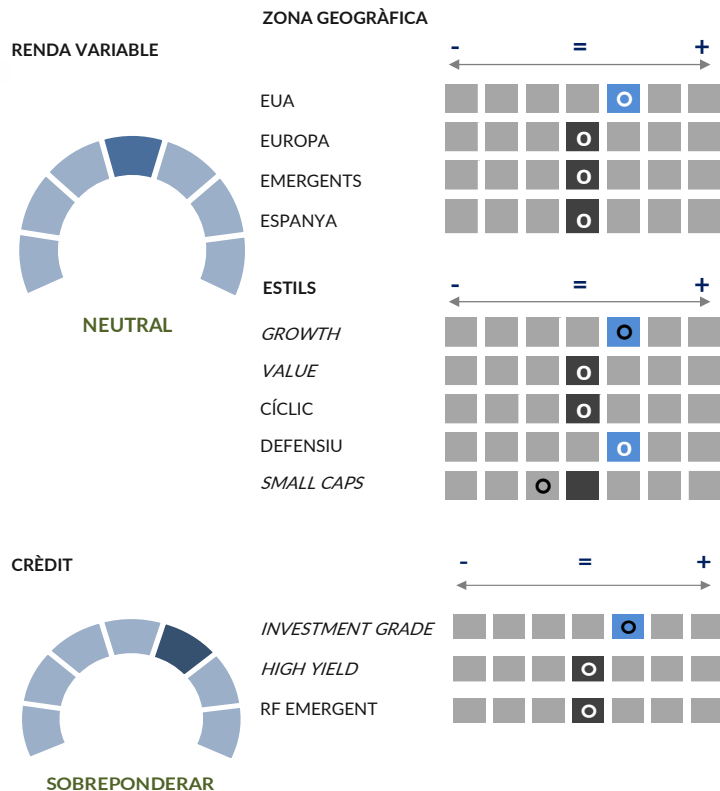
***Risk-on* en actius de risc**

Pressió sobre el deute sobirà	Les corbes de deute sobirà es desplacen amb força a l'alça, especialment en els trams més llargs, en un context d'oferta creixent de deute públic i de primes més elevades davant d'una base compradora més sensible al preu. Els estats reaccionen amb el desplaçament de les emissions cap als trams més curts per reduir el cost financer del deute, tot i que a costa d'augmentar els riscos de refinançament. Davant d'episodis de volatilitat, els tipus d'interès repunten de manera destacada i els emissors sobirans tenen dificultats per col·locar deute, tant el nou com el corresponent als 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 dels 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 llastrarien l'activitat i el cicle econòmic global.
Esdeveniments climàtics	La freqüència i l'impacte creixents dels esdeveniments climàtics extrems generen un augment dels costos públics i privats associats. Els forts increments de les primes d'assegurances per a determinats actius i zones geogràfiques provoquen canvis de valoració (p. ex., caigudes de preus immobiliaris, deute corporatiu i deute públic subnacional). La intervenció pública és costosa però insuficient.
Conflictes armats	Els conflictes bèl·lics poden provocar forts augments dels preus de les primeres matèries, especialment les energètiques. El conflicte entre Ucraïna i Rússia i la intervenció dels Estats Units a Veneçuela tenen el potencial de generar un impacte en el preu del cru i fer que repunti, especialment si les accions i les sancions afecten la infraestructura petroliera o la capacitat dels actors implicats per fer arribar la seva producció als mercats globals.
Computació quàntica	Els desenvolupaments en computació quàntica permeten superar els límits criptogràfics en què es basen les tecnologies de registre distribuït pròpies d'un bon nombre de cryptoactius, inclòs el mateix bitcoin. Això dona lloc a la revaluació dels cryptoactius, fins i tot d'aquells que estan garantits per actius financers segurs (<i>stablecoins</i>), amb implicacions per als actius financers en general.

Crisi del dòlar	La voluntat dels països de reduir la seva vinculació comercial i financera amb els Estats Units i el deteriorament institucional del país contribueixen a la sortida d'inversors dels actius i mercats financers nord-americans. La rotació de carteres suposa una reducció de l'exposició al dòlar nord-americà, fet que provoca una forta depreciació del dòlar i un mal comportament dels actius denominats en dòlars. Malgrat la depreciació del dòlar, les condicions financeres internacionals s'endureixen de manera abrupta.
Valoracions i inversions de les tecnològiques	Les valoracions de les grans companyies tecnològiques , especialment les nord-americanes, 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 per rendibilitzar les inversions previstes. Això pot donar lloc a ajustos marcats en les seves cotitzacions, amb implicacions per al conjunt dels actius de risc als mercats financers, a més de suposar recalibracions abruptes dels plans de <i>capex</i> d'aquestes empreses, que han actuat com a factor de suport a l'activitat econòmica durant els darrers trimestres.
Intermediació financera no bancària	Els mercats financers han experimentat un augment del nombre de participants i de productes no tradicionals, incloent-hi instruments no cotitzats en mercats centralitzats (p. ex., <i>private debt</i> i <i>private equity</i>) i participants no bancaris o subjectes a una regulació menys exigent que la dels participants tradicionals. Aquests mercats i participants es poden veure forçats a liquidacions desordenades en cas d'un enduriment abrupte de les condicions financeres.
Condicions financeres	Els països emergents continuen exposats a l'evolució dels mercats financers tant per al finançament dels seus emissors sobirans com per al de les seves empreses, per la qual cosa un enduriment de les condicions de finançament, especialment en el mercat en dòlars, pot tenir conseqüències especialment rellevants per als països més endeutats o vulnerables.
Criptoactius	Malgrat la regulació i la participació creixents dels inversors tradicionals, aquest àmbit continua sent 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 provocar una pèrdua de confiança en l'univers de cryptoactius i fortes caigudes de les seves cotitzacions, amb un impacte més generalitzat sobre altres infraestructures del sistema financer.

Asset allocation

L'asset allocation reflecteix l'actualització trimestral del nostre posicionament per als pròxims 12 mesos en les diferents classes d'actius financers.



Infraponderar Neutral Sobreponderar ○ Visió prèvia

Resum d'estimacions per al 2026 – 2n semestre

		Geografia	Període	Actual (juny 26)	Tancament de 2026
Economia	Creixement del PIB (Anualitzat)	Estats Units	1T 26	2,6 %	2,3 %
		Zona euro	1T 26	0,8 %	1,1 %
		Espanya	1T 26	2,7 %	2,1 %
	Inflació (Anualitzada)	Estats Units	Maig 26	3,8 %	3,2 %
		Zona euro	Maig 26	3,2 %	2,6 %
		Espanya	Maig 26	3,2 %	3,0 %
Bancs centrals	Tipus <i>Fed funds</i>	Estats Units	Juny 26	3,50 %	3,50-3,75 %
	Tipus de dipòsit del BCE	Zona euro	Juny 26	2,25 %	2,25-2,50 %
Renda fixa	Rendibilitat del deute a 10 anys	Estats Units	Juny 26	4,45 %	4,25-4,50 %
		Alemanya	Juny 26	2,90 %	2,75-3,00 %
		Espanya	Juny 26	3,40 %	3,25-3,50 %
	<i>Spread</i> de crèdit IG	Zona euro	Juny 26	52	50-75
Renda variable	S&P 500	Estats Units	Juny 26	7.450	Sobreponderar
	Euro Stoxx 50	Zona euro	Juny 26	6.100	Neutral
	IBEX 35	Espanya	Juny 26	18.450	Neutral
	MSCI EM	Emergents	Juny 26	1.735	Neutral
Divises	EUR/USD		Juny 26	1,16	1,15-1,20

Estimacions econòmiques (PIB i inflació) basades en previsions de l'FMI (WEO, abril de 2026), del BCE i de la Comissió Europea.

Els mercats financers durant el 1r semestre de 2026

Els mercats emergents i les primeres matèries lideren el comportament dels actius financers.



Comportament dels actius financers durant el 1r semestre de 2026

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
US Treasury Gov. EM	MSCI EM Global HY	Gold Real Estate	Inflation Link. Gold	Real Estate Global HY	MSCI Japan Nasdaq	Real Estate Nasdaq	MSCI Japan Real Estate	US HY Global HY	MSCI China MSCI EM	Gov. EM Gov. Euro	Nasdaq S&P 500	Nasdaq MSCI China	Real Estate Commodities	Commodities Gold	Nasdaq MSCI Japan	Nasdaq Gold	Gold MSCI EM	MSCI EM Commodities
Gov. Euro	MSCI China	Nasdaq	US Treasury	MSCI Japan	S&P 500	Gov. EM	Nasdaq	Commodities	Nasdaq	US Treasury	MSCI Europe	Gold	S&P 500	MSCI Japan	S&P 500	MSCI China	MSCI China	MSCI Japan
Euro IG	US HY	Commodities	EM Sovereign	MSCI China	MSCI Europe	Gov. Euro	MSCI Europe	S&P 500	S&P 500	Euro IG	Real Estate	S&P 500	MSCI Europe	US HY	Global HY	MSCI Japan	MSCI Japan	Nasdaq
Gold	Nasdaq	MSCI EM	US IG	EM Sovereign	US HY	S&P 500	Gov. EM	EM Sovereign	MSCI Japan	US Aggregate	MSCI China	MSCI EM	Nasdaq	MSCI Europe	US HY	MSCI China	Nasdaq	S&P 500
US Aggregate	EM Sovereign	US HY	US Aggregate	Nasdaq	Global HY	Euro IG	Gov. Euro	MSCI EM	Gold	Gold	Gold	Inflation Link.	MSCI Japan	US Treasury	Gold	Global HY	S&P 500	Real Estate
US IG	Real Estate	Global HY	US HY	US HY	MSCI EM	Euro IG	EM Sovereign	Gold	Global HY	US HY	MSCI Japan	Global IG	US HY	Global HY	MSCI Europe	US HY	MSCI Europe	Real Estate
Global IG	MSCI Europe	S&P 500	Global IG	MSCI EM	Euro IG	US IG	Euro IG	Nasdaq	EM Sovereign	US IG	MSCI EM	US IG	Inflation Link.	US Aggregate	EM Sovereign	EM Sovereign	EM Sovereign	Gold
Inflation Link.	Gold	EM Sovereign	Gov. Euro	S&P 500	Gov. Euro	EM Sovereign	US Treasury	US IG	Global IG	Global IG	US IG	US Treasury	Global HY	US IG	Global IG	MSCI Europe	Global HY	Global HY
EM Sovereign	S&P 500	US IG	Gov. EM	MSCI Europe	MSCI China	US Aggregate	US Aggregate	Real Estate	Inflation Link.	Real Estate	US HY	US Aggregate	US HY	US Aggregate	Global IG	MSCI EM	Commodities	Inflation Link.
US HY	Commodities	MSCI Europe	Euro IG	Euro IG	Global IG	US Treasury	US IG	Inflation Link.	US HY	Nasdaq	EM Sovereign	EM Sovereign	US Aggregate	Euro IG	Euro IG	Real Estate	Global IG	US HY
Global HY	US IG	US Aggregate	Global HY	Gov. EM	US IG	MSCI China	S&P 500	Global IG	MSCI Europe	Global HY	Global HY	Global HY	US Treasury	EM Sovereign	Gov. EM	Euro IG	Inflation Link.	EM Sovereign
Commodities	Global IG	US Treasury	S&P 500	Global IG	US Aggregate	MSCI Europe	Global HY	Euro IG	US IG	Inflation Link.	Global IG	MSCI Japan	EM Sovereign	Gov. Euro	Gov. Euro	US IG	US HY	Euro IG
S&P 500	Inflation Link.	Global IG	Nasdaq	Gov. Euro	US Treasury	Inflation Link.	Global IG	Gov. EM	US Aggregate	US Treasury	US Aggregate	EM Sovereign	US Aggregate	Euro IG	Gov. EM	Gov. Euro	US IG	Gov. Euro
Nasdaq	MSCI Japan	Inflation Link.	Real Estate	US IG	Inflation Link.	Global IG	US HY	Gov. Euro	Inflation Link.	S&P 500	Commodities	EM Sovereign	US Aggregate	Global IG	Gov. Euro	US Aggregate	US Aggregate	Gov. Euro
MSCI Japan	Euro IG	MSCI China	MSCI Europe	Inflation Link.	Real Estate	US HY	Inflation Link.	US Aggregate	Commodities	Commodities	Commodities	Gov. Euro	Gov. Euro	MSCI EM	US Aggregate	US Aggregate	US Treasury	US IG
MSCI Europe	US Aggregate	Euro IG	Commodities	Gold	MSCI EM	Global HY	MSCI China	US Treasury	Euro IG	MSCI Europe	Gov. EM	Euro IG	Gov. EM	Real Estate	US Treasury	Global IG	Euro IG	Global IG
Real Estate	Gov. Euro	Gov. Euro	MSCI China	US Aggregate	EM Sovereign	Gold	Gold	MSCI Europe	Gov. Euro	MSCI China	Gov. Euro	Commodities	Gold	Inflation Link.	Real Estate	US Treasury	Gov. Euro	US Aggregate
MSCI China	Gov. EM	Gov. EM	MSCI EM	US Treasury	Commodities	MSCI EM	MSCI EM	MSCI China	Gov. EM	MSCI Japan	MSCI Japan	MSCI Europe	MSCI EM	MSCI China	Commodities	Commodities	Gov. EM	US Treasury
MSCI EM	US Treasury	MSCI Japan	MSCI Japan	Commodities	Gold	Commodities	Commodities	MSCI Japan	Real Estate	MSCI China	Commodities	Real Estate	MSCI China	Nasdaq	MSCI China	Inflation Link.	Real Estate	MSCI China

Font: Bloomberg. Elaboració pròpia. Dades a 30/05/2026.

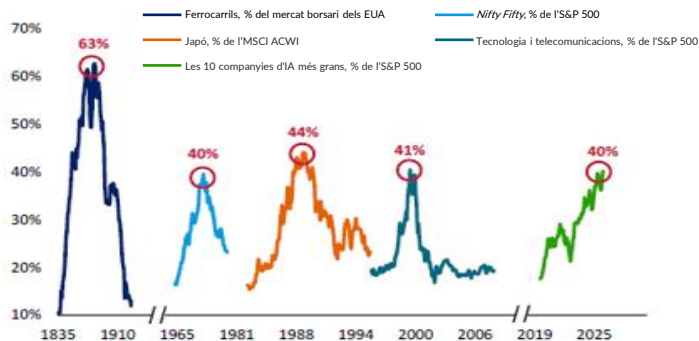
Rendibilitat positiva

Rendibilitat negativa

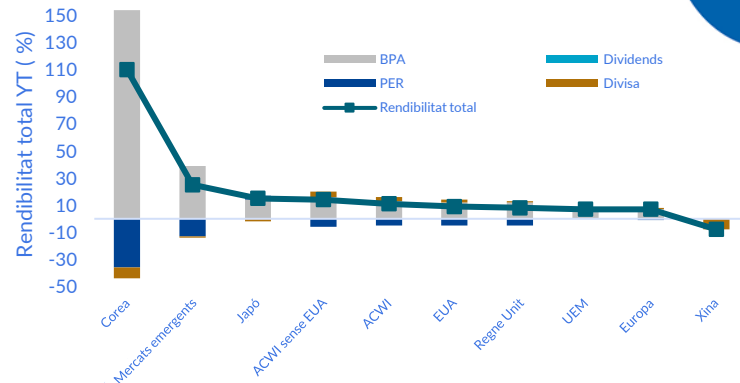
- **Àsia i els mercats emergents lideren les rendibilitats.** La renda variable emergent continua destacant, amb Àsia com a motor principal. Corea i Taiwan sobresurten per la seva exposició als semiconductors, la intel·ligència artificial i les cadenes de subministrament, mentre que el Japó manté una evolució sòlida, sostinguda pels beneficis empresarials i unes dades macroeconòmiques millors del que s'esperava.
- **Les primeres matèries lideren, tot i que amb més volatilitat,** impulsades pel conflicte entre l'Iran i els EUA, per les restriccions d'oferta derivades del tancament de l'estret d'Ormuz i per la demanda estructural vinculada a l'electrificació, els centres de dades i la indústria tecnològica.
- **«Carry is King»** continua sent la idea dominant en renda fixa. El crèdit continua oferint un comportament relatiu millor que el del deute sobirà tradicional gràcies al cupó elevat i a uns fonamentals corporatius encara sòlids.
- ✗ Per la banda negativa, **la Xina i el deute governamental continuen endarrerits.** La feblesa d'alguns indicadors xinesos, la incertesa sobre la inflació i els tipus d'interès expliquen que aquestes àrees es mantinguin endarrerides.

Els mercats financers durant el 1r semestre de 2026

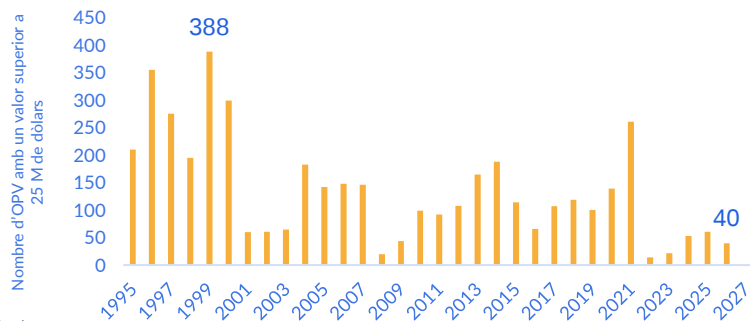
La concentració en els índexs comença a ser extrema



Compressió de múltiples en els índexs globals



Les OPV poden provocar més eufòria en el mercat



La volatilitat del preu del petroli afegeix pressió a l'escenari global



Temes d'inversió

Eleccions de mig mandat als Estats Units: la clau per a la segona part de Trump 2.0

Trump i el Partit Republicà arriben a la contesa electoral amb la popularitat en mínims.

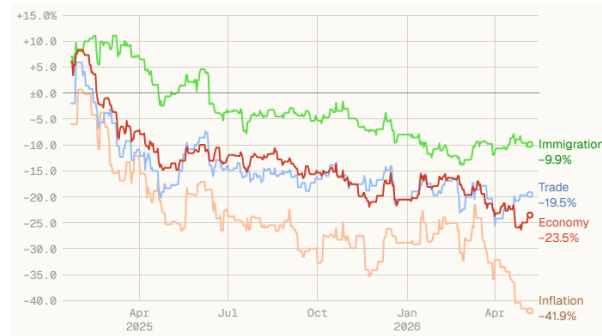
El 3 de novembre es renovaran la Cambra de Representants i un terç del Senat.

Els conflictes sobre el redibuix dels districtes electorals en diversos estats (*gerrymandering*) estan centrant l'atenció política. Tots dos partits busquen mapes electorals més favorables per si mateixos i els casos s'estan discutint davant dels tribunals suprems estatals i del federal.

Una victòria que donés el control de les dues cambres al Partit Demòcrata suposaria un **fre a l'agenda de l'Administració Trump**. En aquesta primera part del seu mandat, Trump ha actuat sense obtenir l'aprovació del Congrés, fins i tot en aspectes considerats competència d'aquest (per exemple, s'ha evitat qualificar de «guerra» el conflicte amb l'Iran, ja que això requereix l'aprovació del Congrés). **Un procés d'impeachment sembla llunyà**, atesa la necessitat d'una majoria de dos terços al Senat i l'elevada fidelitat demostrada pels representants del Partit Republicà durant el segon mandat de Trump.

Un Congrés de majoria demòcrata faria que el poder legislatiu tingués un paper més rellevant en aspectes com els conflictes exteriors, els aranzels i la política fiscal, i obligaria el poder executiu a obtenir la seva autorització per iniciar noves accions de política comercial i per gestionar el pressupost públic.

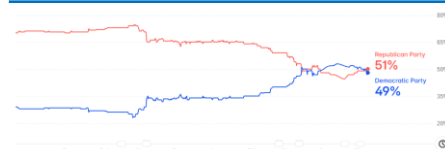
Impopularitat de Trump: fortaleces que ara són debilitats



Els demòcrates poden controlar les dues cambres legislatives



Cambra de
Representants



Senat

Fonts: Silver Bulletin i Polymarket.

Iran: la durada serà clau per determinar-ne l'impacte, moderat fins ara

El conflicte ha resultat excessivament costós en el pla polític (popularitat) i en l'econòmic per als Estats Units.



El conflicte amb l'Iran ha suposat un error de càlcul per part dels Estats Units i d'Israel.

La resistència més gran mostrada pel país persa, inclòs el control del trànsit a l'estret d'Ormuz, ha donat lloc a un xoc d'oferta global pel seu impacte en els fluxos i en el preu del petroli i d'altres primeres matèries. Des del punt de vista macroeconòmic, el llast per a l'activitat i l'impuls a la inflació dependran del temps que es prolongui el conflicte i de l'augment del preu del petroli.

El principal risc de la treva de mitjan juny rau en la seva implementació.

L'acord preveu uns termes relativament favorables per a l'Iran (aixecament de les sancions financeres i petrolieres i un llenguatge que sembla atorgar-li control parcial sobre el trànsit a l'estret d'Ormuz) i requereix la fi de les hostilitats en tots els escenaris, inclòs el Líban, on Israel ha continuat duent a terme operacions militars.

Els Estats Units buscaran donar per tancat el conflicte amb un acord de mínims sobre el programa nuclear iranià, que pot incloure la destrucció o dilució de la qualitat del programa fins a nivells per sota del grau militar i més propis de la generació elèctrica. Trump buscarà evitar nous augments del preu de l'energia que provoquin repunts de la inflació i dels tipus d'interès i que puguin llstar la seva popularitat amb vista a les eleccions de mig mandat.

El preu del petroli s'ha moderat, però continua elevat



La gasolina s'ha encarit



Fonts: Trading Economics i FRED.

Estats Units: renúncia i pèrdua de l'hegemonia global

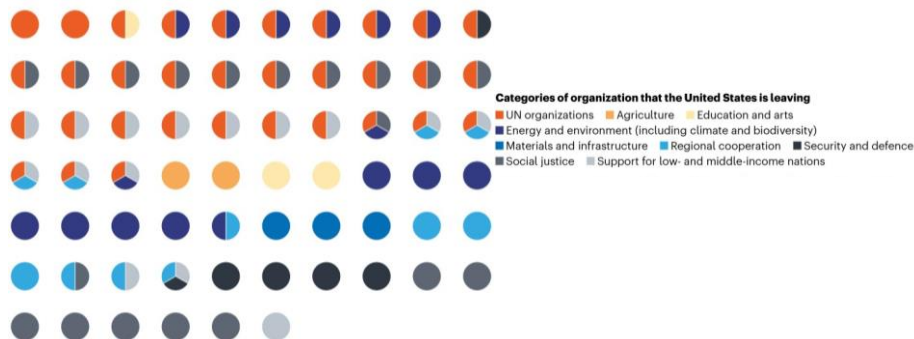
La tendència no és nova i ja es pot identificar des del mandat d'Obama, però Trump actua com a accelerador.

El conflicte amb l'Iran ha confirmat la supremacia militar dels Estats Units, però, ahora, també ha evidenciat la seva retirada com a líder hegemònic global. Aquesta posició requereix la provisió de béns públics globals (defensa, arquitectura institucional, etc.), cosa que inclou la defensa de les rutes comercials, una funció que els Estats Units no han estat capaços d'exercir. Una política de comunicació erràtica i crítica amb els aliats tradicionals ha provocat que les peticions d'ajuda, incloses les adreçades a l'OTAN i l'ONU, no hagin rebut una resposta adequada.

En l'àmbit global, **la pèrdua d'influència dels Estats Units afavorirà l'ascens de noves aliances** comercials, econòmiques i militars entre antics aliats. La Xina es perfila com un garant de l'ordre internacional i del respecte als acords.

La rivalitat estratègica dels Estats Units amb la Xina ha quedat condicionada per l'estil Trump. Davant la dificultat de desacoblar l'economia dels Estats Units de la Xina a curt termini, Trump ha optat per una estratègia selectiva de concessions mútues. La Xina pot oferir elements clau des del punt de vista econòmic (com la venda de terres rares necessàries per a les indústries d'alta tecnologia) i des del punt de vista polític (com la compra de productes agrícoles). A canvi, la Xina busca obtenir accés al disseny de xips dels Estats Units i, en el pla polític, una posició menys procliu a la defensa de la independència de Taiwan.

Els Estats Units abandonen les institucions multilaterals



Una estratègia política erràtica i contradictòria



Donald Trump warns NATO over failing to help US in Iran



Fonts: *The New York Times* i altres mitjans.

La Fed sota Warsh: pendent de la relació amb la Casa Blanca

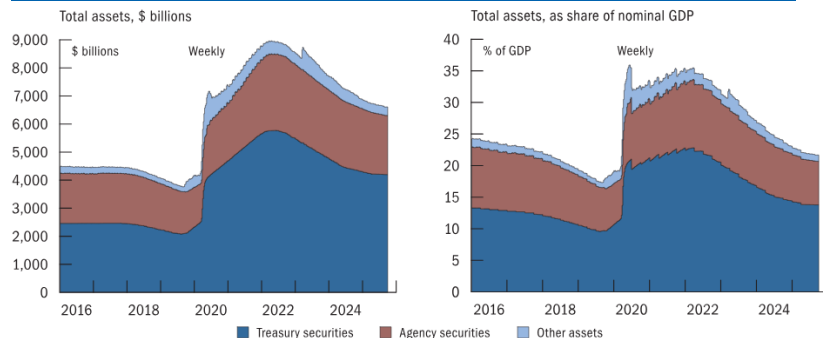
Warsh és proper als postulats de Trump, tot i que ha insistit en la seva voluntat de defensar la independència de la Fed.

Després de superar les votacions corresponents al Senat, **Kevin Warsh va ser nomenat president de la Fed**, en substitució del president sortint, Jerome Powell. Les tres àrees prioritàries de Warsh durant el seu mandat seran:

1. Un **nou règim de comunicació** que afavoreixi una predictibilitat més gran de la política i una dependència més baixa de les dades.
2. **Canvi de la mesura d'inflació objectiu**, del deflactor subjacent del consum privat a una mesura ponderada d'inflació que elimini els moviments més extrems.
3. **Reducció del balanç de la Fed.**

L'autèntic repte de Kevin Warsh serà la defensa de la independència de la Fed respecte a la influència política de la Casa Blanca, un compromís que ell mateix ha reiterat, tot i trobar-se ideològicament proper a Trump, que l'ha nomenat. A curt termini, una taxa d'inflació molt per sobre de l'objectiu de la Fed, que suggeriria la necessitat de pujades del tipus rector, **pot ser objecte de crítiques i pressions per part del mateix Trump**. A més llarg termini, la política d'expansió fiscal seguida per Trump –i per altres executius– suposa un repte per **limitar la dominància fiscal** (és a dir, la supeditació de la política monetària a la fiscal) i preservar la independència de la Fed.

Abans de Warsh, el balanç de la Fed havia frenat la caiguda



Reducció dràstica del comunicat posterior a la reunió de la Fed



Fonts: Fed i Semafor.

Aranzels: necessàriament sectorials i més baixos

Les noves pressions polítiques per ajustar els aranzels mantindran elevada la incertesa sobre la política comercial.

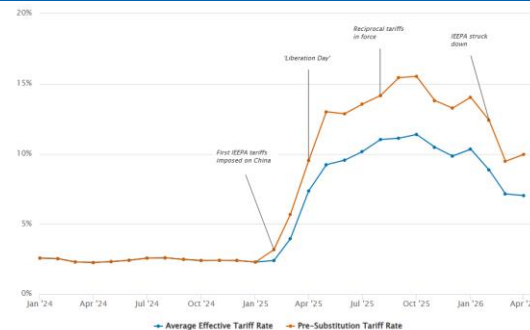
Als EUA, els aranzels imposats a l'empara de la legislació IEEPA —els anunciats el Liberation Day— van ser suspesos pel Tribunal Suprem. Això també impedeix els aranzels específics per país sense una investigació prèvia, fet que en limita l'ús com a amenaça, una opció molt habitual per part del president Trump. La devolució dels aranzels recaptats i la pèrdua d'ingressos futurs suposen un repte per als comptes públics, especialment després de l'aprovació i la pròrroga de mesures d'expansió fiscal, el finançament de les quals depenia dels ingressos per aranzels.

En resposta a la suspensió, l'Administració Trump va anunciar un aranzel universal del 10 %, que pretenia elevar al 15 %. Aquest aranzel venç el juliol de 2026 i la seva pròrroga depèn de l'aprovació per part de la Cambra de Representants, que està en dubte.

L'Administració també ha iniciat investigacions sobre la possible imposició d'aranzels sectorials que afectarien la UE, la Xina i altres països asiàtics per possibles excessos de capacitat industrial, i un grup més ampli de països per l'ús de treball forçat en la producció.

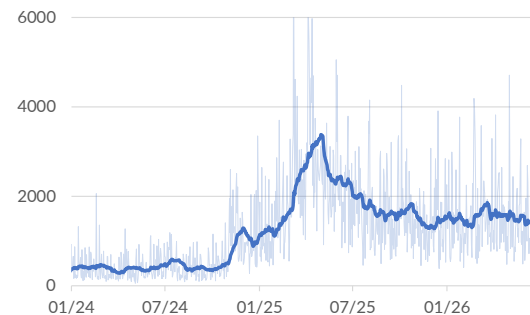
Cal destacar que el Govern Trump ha adoptat una visió més pragmàtica sobre els aranzels: elimina quotes i redueix les taxes sobre certs productes subjectes a pressions sobre els preus o amb una càrrega política rellevant (p. ex., la vedella).

L'aranzel mitjà efectiu s'allunya dels màxims



Aranzel mitjà dels Estats Units

Incertesa elevada, tot i que lluny del Liberation Day



Índex diari d'incertesa sobre la política comercial

Fons: Penn i Trade Uncertainty.

Dòlar: un lideratge reticent sostingut per la manca d'alternatives clares

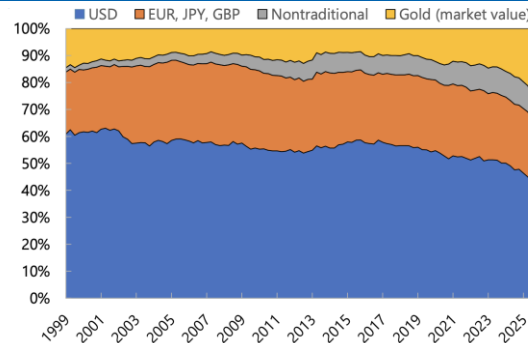
Les transicions entre divises de referència en el sistema financer internacional són lentes, complexes i graduals.

El dòlar es manté com la divisa central del sistema financer global i dels mercats financers. No obstant això, la seva supremacia mostra esquerdes en àmbits com les reserves internacionals, en què el seu pes s'ha reduït de manera significativa. L'ús d'eines financeres com a element de pressió per part dels Estats Units en resposta a conflictes geopolítics representa un risc que els països busquen evitar mitjançant inversions i l'ús de sistemes alternatius. Per exemple, arran de la invasió russa d'Ucraïna, es van bloquejar l'accés d'alguns bancs russos al sistema SWIFT, es van congelar fins a 300.000 milions de dòlars en reserves russes i es va limitar l'accés dels actius russos als mercats financers dels Estats Units.

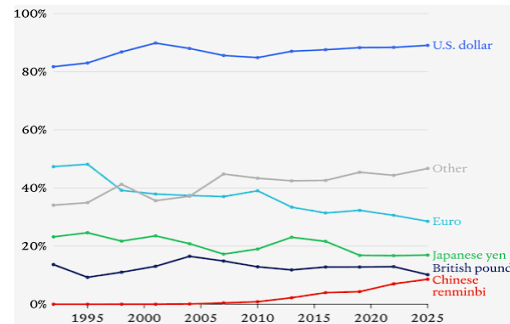
Les alternatives són imperfectes: (i) l'euro, per la fragmentació dels seus mercats de capitals; (ii) el iuan, per la manca de convertibilitat del seu compte financer; (iii) l'or, que ha guanyat atractiu en les reserves internacionals, però no té prou profunditat; i (iv) el ien, el dòlar canadenc i el dòlar australià, que tampoc no tenen mercats prou profunds.

Tot i que la profunditat dels mercats financers als Estats Units assegura el seu **rol com a actiu refugi** en moments d'avversió al risc, **la diversificació fora del dòlar constituirà un llast estructural per a la seva cotització** en els mercats financers. Aquest llast s'afegeix a altres factors: (i) els seus elevats dèficits fiscal i exterior; (ii) un deute públic creixent; i (iii) els dubtes sobre la credibilitat institucional (Fed, aranzels, etc.).

El dòlar perd pes en les reserves internacionals...



...però manté el seu pes en els mercats de divises



Fons: BIS i X.

Mercats privats de deute: una nova manifestació del risc financer

Un volum creixent de finançament empresarial s'estructura fora dels mercats financers i del sistema bancari.



Un nombre creixent d'organismes supervisors i reguladors adverteix de l'**acumulació de riscos que poden comportar els mercats de crèdit privat (*private credit*)**. Aquests mercats constitueixen una amalgama de modalitats de préstec, entre les quals s'inclouen el préstec directe i el canalitzat a través d'empreses, amb diferents graus de qualitat creditícia i d'ordre de prelació.

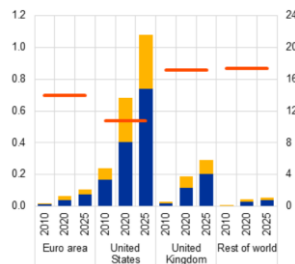
Les preocupacions se centren en la possibilitat d'un **augment de les taxes de morositat dels préstecs i de possibles tensions de liquiditat** en un producte caracteritzat per polítiques que limiten els reemborsaments anticipats i, per tant, la seva liquiditat, especialment en moments d'augment de l'aversion al risc. Tres factors accentuen aquesta preocupació: (i) la concentració de préstecs en el sector del programari; (ii) l'exposició creixent dels inversors minoristes, que han entrat en aquesta classe d'actiu en els darrers anys; i (iii) la sensibilitat a la liquiditat limitada de l'instrument.

El crèdit privat és la manifestació més recent del que s'ha denominat *shadow banking* o intermediació financera no bancària, generalment caracteritzada per estàndards de concessió més laxos i estàndards reguladors menys exigents que els aplicables als préstecs procedents de la banca tradicional. Un enduriment de les condicions i dels estàndards de crèdit sembla probable, tot i que això pot repercutir negativament en la rendibilitat i l'atractiu del producte.

Augment dels actius sota gestió... i dels reemborsaments

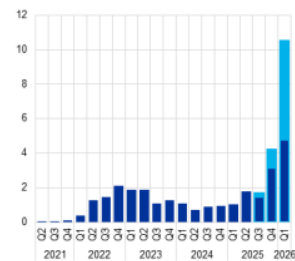
(2010-25: € trillions, percentages)

■ Net asset value
■ Dry powder
■ Annualised growth rate (right-hand scale)

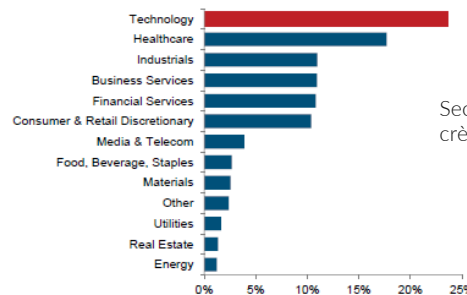


(Q2 2021-Q1 2026, percentages of net asset value)

■ Amounts honoured
■ Redemption requests



El sector tecnològic concentra l'activitat del crèdit privat



Sectors d'activitat del crèdit privat

Source: Cliffwater, Goldman Sachs GIR.

Fonts: Comissió Europea i Goldman Sachs.

IA: disrupció sectorial amb diversos canals d'impacte macroeconòmic

Ara per ara, l'impacte s'ha centrat en la inversió i en sectors concrets en què es qüestiona el model de negoci.

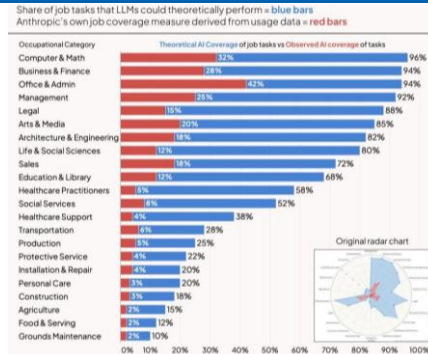


La IA, en totes les seves variants (general, agentiva, etc.), està afectant els models de negoci, l'ocupació i el conjunt de l'economia. Les capacitats dels nous models semblen créixer a un ritme accelerat i el seu impacte ha estat substancial, especialment en sectors concrets. Els avenços en els models i en la capacitat de computació, així com les seves noves capacitats, poden revolucionar els models de negoci, especialment en el sector serveis.

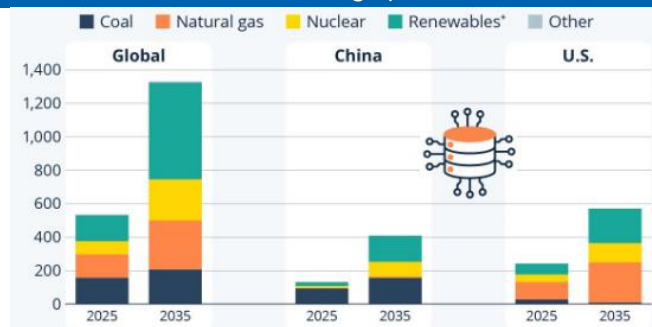
Als Estats Units, que va per davant d'Europa i altres economies desenvolupades, l'impacte de la IA s'aprecia en la inversió en programari i components, que ha actuat com a suport a l'activitat econòmica en compensar la feblesa de la inversió empresarial i residencial. L'impacte en la productivitat es produirà a mitjà termini, mentre que, a curt termini, l'activitat, l'ocupació i els beneficis empresarials es poden veure castigats en els sectors afectats per l'efecte disruptiu.

El factor limitant del desplegament de la IA pot ser el consum energètic, tant per la disponibilitat d'energia com per l'impacte que l'augment de la demanda pot tenir sobre els preus i, per extensió, sobre la competitivitat de les empreses i els pressupostos de les llars. Aquest darrer factor serveix de justificació per a les restriccions a la construcció de nous centres de dades en alguns països europeus i estats nord-americans.

Tasques substituïbles i substituïdes per la IA per ocupació



D'on s'obtindrà l'energia per als centres de dades?



Demanda i subministrament d'electricitat per a centres de dades.

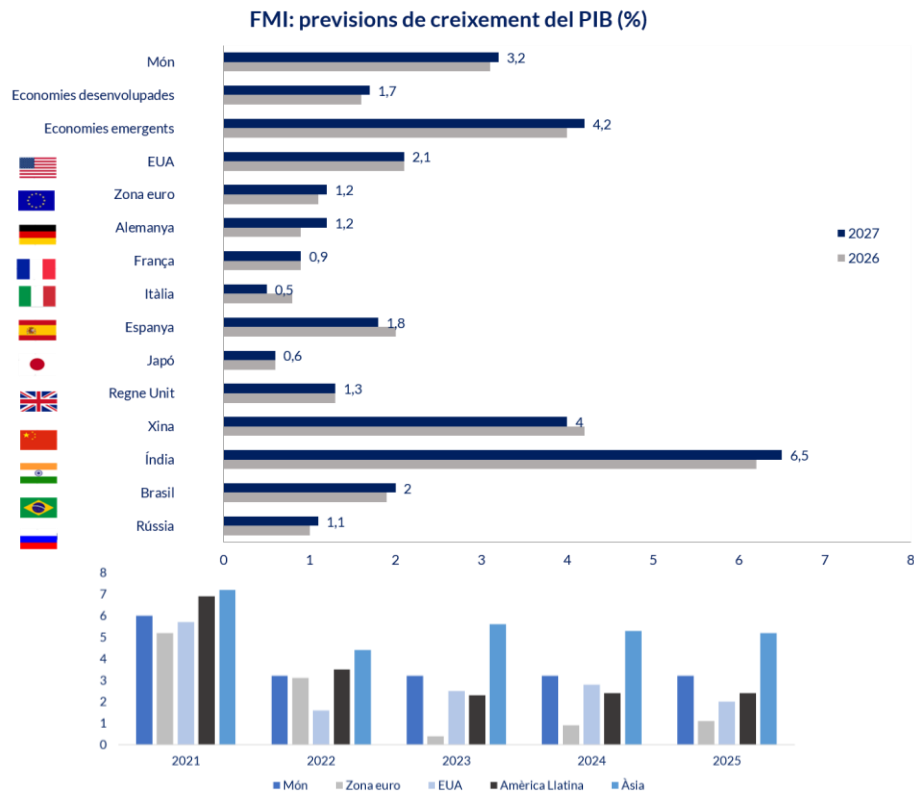
Fonts: Anthropic i Statista.

Anàlisi econòmica

Economia mundial 2026–2027

FMI: expectatives de creixement del PIB 2026–2027 (previsions d'abril de 2026).

Les estimacions es basen en l'anàlisi del *World Economic Outlook* de l'FMI d'abril de 2026. Més incertesa, menys creixement: l'economia mundial resisteix, però les tensions comercials i financeres refreden les perspectives globals.



Font: FMI, WEO, abril de 2026.



Inflació: nou risc a l'alça provocat per la guerra a l'Orient Mitjà

Previsió de pressions inflacionàries a mitjà i llarg termini, pendents de l'impacte de la IA.

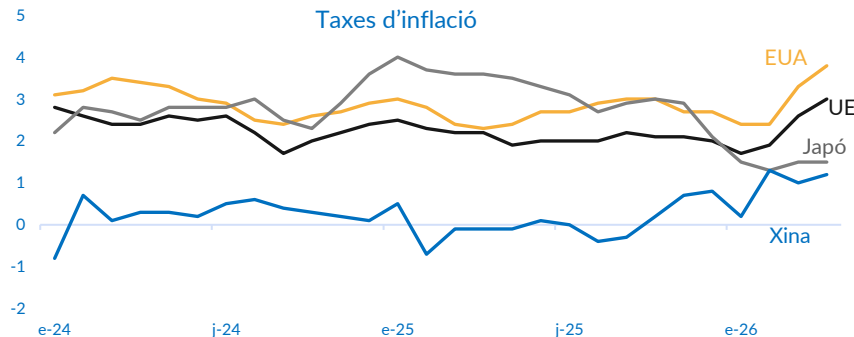
Amb un **horitzó a mitjà i llarg termini**, hi ha diferents tendències estructurals que apunten a **nivells d'inflació més elevats**:

- Els aranzels imposats pels EUA.
- Les polítiques migratòries i l'envelliment de la població, que redueixen l'oferta laboral i pressionen els mercats laborals.
- La fragmentació internacional, que porta les empreses a relocalitzar els seus centres de producció.
- La transició cap a una economia descarbonitzada.

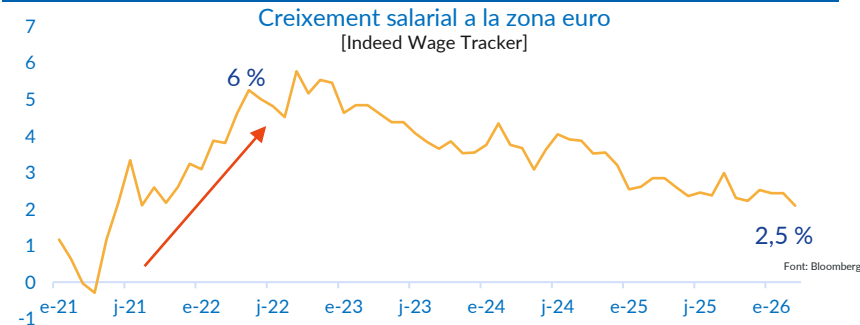
El **conflicte a l'Orient Mitjà** i, especialment, el tancament de l'estret d'Ormuz s'han traduït en un augment important dels preus energètics que ja impacten en les xifres d'inflació dels últims mesos. L'augment del cost dels fertilitzants suposa, a més, un risc per als preus alimentaris a mitjà termini. Si es mantenen les tensions en els preus, hi ha el risc d'efectes de segona ronda a través d'augmentos salarials en els pròxims anys.

La **intel·ligència artificial** podria convertir-se en una **força desinflationària** en augmentar la productivitat i reduir els costos de producció en nombrosos sectors. L'automatització de tasques i l'optimització de processos permeten produir més amb els mateixos recursos. A més, la IA pot millorar l'eficiència de les cadenes de subministrament i reduir ineficiències operatives.

1r semestre de 2026: repunt de la inflació pels preus de l'energia



Tensió salarial molt diferent de la de 2022



Economia: Estats Units

L'activitat manté una base relativament sòlida, però afronta una pèrdua gradual d'impuls, amb pressions sobre els preus encara presents i un mercat laboral que, tot i que encara mostra fortalesa, tendirà a una normalització progressiva durant el 2026.

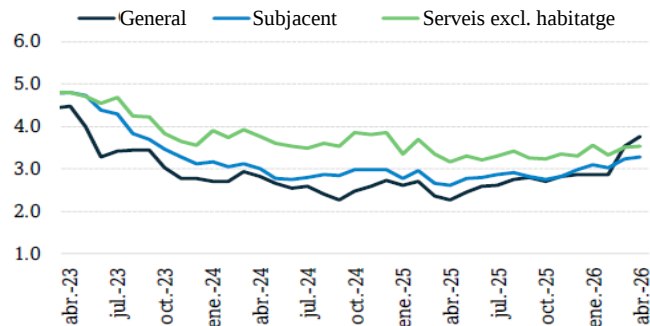
L'economia nord-americana manté una trajectòria de **creixement moderat**, sostinguda principalment per la fortalesa del consum privat i la resiliència de la demanda interna. No obstant això, l'activitat mostra una **certa desacceleració** respecte als ritmes observats en exercicis anteriors, en un entorn caracteritzat per una elevada incertesa econòmica i comercial.

En matèria de preus, **la inflació** es manté per sobre de l'objectiu de la Reserva Federal, tot i que significativament per sota dels màxims assolits en anys anteriors. L'evolució recent reflecteix avenços en el procés de desinflació, si bé alguns components, especialment els vinculats als serveis, continuen mostrant una persistència més gran.

Per la seva banda, **el mercat laboral** manté una notable fortalesa. La taxa d'atur es manté en nivells reduïts i la creació d'ocupació continua sent positiva, tot i que més moderada que en exercicis anteriors. Així mateix, els salaris continuen creixent a un ritme relativament sòlid, sense senyals de pressions addicionals que apuntin a un reescalfament significatiu del mercat laboral.

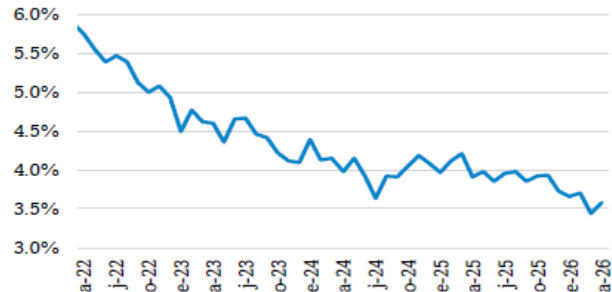
De cara al 2026, les previsions apunten a **una moderació addicional** del creixement econòmic, en un context de menys dinamisme de la demanda i de persistència d'algunes pressions inflacionistes. Tot i això, el mercat laboral continuaria mostrant capacitat de resistència, si bé amb una normalització progressiva de les condicions d'ocupació.

Inflació: general, subjacent i serveis (% interanual; PCE)



Font: AFI i Macrobond.

Salariis (% interanual)



Font: AFI.

Economia: Xina

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



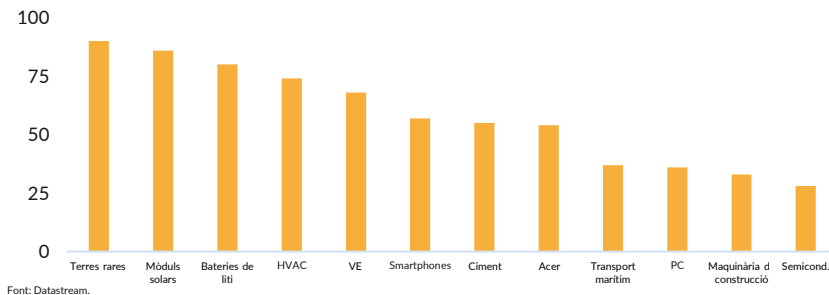
L'economia xinesa continua avançant a dues velocitats. Mentre que l'economia tradicional continua condicionada per la feblesa immobiliària i una demanda interna encara moderada, se'n comencen a observar alguns **senyals d'estabilització**, amb les transaccions d'habitatge de segona mà a Shanghai **prop dels màxims dels darrers deu anys**. Alhora, la fortalesa del sector industrial i de les exportacions continua sostenint el creixement econòmic.

En aquest context, la Xina ha presentat oficialment el seu **XV Pla Quinquennal (2026-2030)**, que fixa un objectiu de **creixement del PIB del 4,5-5 %** i situa l'enfortiment del **consum domèstic com una prioritat estratègica** per reduir progressivament la dependència de la inversió i de les exportacions.

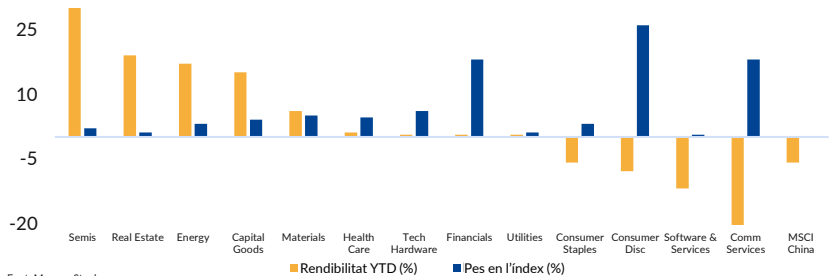
Paral·lelament, la Xina manté **una posició estratègica única** gràcies al seu **lideratge en el processament de primeres matèries crítiques** com les terres rares, el grafit o el liti, fonamentals per a indústries com els semiconductors, la intel·ligència artificial i els vehicles elèctrics.

El mercat xinès ofereix oportunitats atractives en sectors vinculats a la **tecnologia, els semiconductors, la salut i la manufactura avançada**, que registren millors rendibilitats i revisions de beneficis que el conjunt del mercat. No obstant això, aquestes companyies continuen tenint **un pes reduït en l'índex xinès**. L'impuls de l'autosuficiència tecnològica podria augmentar la rellevància d'aquests sectors en el mercat xinès.

Les dècades d'inversió de la Xina en infraestructures energètiques alternatives i en autosuficiència comencen a donar fruits.



Els sectors menys representats a l'índex són els que han liderat les rendibilitats des del començament d'any.



Economia: zona euro

Possibilitat d'una certa reactivació de l'economia europea gràcies a l'impuls fiscal i a les inversions en energia.

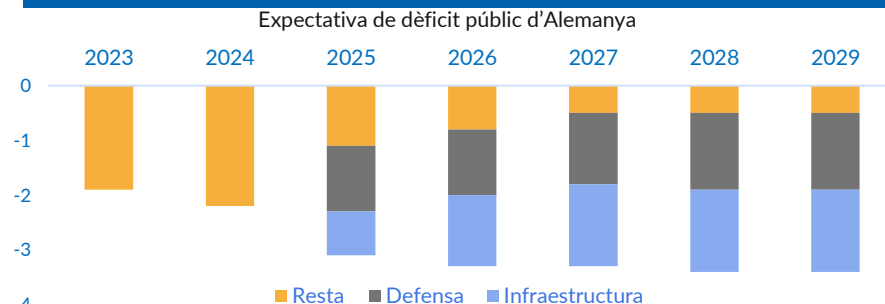
Després d'uns anys de baix creixement, provocat per conflictes bèl·lics, tensions geopolítiques i comercials, **les expectatives per al 2026-2027 es mantenen moderadament optimistes**, encara que l'impacte de la guerra a l'Orient Mitjà ha endarrerit la recuperació esperada.

Tot i que no s'espera una forta acceleració del dinamisme econòmic i Europa té reptes estructurals importants, sí que creiem que **l'impuls fiscal a Alemanya** (i en alguns altres països) i els acords en la generació i la distribució d'energia poden **tenir un impacte positiu** en l'economia de la zona euro.

A Alemanya, l'esforç en matèria d'inversió en seguretat i defensa ja mostra una tendència creixent el 2026. A més, **la descarbonització de la indústria alemanya és una prioritat europea**. Alemanya podria importar un milió de tones anuals d'hidrogen el 2035 i fins a 1,6 milions de tones el 2040.

Aquesta demanda d'Alemanya es pot cobrir amb l'entrada en funcionament del projecte comú BarMar. Es tracta d'una **societat de projecte impulsada pels operadors de xarxa francesos i espanyols**, Natran, Teréga i Enagás. Està dedicada al desenvolupament i l'explotació d'un gasoducte que unirà Barcelona amb Marsella amb la finalitat de transportar hidrogen verd generat a la península Ibèrica mitjançant energies renovables i distribuït des de França a la resta d'Europa. **Som a l'inici de la materialització de grans aliances a Europa en àmbits crítics.**

Expectatives d'impuls fiscal a Alemanya centrades en infraestructures, energies renovables i defensa



Acords en matèria d'autosuficiència energètica a Europa



Economia: Espanya

El dinamisme econòmic es moderarà, tot i que es mantindrà per sobre del de la zona euro, amb senyals de diversificació.

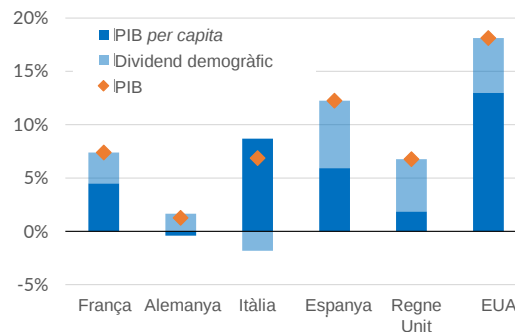


Espanya continuarà creixent per sobre del conjunt de la zona euro, tot i que el seu creixement es moderarà per la reducció dels fluxos d'immigració, que condicionarà una desacceleració de l'augment de la població activa. En termes de productivitat, l'economia es veurà impulsada per un cert efecte d'arrossegament del dinamisme més gran de la zona euro i de la inversió, així com per la rotació de la inversió i de l'ocupació cap a sectors de més productivitat, com el tecnològic.

El mercat laboral ha mantingut un notable dinamisme des del punt de vista quantitatiu (forta creació d'ocupació i reducció de la taxa d'atur) i qualitatiu (reducció de la temporalitat). Aquest darrer factor donarà continuïtat als incentius a la formació dels treballadors, fet que permetrà augmentar la formació ocupacional i, en última instància, la productivitat.

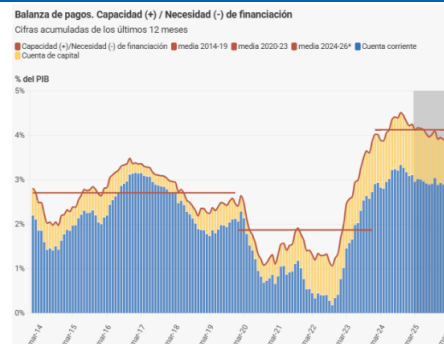
El sector exterior es pot mantenir com a suport a l'activitat gràcies a l'aportació d'una base productiva cada vegada més diversificada, que inclou els serveis no turístics (consultoria, finances, tecnologia, etc.). Això permetrà compensar l'impuls més baix del sector turístic, amb una certa desacceleració de les arribades, en un context marcat per l'evidència creixent de límits físics i socials a les noves arribades.

El dividend demogràfic explica la major part del creixement



Creixement del PIB entre el 2018 i el 2025

Espanya consolida la capacitat de finançament exterior



Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament (% del PIB)

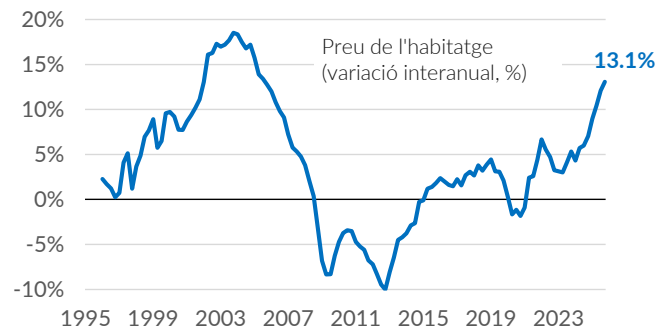
El sector immobiliari viu un desajust profund entre oferta i demanda i requereix una combinació adequada de polítiques públiques.

El mercat immobiliari ha estat marcat pel desajust entre una demanda dinàmica i una oferta inelàstica, fet que ha donat lloc a un dèficit elevat (el Banc d'Espanya l'estima en 750.000 habitatges) que ha provocat un fort dinamisme dels preus, tot i que sense les dinàmiques pròpies d'una bombolla com en episodis anteriors. Arran d'això, **l'habitatge s'ha convertit en el principal problema social** i la seva rellevància creixent està donant lloc a noves polítiques públiques per afavorir l'accés a l'habitatge.

D'ara endavant, **la demanda d'habitatge moderarà el seu creixement** a partir dels preus més elevats, un finançament més restrictiu i un ritme més baix de formació de llars per la reducció de la immigració. El mercat pot buscar noves solucions d'habitatge, com el *coliving* o l'habitatge cooperatiu.

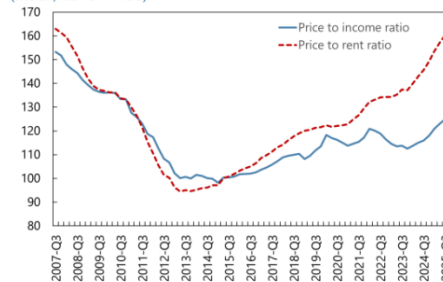
L'oferta reaccionarà a partir de la iniciativa privada i també d'iniciatives públiques com el programa «Espanya Creix», el desplegament del qual pot compensar la caiguda de la inversió procedent dels programes de fons europeus Next Generation EU i del Fons de Recuperació i Resiliència. El programa busca **mobilitzar fins a 120.000 milions d'euros amb participació publicoprivada** en capital destinat al sector immobiliari. Amb tot, l'activitat del sector de la construcció es recuperarà des dels seus mínims actuals, tot i que es mantindrà lluny dels nivells assolits a principis dels 2000.

El preu de l'habitatge creix a nivells de dos dígit

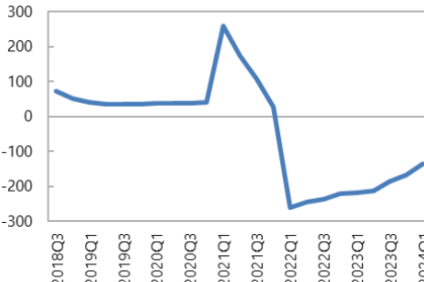


Tensió en l'accés per la manca d'oferta

Price-to-income and Price-to-rent Ratios
(Index, 2015 = 100)



Supply Shortage 1/
(Thousands of units, rolling 4-quarter sum)



Economies emergents

La tecnologia, el dòlar feble i les retallades de tipus sostenen el lideratge dels països emergents.

Els mercats emergents han començat el 2026 amb un **comportament clarament positiu**, sostinguts per un entorn financer més favorable i per la **rotació global cap a actius no estatunidencs**.

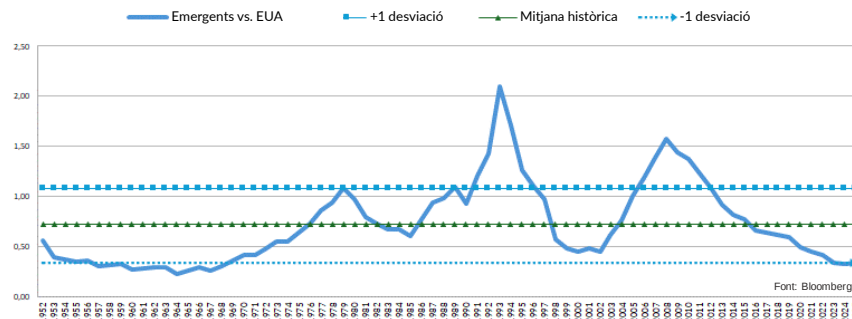
La feblesa del dòlar i la millora dels fluxos cap al deute local, les divises i la renda variable emergent han reforçat l'atractiu relatiu d'aquests actius.

El **lideratge s'ha concentrat a l'Àsia**, especialment en els mercats més exposats al cicle tecnològic. La fortalesa de les exportacions tecnològiques ha compensat parcialment l'impacte dels aranzels i ha permès que aquestes economies mantinguin un diferencial de creixement positiu respecte d'altres regions emergents.

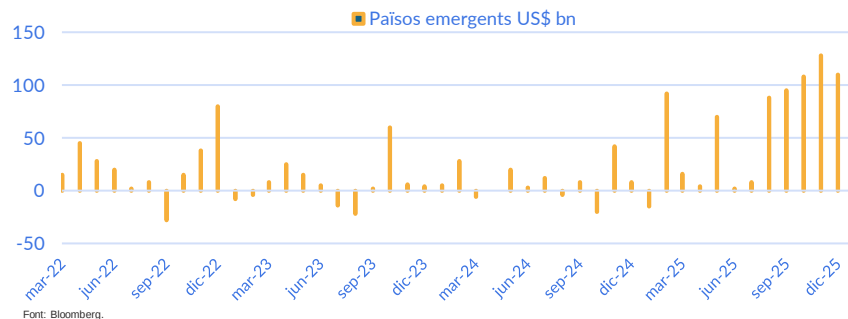
Per contra, les economies menys vinculades a la cadena de valor de la IA han mostrat una evolució més irregular. L'augment de les tensions comercials, la incertesa reguladora i l'encariment d'alguns costos energètics han limitat la millora en països més dependents de primeres matèries, de les importacions d'energia o del finançament extern.

En conjunt, el 2026 està confirmant uns **mercats emergents a dues velocitats**. L'Àsia i els països integrats en semiconductors, IA i electrònica lideren el creixement i les rendibilitats, mentre que les economies amb una exposició tecnològica més baixa **avancen de manera més moderada** i continuen condicionades pels aranzels, la divisa, l'energia i els costos financers.

Els països emergents cotitzen amb un descompte històric respecte dels EUA



Els fluxos mostren una clara recuperació



Anàlisi financera

Política monetària

El xoc d'oferta derivat del conflicte amb l'Iran obliga els bancs centrals a prioritzar la credibilitat davant del suport al cycle.



Projeccions de creixement i inflació per a la zona euro

(taxes de variació interanual)

		Març de 2026: escenari de referència	Juny de 2026: escenari de referència i escenaris alternatius			
			Escenari de referència	Escenari moderat	Escenari advers	Escenari sever
PIB real	2025	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
	2026	0,9	0,8	0,8	0,7	0,5
	2027	1,3	1,2	1,4	0,9	0,4
	2028	1,4	1,5	1,6	1,5	1,6
IAPC	2025	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
	2026	2,6	3,0	2,9	3,3	4,0
	2027	2,0	2,3	1,8	3,0	5,3
	2028	2,1	2,0	1,8	2,3	3,0
IAPC, exclosos l'energia i els aliments	2025	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
	2026	2,3	2,5	2,4	2,5	2,5
	2027	2,2	2,5	2,3	2,7	3,8
	2028	2,1	2,2	2,1	2,3	2,9

Font: ECB.

Previsions per a finals del 2026

Tipus Fed:  3,50-3,75 %

Tipus BCE:  2,25-2,50 %

La política monetària afronta la segona meitat del 2026 condicionada per un **canvi rellevant en la naturalesa del risc macroeconòmic**. El conflicte a l'Iran i les tensions sobre els fluxos energètics han provocat un xoc d'oferta que ha elevat els costos de producció, ha tensat les cadenes de subministrament i ha frenat la convergència de la inflació cap als objectius dels bancs centrals. Davant aquest **xoc d'oferta**, el marge d'actuació és més limitat: una relaxació massa primerenca de les condicions financeres podria accelerar la pèrdua d'ancoratge de les expectatives i obligar posteriorment a una resposta més agressiva. Per això, els bancs centrals tendiran a mantenir una funció de reacció **prudent**, fins i tot si el creixement es modera.

Previsions de la Fed per a les principals variables macroeconòmiques

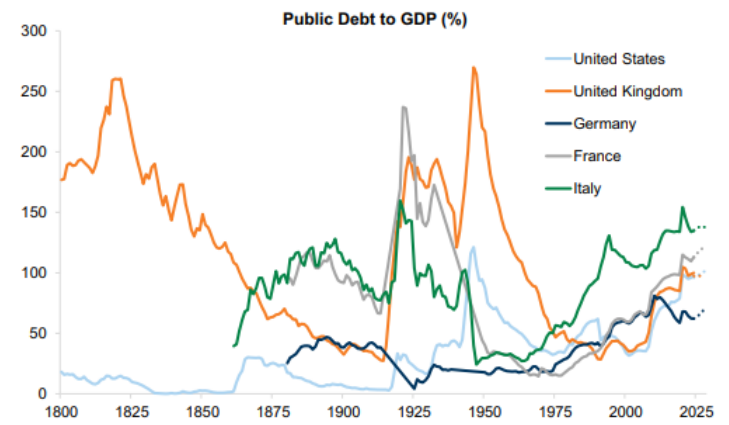
Font: AFI i Fed.

		2026	2027	Longer run
PIB	jun-26	2.2	2.3	2.0
	mar-26	2.4	2.3	2.0
Desocupació	jun-26	4.3	4.3	4.2
	mar-26	4.4	4.3	4.2
PCE	jun-26	3.6	2.3	2.0
	mar-26	2.7	2.2	2.0
PCE Core	jun-26	3.3	2.5	2.1
	mar-26	2.7	2.2	2.0
Fedfunds	jun-26	3.8	3.6	3.4
	mar-26	3.4	3.1	3.0

Als **Estats Units**, la Fed s'enfronta a una economia que manté resiliència gràcies al suport fiscal, la fortalesa dels balanços privats i el cycle d'inversió vinculat a la IA. Aquesta resiliència redueix el risc de recessió immediata, però també limita el marge per rebaixar tipus mentre la inflació continuï per sobre de l'objectiu i les expectatives es mantinguin sensibles als preus de l'energia. La Fed tindrà incentius per mantenir una posició restrictiva. Warsh, en la seva primera roda de premsa, va al·ludir a l'estabilitat de preus i a un estil de comunicació més mesurat.

A la **zona euro**, el dilema és més complex. Europa afronta el mateix xoc des d'una posició cíclica més feble i amb més dependència energètica, fet que acosta l'escenari a una estagflació moderada. El BCE ha d'equilibrar el deteriorament del creixement amb la necessitat de preservar la seva credibilitat. Tot i que la feblesa de la demanda hauria de limitar els efectes de segona ronda, el BCE prioritza l'objectiu principal del seu mandat i reacciona a l'increment de l'IPC amb l'inici d'un cycle de pujades de tipus, amb un sostre que el mercat estima en el 2,25-2,50 %.

Les corbes sobiranes continuen dominades per la prima per termini, amb un equilibri fràgil entre l'atractiu del *carry* i el risc de durada.



Font: GS.

Previsions per a finals del 2026

Espanya 10 anys  3,25-3,50 %

Alemanya 10 anys  2,75-3,00 %

EUA 10 anys  4,25-4,50 %

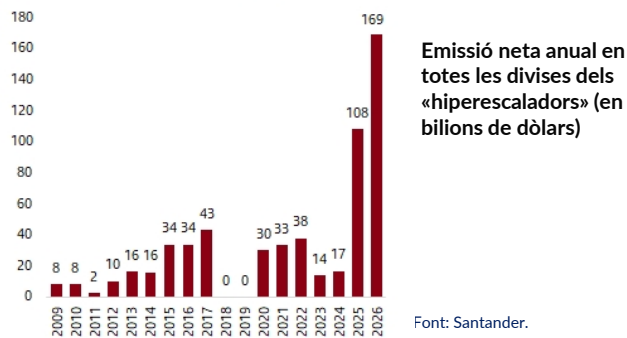
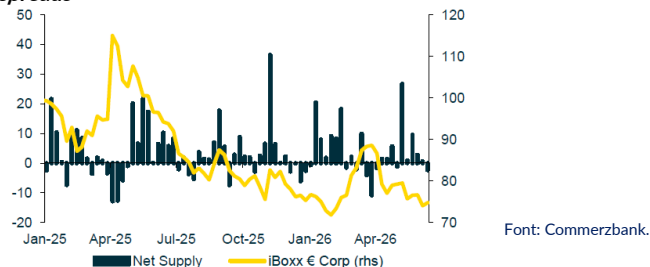
El xoc energètic no només ha elevat la inflació esperada, sinó que ha alterat la relació habitual entre creixement, inflació i tipus d'interès. Quan el deteriorament macroeconòmic procedeix d'un xoc de demanda, el deute públic sol actuar com a cobertura natural. Quan l'origen és un xoc d'oferta inflacionari, aquesta protecció és menys evident perquè els bancs centrals no poden relaxar la política monetària sense posar en risc l'ancoratge de les expectatives. Això explica que les corbes sobiranes continuïn condicionades per forces contraposades. En aquest context, els trams curts i mitjans es poden beneficiar si el mercat comença a descomptar que el cycle restrictiu s'acosta al final o que el 2027 hi haurà més marge per normalitzar els tipus. No obstant això, **els trams llargs continuen exposats a una combinació menys favorable:** inflació més volàtil, més necessitats de finançament públic en un món de dominància fiscal, més incertesa sobre les trajectòries del dèficit públic i primes per termini més exigents.

Un element addicional és que l'oferta de deute públic torna a tenir un paper central en la formació de preus. A diferència de la dècada posterior a la crisi financera, els bancs centrals ja no actuen com a compradors estructurals capaços d'absorbir de manera recurrent una part rellevant de les emissions. Això no implica necessàriament que l'oferta neta hagi d'augmentar de manera lineal, però sí que **el mercat ha d'exigir un preu més clar per finançar dèficits elevats** en un entorn d'inflació més incerta. Per això, les primes per termini poden continuar sent volàtils, exigents i sensibles a qualsevol canvi en les expectatives fiscals, fins i tot si els tipus oficials comencen a estabilitzar-se.

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

Fonamentals corporatius encara sòlids, tot i que condicionats per valoracions exigents i una elevada activitat emissora.

Emissió neta de paper corporatiu IG en euros en relació amb els *spreads*



Previsions per a finals del 2026

Spread investment grade
EUR a 5 anys

50–75 punts bàsics

La segona meitat del 2026 en el mercat de crèdit IG europeu estarà condicionada per la combinació d'uns **fonamentals corporatius encara sòlids i un entorn monetari menys favorable** que l'observat en els darrers anys. La persistència d'una inflació per sobre dels objectius dels bancs centrals i la possibilitat de noves pujades de tipus per part del BCE mantindran una certa pressió sobre els actius sensibles a la durada, tot i que la resiliència del creixement i la fortalesa dels balanços empresarials haurien de continuar actuant com a element de suport.

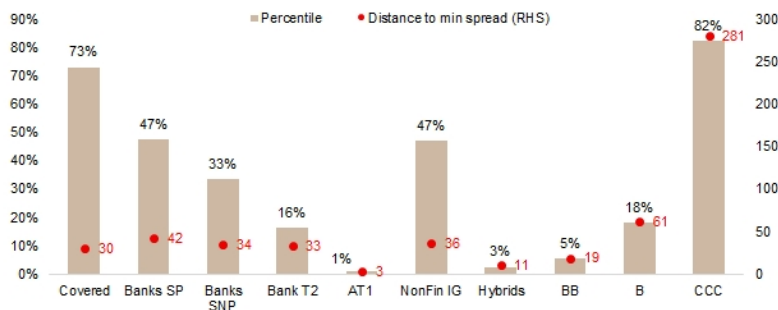
El principal focus d'atenció durant els pròxims mesos se situarà en l'equilibri entre oferta i demanda. El finançament dels **ambiciosos plans d'inversió associats al cicle d'adopció de la intel·ligència artificial**, juntament amb unes necessitats de finançament sobirà encara elevades, podrien traduir-se en un volum significatiu d'emissions corporatives. En aquest context, els *spreads* parteixen de nivells històricament ajustats i ofereixen un marge limitat per a noves compressions, especialment a Europa, on el deteriorament relatiu del creixement i la sensibilitat al cost de l'energia continuen sent factors de risc rellevants.

L'escenari central continua sent compatible amb rendibilitats positives per al crèdit IG, sostingudes principalment pel *carry* i per uns nivells d'impagament que previsiblement es mantindran reduïts. No obstant això, la combinació de **valoracions exigents**, una elevada activitat emissora i un entorn geopolític encara incert ens porta a mantenir una visió prudent. En conseqüència, continuem afavorint emissors de qualitat creditícia elevada, amb models de negoci resilents, capacitat de generació de caixa i balanços prou sòlids per afrontar un entorn de finançament més exigent.

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 incertesa, els diferencials de crèdit se situen prop dels seus mínims històrics



Font: Santander.

Després de diversos trimestres de notable resistència, el crèdit HY afronta la segona meitat del 2026 amb el suport d'uns **fonaments que continuen mostrant solidesa**, uns nivells d'impagament continguts i una economia global que, malgrat la desacceleració observada en algunes regions, continua evitant escenaris recessius. L'atractiu del *carry* continua sent un dels principals arguments d'inversió per a l'actiu, especialment en un context en què els diferencials es mantenen relativament ajustats respecte de les seves mitjanes històriques.

No obstant això, el mercat continua enfrontant-se a un **perfil de risc asimètric**. Les valoracions actuals descompten un escenari macroeconòmic favorable i deixen poc marge per absorbir decepcions relacionades amb una prolongació de les tensions geopolítiques, un encariment sostingut de l'energia o una inflació més persistent del que s'esperava. Addicionalment, la competència creixent pel capital, derivada de les elevades necessitats de finançament públic i privat, podria limitar el potencial d'estrenyiment addicional dels *spreads* durant els pròxims mesos.

Per això, i malgrat una relaxació previsible de les tensions geopolítiques en els pròxims mesos després de les converses de pau a l'Orient Mitjà, optem per una **posició prudent i defensiva** en el crèdit HY. En aquest context, continuem prioritzant companyies amb elevada generació de caixa, estructures de capital conservadores i models de negoci menys exposats al potencial deteriorament del cicle, amb una lleugera preferència pel mercat europeu davant del nord-americà.

Previsions per a finals del 2026

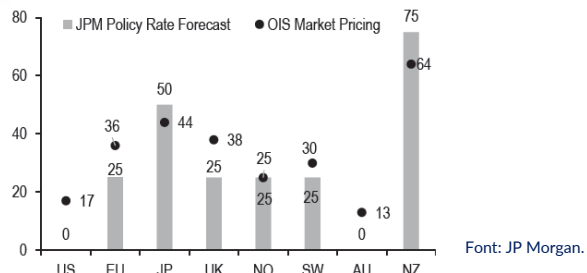
Spread high yield/EUR a 5 anys

230-300 punts bàsics

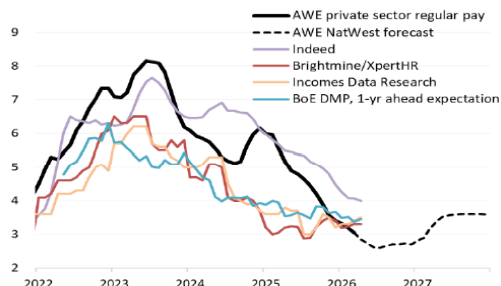
Actius financers: mercat de divises

La resiliència de l'economia dels Estats Units i el paper de la Reserva Federal són claus, una vegada més, per al mercat de divises.

Variació dels tipus dels bancs centrals prevista per a finals del 2026



Indicadors de creixement salarial al Regne Unit



Previsions per a finals del 2026

EUR/USD 1,15-1,20

EUR/GBP 0,85-0,90

La primera meitat del 2026 ha estat marcada per un **comportament sorprenentment positiu del dòlar** davant de la majoria de les divises d'economies desenvolupades, sostingut en bona part per la tensió als mercats energètics i l'increment del risc geopolític. Tot i que la trajectòria de depreciació gradual a mitjà termini es manté inalterada, la fortalesa relativa de l'economia nord-americana, la seva exposició més baixa a l'increment dels costos energètics i la possibilitat d'una Reserva Federal una mica més restrictiva del que s'esperava sota el nou mandat de Kevin Warsh podrien limitar-ne la magnitud o la velocitat.

Pel que fa a la lliura esterlina, el parell hauria de rebre el suport d'una millora progressiva de l'activitat econòmica, **la moderació de la inflació salarial** i un exercici estricte d'equilibri dels comptes públics. Tot i això, les amenaces al lideratge de l'actual primer ministre per part de membres de l'esquerra del Partit Laborista, el debat fiscal previst per a finals d'estiu i la sensibilitat històrica als episodis de volatilitat en el mercat de deute públic podrien acabar llastant la cotització de la divisa.

D'acord amb el que s'ha observat en els darrers trimestres, el segon semestre hauria de continuar presentant **una volatilitat elevada** en el mercat de divises, explicada per la combinació de tres factors: la incertesa al voltant de la trajectòria dels tipus de la Fed i l'evolució del cicle nord-americà; les tensions geopolítiques elevades; i les divergències de creixement i política monetària entre les principals economies desenvolupades.



Escenari base

1. Entorn econòmic global resilient, amb **probabilitat d'acceleració a mesura que avanci l'any**, cosa que hauria de continuar reflectint-se en el creixement de les vendes.
2. **Els marges empresarials continuen resistint** malgrat l'augment dels costos d'aprovisionament i menys pressió sobre la base de costos, si bé alguns sectors comencen a observar un cert esgotament en els volums.
3. La combinació dels punts (1) i (2) suposa una **acceleració del creixement esperat del BPA el 2026**.
4. El principal punt que caldrà monitorar serà determinar si ens trobem en una **bombolla d'IA**.
5. **Sòlida salut financera**, que permet mantenir elevades les remuneracions als accionistes a costa de la inversió en capital fix, que continua molt concentrada en inversions relacionades amb la tecnologia.
6. **Factors tècnics una mica més desequilibrats**, amb un posicionament en actius de risc i uns indicadors tècnics en tensió.
7. **Valoracions en renda variable estretes globalment i justes als Estats Units**. Serà transcendental que el creixement del BPA el 2026 superi la mitjana històrica per no observar ajustos durant l'any.

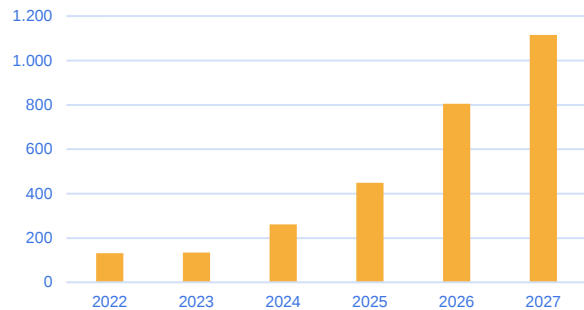
Riscos

- El principal risc continua sent la **desacceleració/recessió econòmica**, seguida d'una **acceleració no continguda de la inflació** derivada de la crisi energètica posterior al conflicte amb l'Iran.
- Necessitat de continuar amb els **incrementos d'inversió en IA** i de justificar les rendibilitats dels projectes.
- Economia a K. Les rendes baixes estan cada vegada més pressionades per continuar suportant augments dels preus dels productes bàsics, mentre que les classes altes continuen veient-se afavorides per l'augment dels preus dels actius.
- **Deteriorament dels factors tècnics**.
- Valoracions en nivells estrets, **amb algunes situacions extremes en nínxols de mercat**.
- La **inestabilitat geopolítica** pot continuar tensant de manera conjuntural alguns dels factors de producció, com ara el petroli i l'energia.
- La crisi del **mercat de crèdit privat** sembla continguda, tot i que es podria deteriorar i esdevenir un esdeveniment més sistèmic.
- **Altres riscos**: enduriment monetari al Japó, augment del pendent de les corbes de tipus, tensió entre la Xina i Taiwan, etc.



El capex dels hiperescaladors continua revisant-se a l'alça

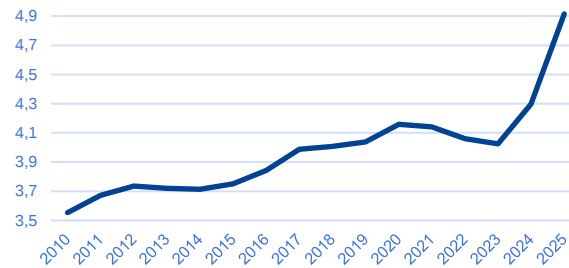
Capex estimat dels hiperescaladors, 2022-2027



Font: CEG.

La inversió tecnològica guanya pes estructural en l'economia

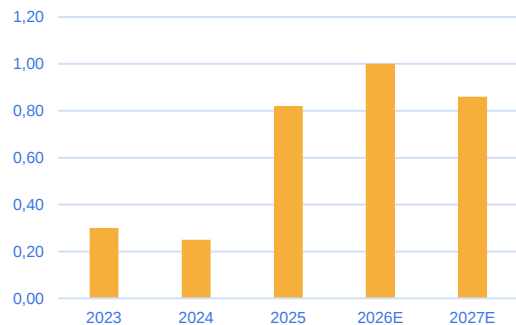
Inversió tecnològica dels EUA (% del PIB)



Font: BCA.

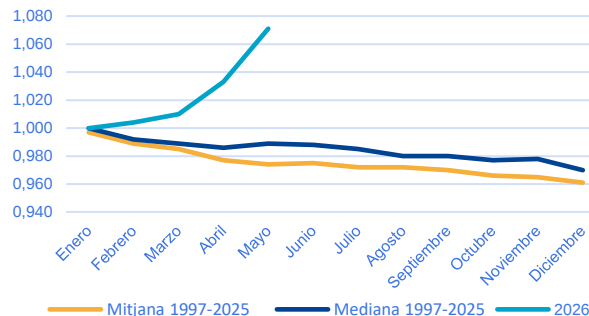
El desplegament de la IA impulsa el creixement macroeconòmic

Contribució estimada de la IA al creixement del PIB



Les expectatives de BPA de l'S&P 500 milloren significativament respecte del patró històric

Estimacions de BPA de l'S&P 500

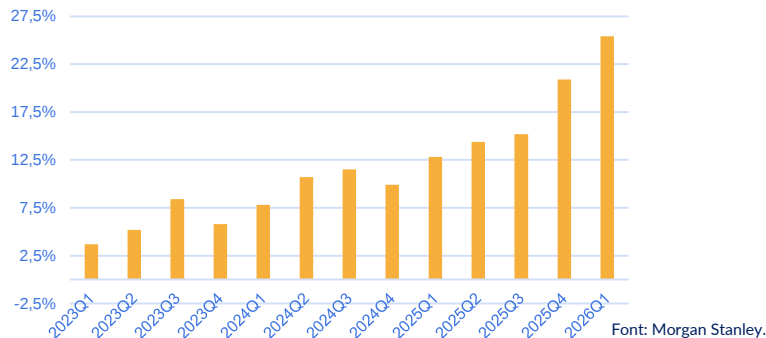


Font: Morgan Stanley.

A més d'impulsar la inversió, la IA sosté el to corporatiu i reforça les perspectives de beneficis

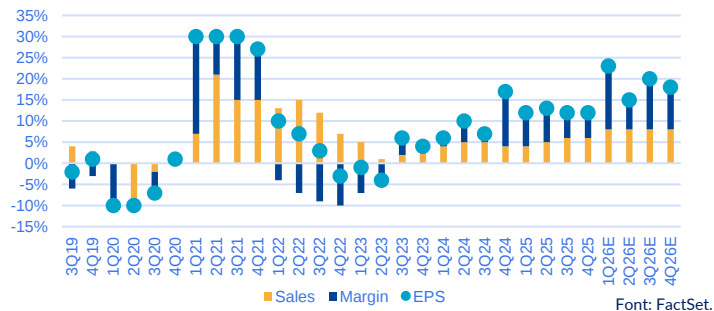
L'impacte de la IA és cada vegada més quantificable...

% de companyies que comuniquen un impacte quantificable de la IA (S&P 500)



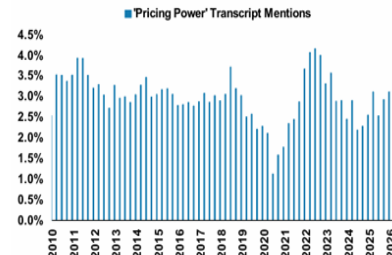
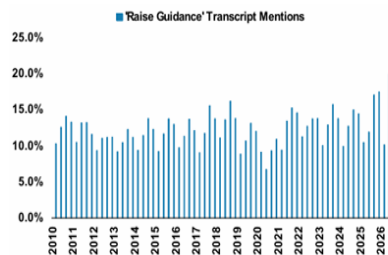
...i reforça un escenari alcista per al 2026, sostingut per vendes, marges i BPA...

Contribució d'ingressos, marges i BPA (S&P 500)



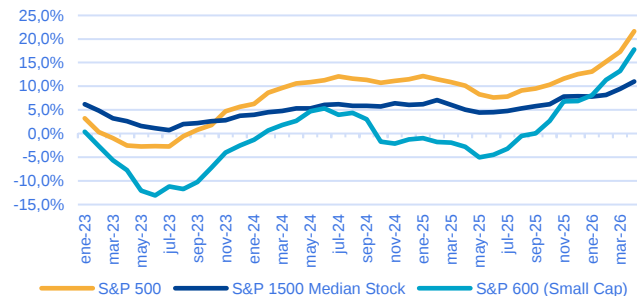
...fet que es tradueix en un to corporatiu més constructiu...

Mencions en transcripcions corporatives



...amb una millora de les expectatives de beneficis que s'estén al conjunt del mercat

Evolució de les expectatives de BPA





Arguments en contra de la bombolla

- ✓ La demanda és real i prové de companyies líders, amb una enorme capacitat de generació de caixa i molt poc deute als balanços.
- ✓ Els **projectes són mesurables i positius** des del punt de vista de la rendibilitat financera.
- ✓ Diferents **colls d'ampolla a la cadena de subministrament** impedeixen un desenvolupament il·limitat dels projectes.
- ✓ Valoracions encara lluny dels nivells de la bombolla puntcom.
- ✓ La IA representa una **nova revolució industrial**, amb un abast superior al de totes les anteriors.

Arguments a favor de la bombolla

- × Augment del **capex** amb **paral·lelismes històrics** i risc de sobreinversió en infraestructura.
- × **Concentració extrema** dels retorns del mercat.
- × **Senyals d'exuberància** en alguns nínxols de mercat.
- × **Circularitat financera** de l'expansió dels projectes de l'ecosistema de la IA.
- × **Dificultat per valorar** correctament **els actius** davant la poca visibilitat inicial dels fluxos de caixa.

PUNTCOM vs. IA 2026

PER QUÈ AIXÒ NO ÉS UNA BOMBOLLA

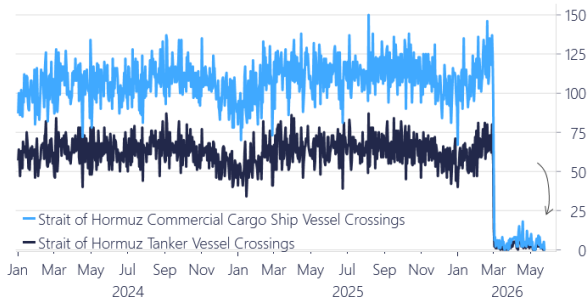
PUNTCOM	IA 2026
 Sobrevaloració sense sense una via clara cap a la rendibilitat	Disrupció mesurable i rendible. <i>Exemple: traductors</i> 
 Obsessió per les visites (<i>eyeballs</i>) en lloc dels ingressos	Amb relativament poc màrqueting, l'adopció en línia més gran de la història 
 Infraestructura sobredimensionada (p. ex., magatzems de Webvan)	Infraestructura plenament utilitzada. <i>Ampliació del «temps de pensament» per compensar-ho</i> 
 Base tecnològica amb amb consumidors immadurs i poca confiança	Fins i tot les persones grans la fan servir sovint 

La caiguda de les puntcom va anar precedida per l'enduriment dels mercats de crèdit impulsat per Alan Greenspan, justament el contrari el contrari del que passa avui, amb tipus d'interès a la baixa.

La millora dels marges resisteix malgrat l'impacte (energètic) del conflicte amb l'Iran

Malgrat el tancament de l'estret d'Ormuz...

Creuaments de vaixells comercials i petroliers a l'estret d'Ormuz (2024-2026)

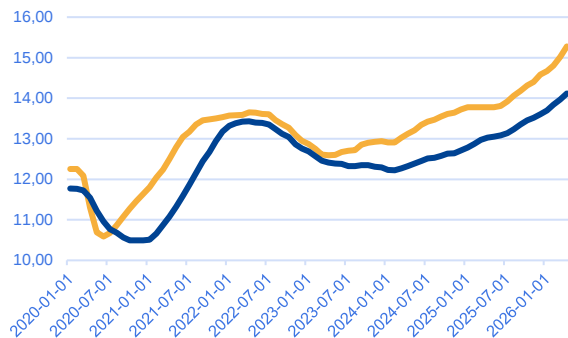


Source: Steno Research, Bloomberg and Macrobond

Font: Steno Research.

...els marges de benefici registrats i esperats han continuat el seu recorregut alcista...

S&P 500 — Marges de benefici (%)



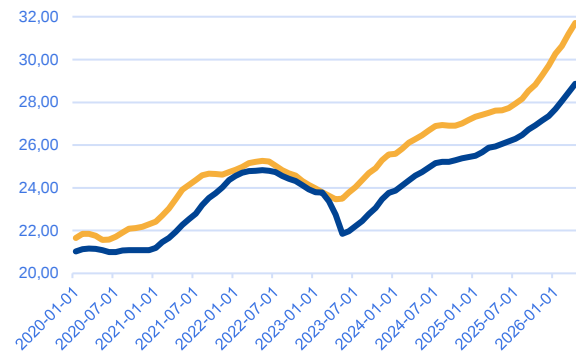
— S&P 500: marge net esperat a 12 mesos

— S&P 500: marge net registrat a 12 mesos

Font: FactSet.

...sostinguts pel sector tecnològic

S&P 500 IT — Marges de benefici (%)



— S&P 500 IT: marge net esperat a 12 mesos

— S&P 500 IT: marge net registrat a 12 mesos

Font: FactSet.

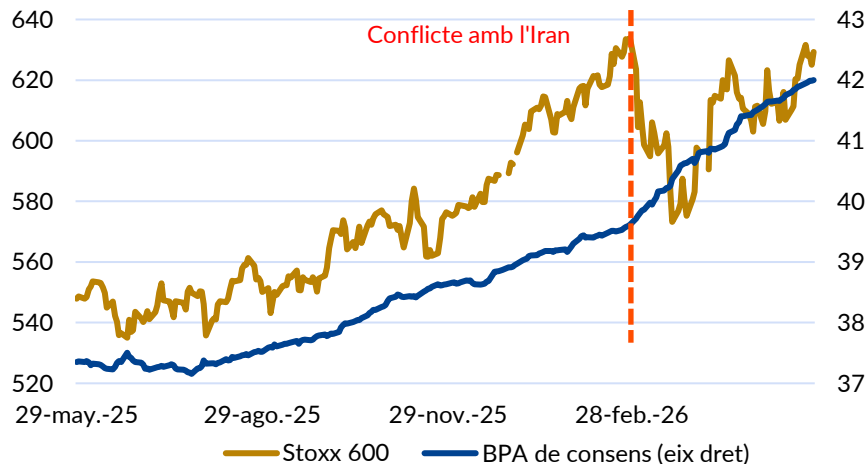
Fonts: BCA Research i Alpine Macro.

S'accelera la tendència alcista dels beneficis empresarials

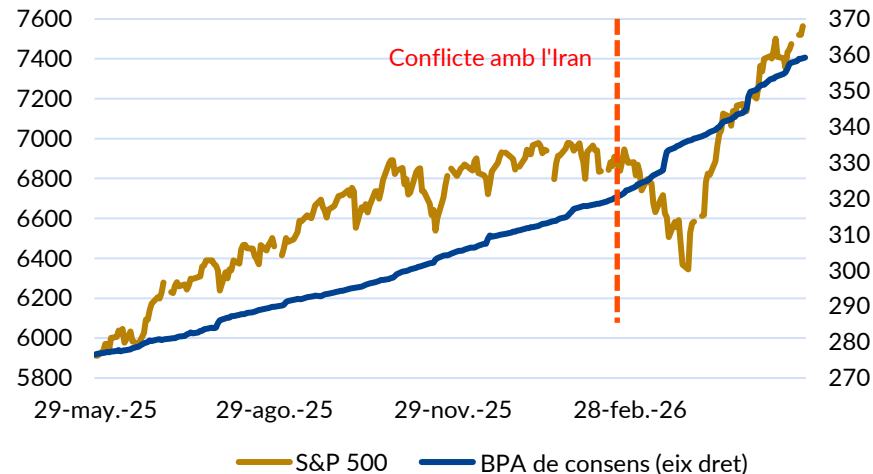
Capacitat creixent de generació de beneficis
Creixement previst del BPA a 12 mesos: +13,1 %

Momentum estructural positiu dels beneficis
Creixement previst del BPA a 12 mesos: +22,7 %

Stoxx Europe 600 : BPA de consens a 12 meses

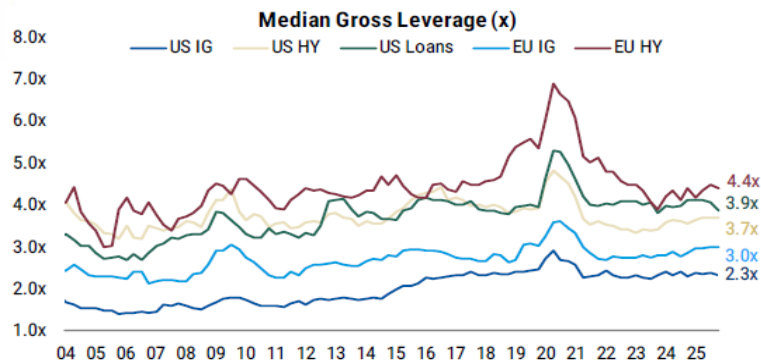


S&P 500: BPA de consens a 12 meses

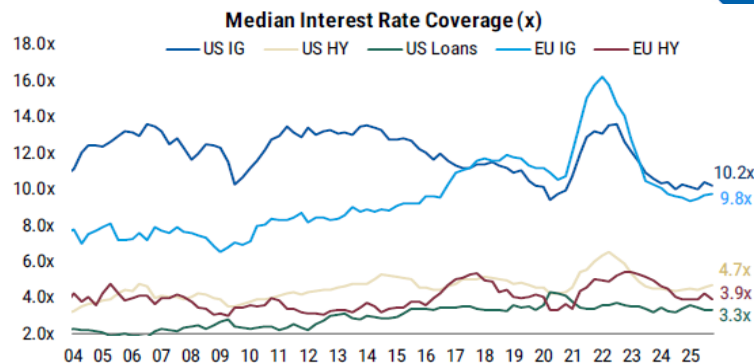


Font: Bloomberg, 17/12/2025.

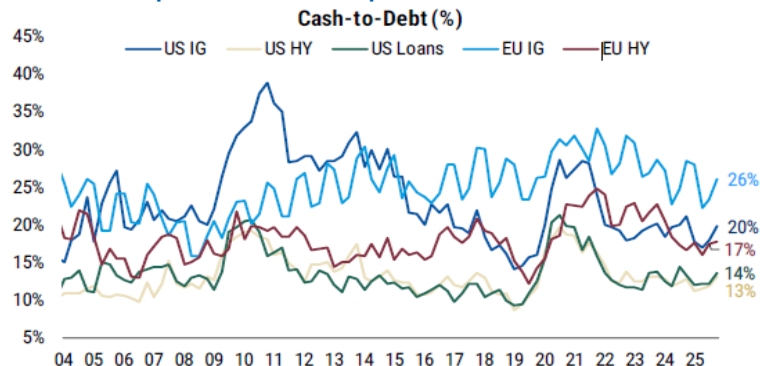
Palanquejament net – EUR Corporates IG – Deute brut/EBITDA



Cobertura d'interessos – US & EU Corporates



Liquiditat – EUR Corporates IG – Caixa/Deute



Les mètriques creditícies continuen estabilitzant-se i millorant fins i tot en el cas dels emissors europeus, però es mantenen prop de les mitjanes històriques.

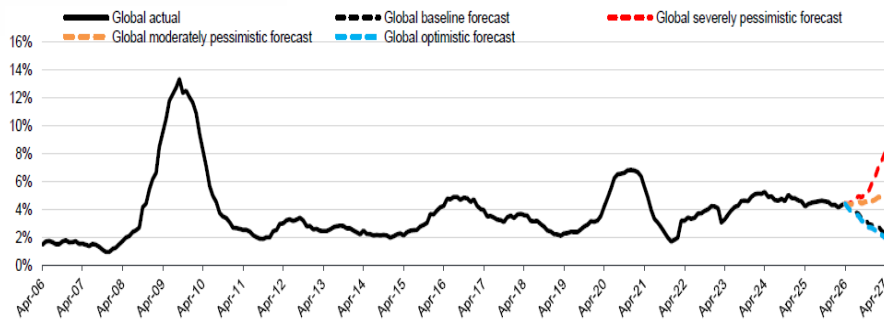
El palanquejament es manté estable gràcies al fet que els marges continuen sent resilient.

La cobertura d'interessos s'està estabilitzant als EUA al voltant de les seves mitjanes històriques i millora a Europa gràcies a la millora dels marges.

El coixí de caixa com a percentatge del deute millora i se situa per sobre de la seva mitjana històrica, malgrat la caiguda recent, gràcies a l'estabilitat del palanquejament.

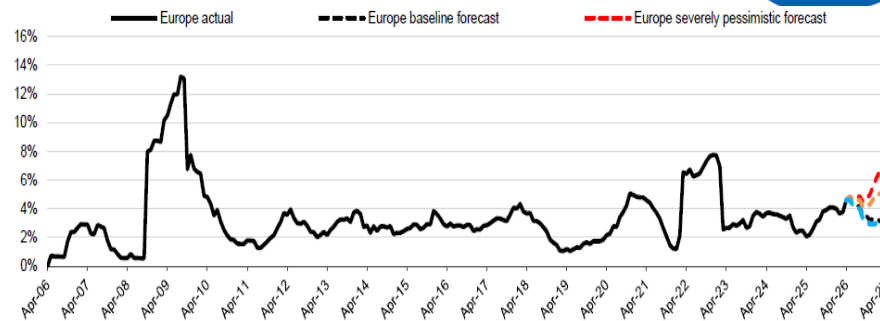
Font: Morgan Stanley.

Percentatge de *defaults*- HY global



Font: Moody's Ratings.

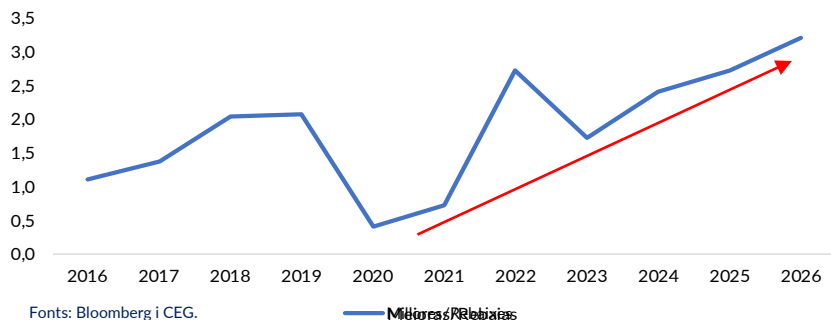
Percentatge de *defaults*- HY europeu



Font: Moody's Ratings.

Ràting *upgrades* vs. *downgrades*- IG global

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



Fons: Bloomberg i CEG.

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 de 2008, amb una **previsió de descens continu**. Les **taxes de *default* són similars a Europa**, tot i que, a la regió, l'escenari base és que aquest indicador s'acosti al 2 % cap a finals del 2027, malgrat el lleu deteriorament de l'últim any.

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

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

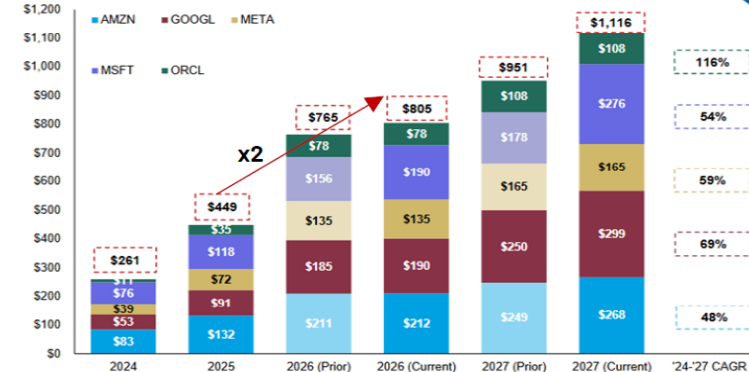
Les perspectives econòmiques milloren de manera clara



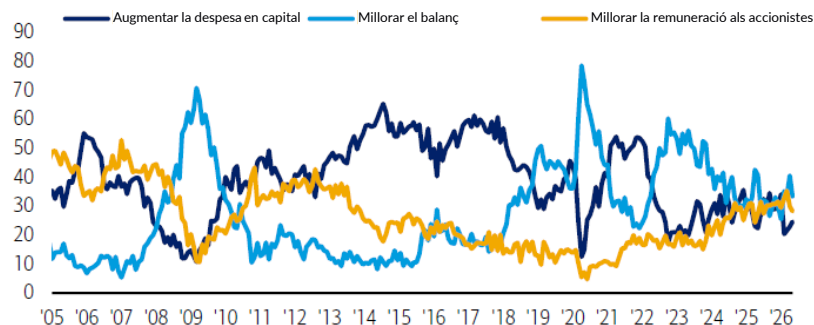
Això fa que els inversors comencin a preocupar-se pel nivell d'inversió en IA...



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

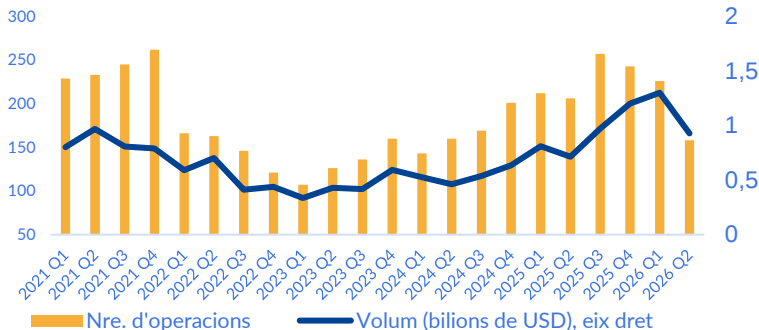


...per la qual cosa els inversors demanen una remuneració més gran per als accionistes si no troben projectes rendibles

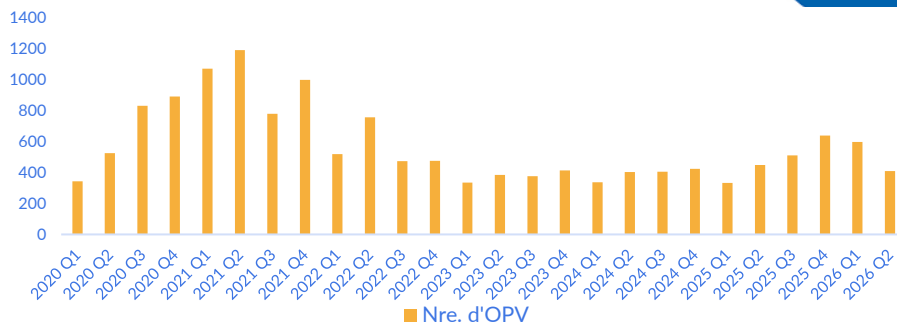


Activitat corporativa: tant les fusions i adquisicions com les OPV continuen sense accelerar en espera de les grans operacions

L'operativa de fusions i adquisicions no acaba d'agafar impuls...



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



Font: Bloomberg.

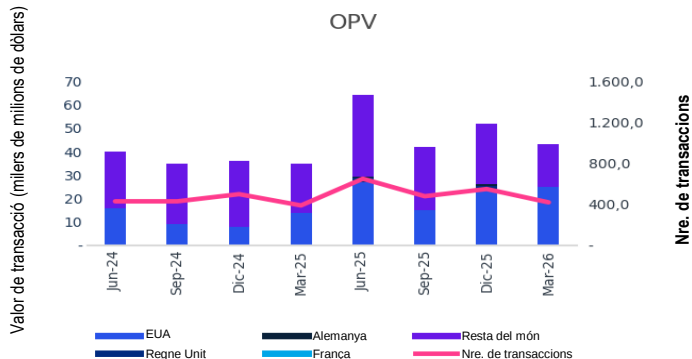
...en espera de les tres operacions més grans de la història (>1 bilió de USD)

SPACEX

ANTHROPIC

OpenAI

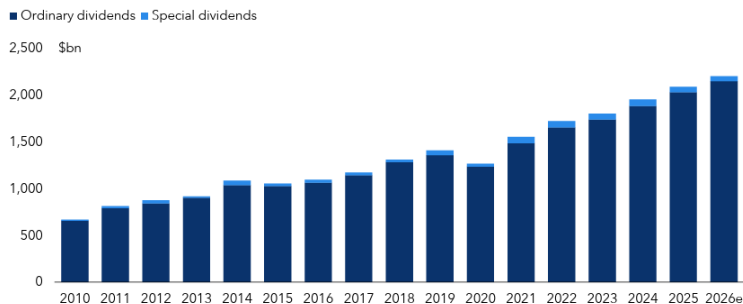
Amb el gruix de les operacions concentrat als EUA ...



Font: KPMG.

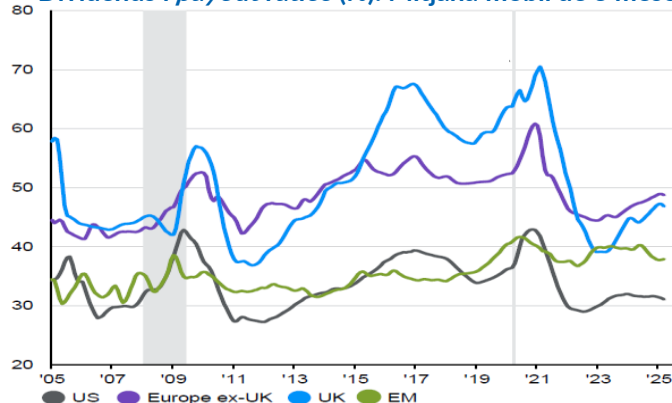
Remuneració a l'accionista: davant la manca d'inversió, es manté la disciplina corporativa

S'espera un increment del 5,7 % dels dividends mundials el 2026, en comparació amb el 6 % del 2025

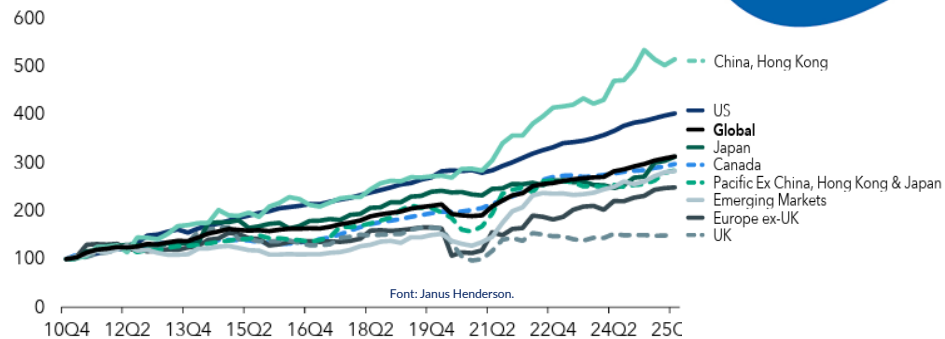


Font: Capital Group.

Dividends i payout ratios (%). Mitjana mòbil de 3 mesos

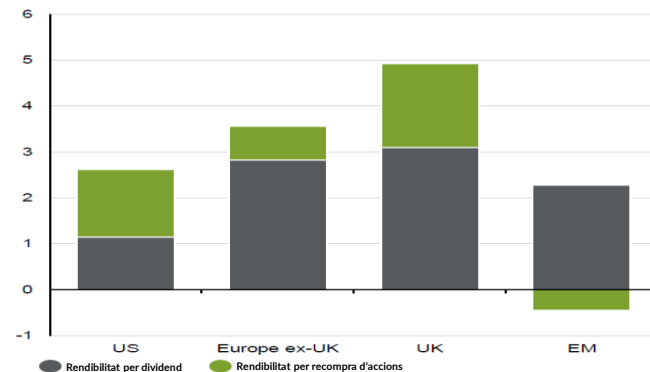


Acceleració en el pagament de dividends, exclosa la Xina.
EUA +6,1 %; Europa +5,8 %; Japó +12,5 %



Font: Janus Henderson.

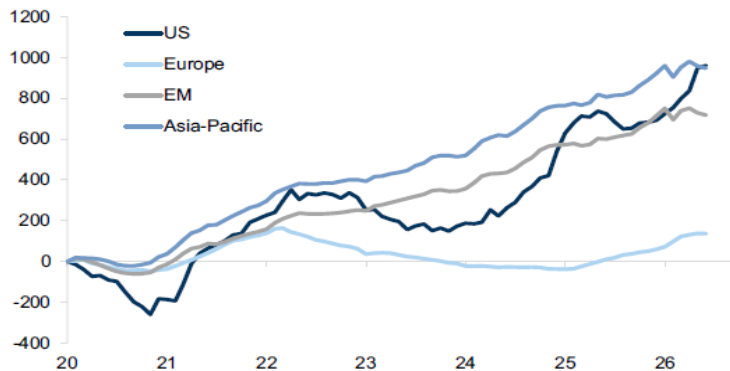
Rendibilitat per dividend i per recompra d'accions (%)



Font: JP Morgan.

Sense por de la recessió, un posicionament encara agressiu convida a una certa cautela a curt termini

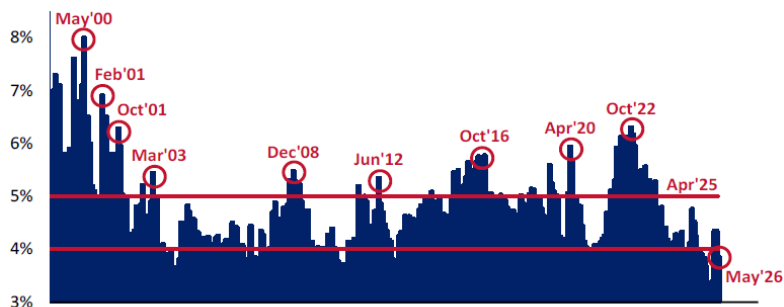
Evolució dels fluxos de diners acumulats en RV (miliards de USD)



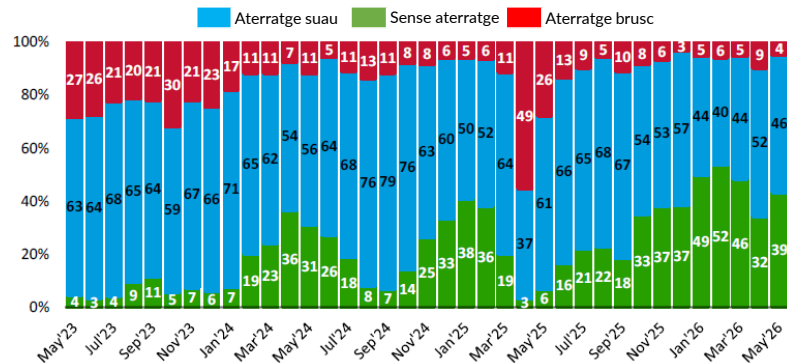
Indicadors de sentiment encara en nivells raonables



Els nivells de liquiditat ajustats deixen poc marge per incrementar el pes en actius de risc



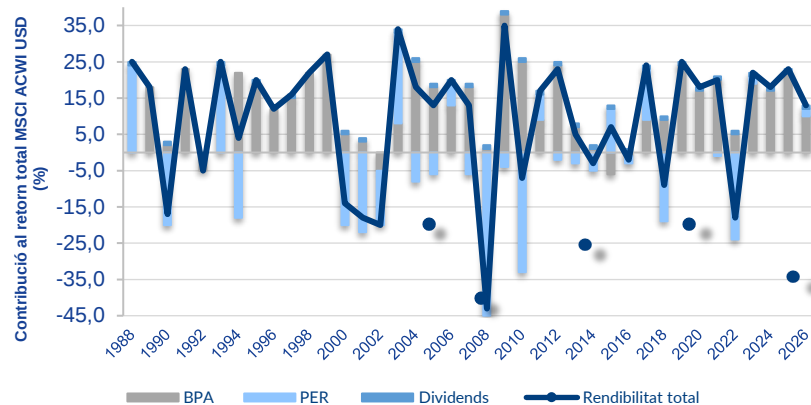
Les expectatives de recessió en els pròxims 12 mesos continuen sent moderades



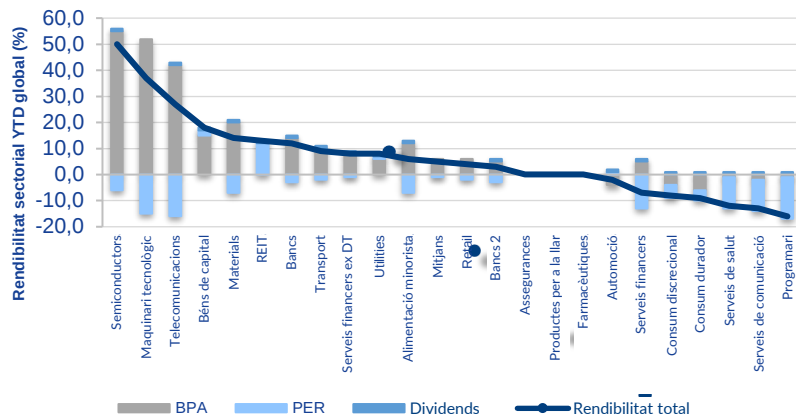
Fonts: GS i BofA.

Rendiment: malgrat les pujades, el 2026 està sent un any de *de-rating*

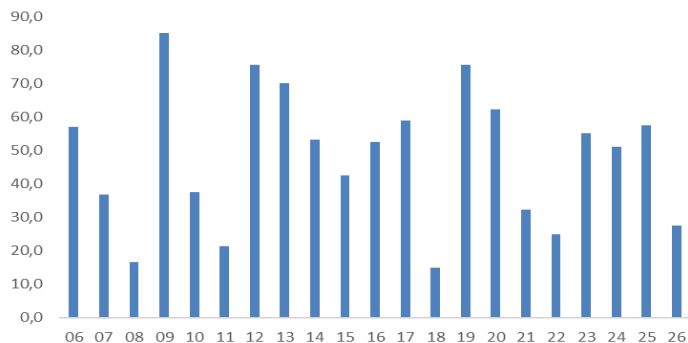
Procedència del retorn de l'MSCI World el 2026



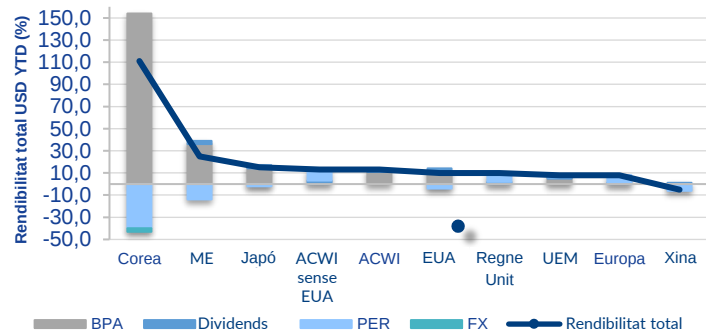
Procedència del retorn per sectors de l'MSCI World el 2026



MSCI ACWI: percentatge d'accions amb un PER més alt cada any



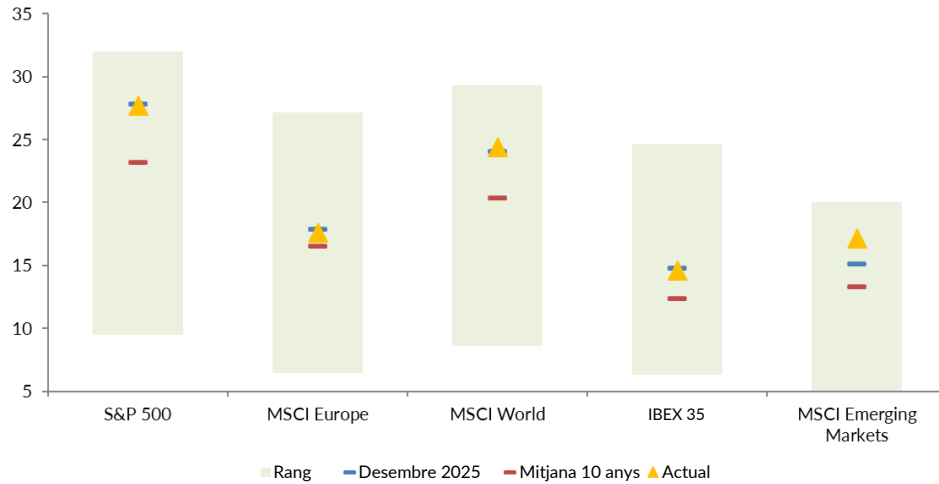
Procedència del retorn per països de l'MSCI World el 2026



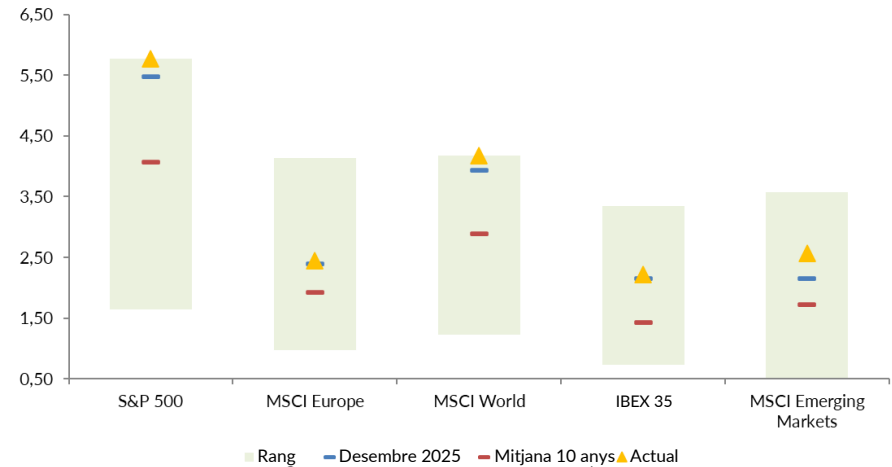
Font: MS. Dades al tancament de maig.

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

Preu sobre beneficis (PER, x)



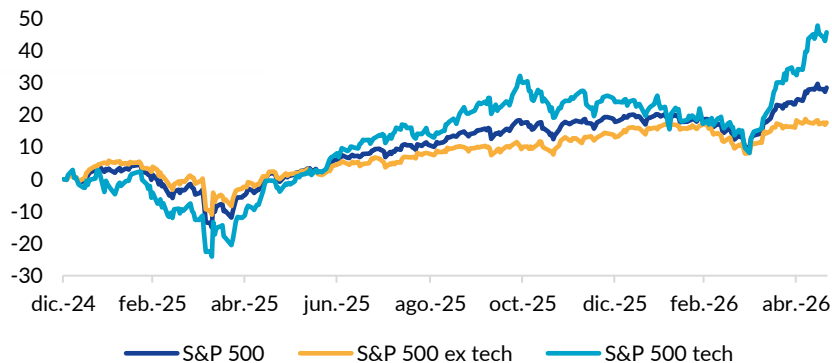
Preu sobre valor comptable (P/B, x)



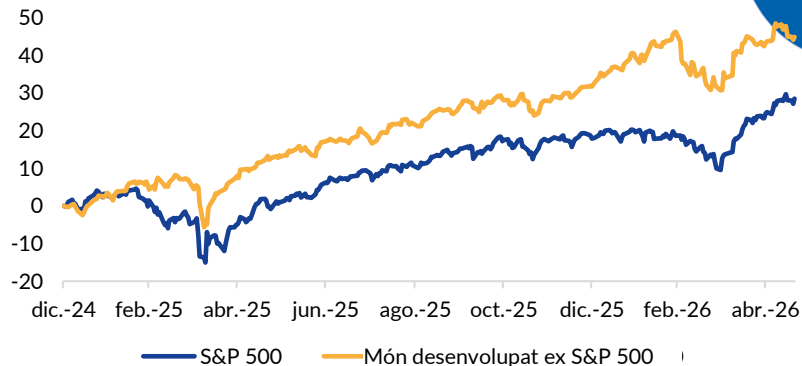
Font: Caixa Enginyers Gestió i Bloomberg.
Dades a maig de 2026.

El lideratge de les grans companyies nord-americanes persisteix en un entorn de més amplitud geogràfica

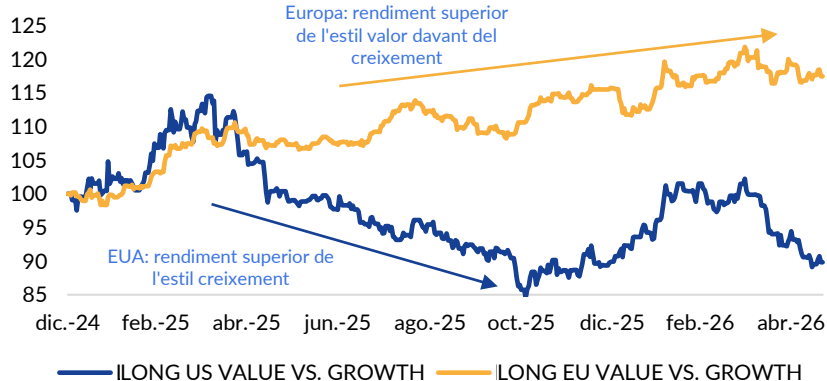
L'evolució dels índexs als EUA depèn molt del sector tecnològic



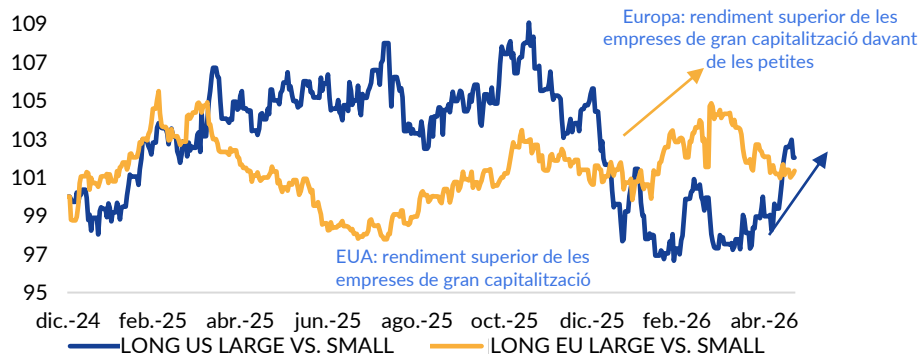
Divergència entre els EUA i la resta del món



Divergència entre els estils valor i creixement a Europa i als EUA



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



La sostenibilitat perd protagonisme davant de noves prioritats crítiques: creixement, competitivitat i defensa. Tot i això, la IA impulsa els valors relacionats amb l'electrificació i l'eficiència energètica.

Menys interès per les estratègies ISR



Les preocupacions relacionades amb la sostenibilitat han quedat eclipsades per prioritats com el creixement econòmic, la competitivitat i la defensa.



La reacció política contra la inversió ASG als EUA —i els seus efectes de contagi a Europa— ha portat les gestores d'actius a ser més prudents respecte a les iniciatives ASG, i fins i tot algunes n'han reduït els compromisos.



Incertesa i més exigència reguladora davant de l'evolució de les polítiques que afecten la inversió sostenible, inclosa la revisió del Reglament de Divulgació de Finances Sostenibles (SFDR 2.0).



La baixa rendibilitat recent ha contribuït a reduir l'interès per les estratègies ISR.

Tendències en renda variable



El context de mercat ha estat poc favorable per a les estratègies ISR: les accions de programari han patit per la incertesa associada a la IA, mentre que els sectors d'energia i primeres matèries han repuntat amb força. Això penalitza moltes estratègies ISR, que solen estar més exposades a tecnologia i tenen poca o nul·la presència en combustibles fòssils i materials.



Tot i això, l'impacte ha estat inferior al que s'esperava: encara que alguns índexs ASG van per darrere el 2026, la bretxa de rendibilitat no és tan àmplia com es podria anticipar. De fet, els fons centrats en energies renovables superen els índexs generals en els darrers 12 mesos.



Guanyadors: les companyies d'energies netes, de semiconductors i infraestructures vinculades a la IA —com ara xarxes, centres de dades i electrificació— s'han vist afavorides pel creixement de la IA i la necessitat de solucions energètiques més eficients.

Tendències en renda fixa



El mercat de bons sostenibles s'estabilitza després de la caiguda del 2025: després de contreure's un 19 % el 2025, el volum global va repuntar al començament del 2026 i s'espera que les emissions es mantinguin estables respecte a l'any anterior, en una forquilla d'entre 800.000 i 900.000 milions d'euros.



El *greenium* es redueix, fet que reflecteix una maduresa més gran del mercat: en deute verd corporatiu global, la prima ha caigut a 1,5 pb; en deute sobirà de mercats desenvolupats, a 4 pb; i en mercats emergents, a 12 pb. Emetre bons ASG deixa de ser només una via per reduir el cost de capital i passa a ser una eina d'accés al mercat.



El nou estàndard europeu EuGBS guanya tracció: el volum emès amb aquest segell europeu va superar els 22.000 milions d'euros el primer any, liderat per les *utilities*, les emissions de les quals podrien créixer un 40 % el 2026.

ISR: la normativa SFDR 2.0 pretén simplificar i endurir la classificació dels fons sostenibles

La Comissió Europea ha presentat una proposta per reformar l'SFDR, el Reglament de Divulgació de Finances Sostenibles.

Tres objectius:

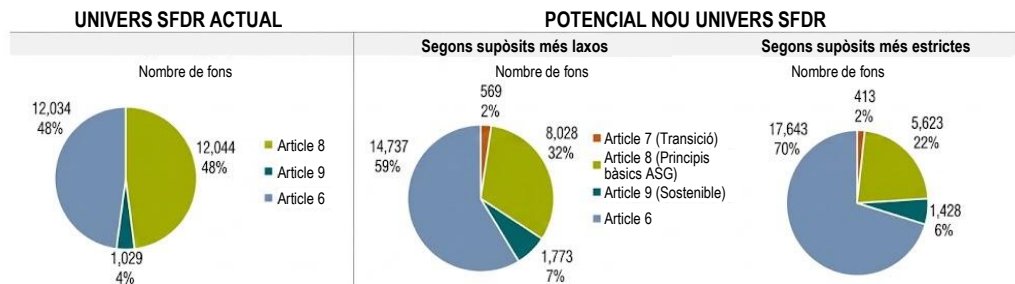
1. Evitar el *greenwashing*.
2. Facilitar la comparació entre productes.
3. Reduir la càrrega reguladora simplificant les obligacions d'informació.

Tres noves categories:

1. *Transition* (article 7), per a productes que financin objectius mesurables de transició.
2. *ESG Basics* (article 8), per a productes que integrin factors de sostenibilitat.
3. *Sustainable* (article 9), per a productes alineats amb objectius de sostenibilitat.

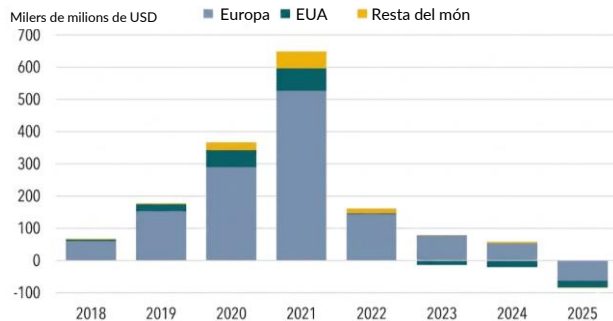
En conjunt, l'SFDR 2.0 reduirà notablement l'univers de fons oficialment sostenibles a Europa.

- Molts fons considerats sostenibles podrien deixar d'estar classificats com a tals: els nous productes de l'article 6 passarien a dominar el mercat europeu.
- Les noves categories incorporaran exclusions obligatòries —p. ex., armes i tabac—, a més de restriccions més estrictes per als combustibles fòssils.
- S'espera que el marc definitiu arribi, com a molt aviat, entre el 2026 i el 2027.



Font: Morningstar Sustainalytics, novembre de 2025.

El 2025, Europa tanca el seu primer any de sortides netes en fons sostenibles. Els EUA registren el tercer any consecutiu de sortides.



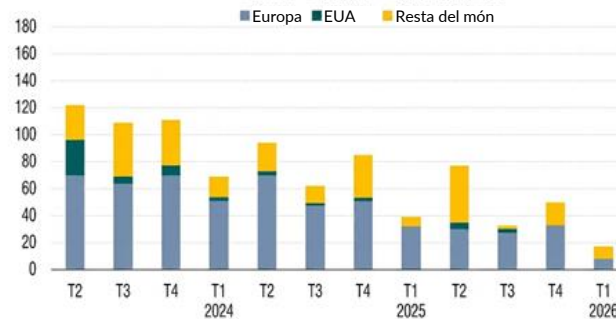
Tot i això, durant el 1T26, els fluxos cap a fons sostenibles van tornar a terreny positiu a Europa, però no als EUA ni a la resta del món.



Europa amplia fins al 86 % el seu pes en el total d'actius dels fons sostenibles. Els EUA representen només el 9 %.



El desenvolupament de producte va caure fins a nous mínims, amb només 17 nous fons sostenibles llançats a escala global el 1T26.

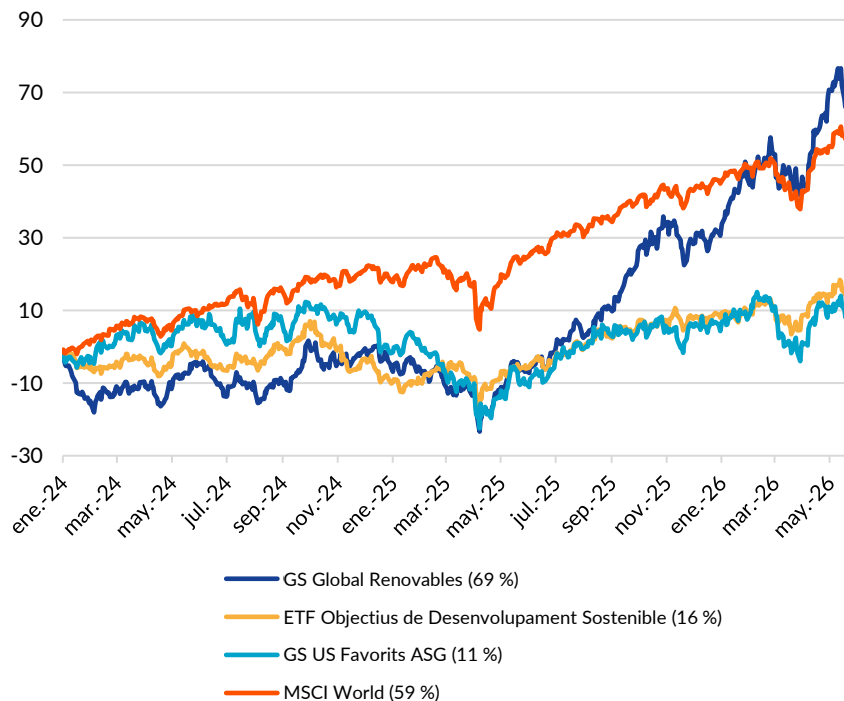


Font: Morningstar, maig de 2026.

ISR: el rendiment de les companyies centrades en sostenibilitat continua quedant enrere

Punt d'inflexió el 2025 en el comportament dels actius ISR vinculats a l'energia renovable, sostinguts per la IA (centres de dades) i la transició energètica.

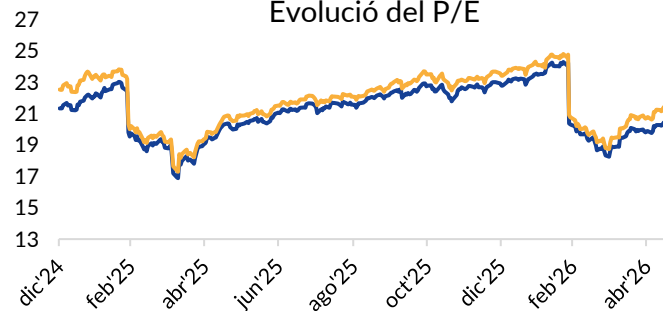
Rendibilitats dels diferents índexs ASG i de l'MSCI World en USD



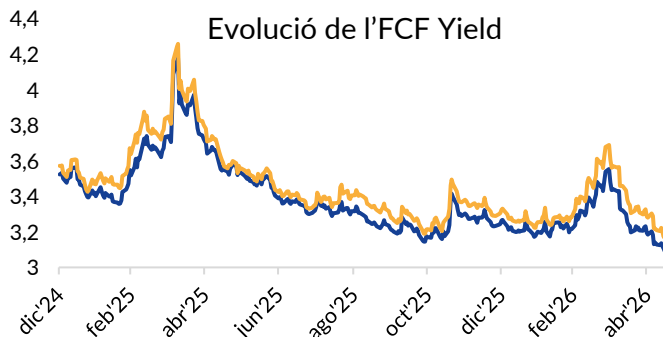
L'MSCI World ESG Leaders cotitza amb prima en P/E, però ofereix un FCF Yield més alt que l'MSCI World.

— MSCI World — MSCI World ESG Leaders

Evolució del P/E



Evolució de l'FCF Yield



Font: Bloomberg i Goldman Sachs. Elaboració pròpia. Dades a maig de 2026.

Desembre del 2026 – Escenaris

		Acceleració 350 USD (+26 %)	Consens 340 USD (+22,3 %)	Moderació 320 USD (+15 %)
		350 \$	340 \$	320 \$
PER	24x	8396	8149	7663
	23x	8046	7810	7344
	22x	7696	7470	7024
	21x	7346	7131	6705
	20x	6997	6791	6386
	19x	6647	6452	6066
	18x	6297	6112	5747

Font: Bloomberg. Elaboració pròpia.

Previsions CEG: S&P 500 – 2026 (preu actual: 7.575)

Creixement estimat del BPA el 2026 (%)	+22 %
PER actual (juny)	25,7x
PER 2026 estimat*	22,8x
Rendibilitat per dividend	1,1 %

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

Catalitzadors. El mercat dels Estats Units manté un creixement sostingut gràcies a l'acceleració dels beneficis empresarials. La combinació d'una economia estable, una política monetària neutra, unes polítiques fiscals encara favorables per a empreses i llars i, sobretot, la ingent inversió en *capex* d'intel·ligència artificial i infraestructures associades, que representa el 67 % del creixement del PIB, manté l'impuls econòmic. A això s'hi sumen nivells elevats de recompra d'accions i l'increment de la productivitat, que comença a estendre's més enllà de les grans tecnològiques.

Valoracions. El PER estimat de l'S&P 500 a finals d'any se situa en consonància amb la mitjana de 10 anys.

Perspectives. Per a la segona meitat del 2026, es mantindrà un entorn constructiu, amb creixement sostingut, inflació controlada i una política monetària neutra. Els retorns continuaran sent selectius, sostinguts per l'evolució dels beneficis i per una diversificació sectorial més gran, en un entorn sense excessos en les valoracions.

Desembre del 2026 – Escenaris

		Acceleració 384 EUR (+15 %)	Consens 380 EUR (+14 %)	Moderació 350 EUR (+5 %)
		384 EUR	380 EUR	350 EUR
PER	18x	6910	6850	6310
	17x	6527	6470	5959
	16x	6143	6089	5609
	15x	5759	5709	5258
	14x	5375	5328	4907
	13x	4991	4948	4557
	12x	4607	4567	4206

Font: Bloomberg. Elaboració pròpia.

Previsions CEG: Euro Stoxx 50 – 2026 (preu actual: 6.070)

Creixement estimat del BPA el 2026 (%)	+11 %
PER actual (juny)	17,4x
PER 2026 estimat*	16,8x
Rendibilitat per dividend	2,9 %

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

Catalitzadors. El mercat europeu es mou en un entorn de menys dinamisme econòmic, amb un impacte més gran en el cost energètic derivat del conflicte al golf Pèrsic i sense un pes tan rellevant de la tecnologia com a factor de creixement. El suport fiscal en diversos països, centrat en la inversió pública, les infraestructures, la defensa i la transició energètica, continua sent un element de suport al cicle, tot i que les principals economies, com França i Alemanya, apunten a un estancament. La resolució dels conflictes a l'Orient Mitjà i Ucraïna seria favorable per a aquest mercat.

Valoracions. El PER estimat de l'Euro Stoxx 50 a finals d'any se situa un 8 % per sobre de la mitjana de 10 anys.

Perspectives. Per a la segona meitat del 2026, l'escenari és neutral, amb una combinació d'inflació moderada, pujades de tipus esperades i polítiques econòmiques acomodaticies. Si es consolida una estabilitat geopolítica més gran, l'entorn podria afavorir una evolució positiva.

Desembre del 2026 – Escenaris

		Acceleració 1.345 EUR (+12 %)	Consens 1.300 EUR (+8 %)	Moderació 1.262 EUR (+5 %)
		1.345 EUR	1.300 EUR	1.262 EUR
PER	17x	22886	22069	21456
	16x	21540	20771	20194
	15x	20194	19472	18932
	14x	18847	18174	17669
	13x	17501	16876	16407
	12x	16155	15578	15145

Font: Bloomberg. Elaboració pròpia.

Previsions CEG: IBEX 35 – 2026 (preu actual: 18.360)

Creixement estimat del BPA el 2026 (%)	+8 %
PER actual (juny)	15,2x
PER 2026 estimat*	14,1x
Rendibilitat per dividend	3,83 %

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

Catalitzadors. L'economia espanyola continua fent de locomotora, beneficiada per l'auge del turisme i el seu impacte en els serveis, així com pel dividend extra que generen els fluxos migratoris. No obstant això, un cop confirmat el punt d'inflexió en política monetària, caldrà 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 en consonància amb les seves mitjanes històriques, fet que no es correspon amb la solidesa dels beneficis, de manera que podrien continuar observant-se alces en els seus nivells. Els riscos semblen ben balancejats.

Perspectives. Després d'haver estat un dels millors selectius dels darrers anys, l'índex espanyol podria continuar mostrant una certa solvència si es manté l'entorn econòmic actual, sempre que l'economia global no entri en un procés de desacceleració. Les baixes expectatives dels inversors i el seu posicionament reduït podrien ajudar en aquest sentit. Preferència per companyies de gran capitalització.

Desembre del 2026 – Escenaris

		Acceleració 143 USD (+50 %)	Consens 135 USD (+41 %)	Moderació 115 USD (+20 %)
		143 \$	135 \$	115 \$
PER	17x	2431	2295	1955
	16x	2288	2160	1840
	15x	2145	2025	1725
	14x	2002	1890	1610
	13x	1859	1755	1495
	12x	1716	1620	1380

Font: Bloomberg. Elaboració pròpia.

Previsions CEG: MSCI EM – 2026 (preu actual: 1.752)

Creixement estimat del BPA el 2026 (%)	+40 %
PER actual (juny)	18,5x
PER 2026 estimat*	13x
Rendibilitat per dividend	2,27 %

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

Catalitzadors. Sens dubte, és la sorpresa del 2026. La composició de l'índex, orientada cap a països com Taiwan i Corea, el situa com l'índex representatiu amb un pes més gran de companyies tecnològiques, per sobre de l'S&P 500. Els colls d'ampolla a la cadena de la IA permetrien assolir un creixement de beneficis poc habitual.

Valoracions. L'MSCI Emerging Markets cotitza per sobre dels seus múltiples històrics i dels d'altres economies desenvolupades, exclosos els EUA, a causa de les fortes perspectives de creixement estimades pels analistes, que reflecteixen un moment excel·lent el 2026 i podrien estendre's fins al 2027.

Perspectives. Més enllà de les conseqüències que puguin comportar les negociacions comercials entre els països emergents i els EUA i les dificultats en el mercat energètic, els índexs emergents han esdevingut molt dependents de l'evolució de les companyies tecnològiques. Si es confirma l'acceleració del creixement del BPA, els EM podrien mantenir el to positiu fins a finals del 2026. Preferència per la gran capitalització i per països asiàtics, exclosa 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 avís. 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.



Humanitzem les teves finances

www.caixaenginyers.com

© 2025. Caixa Enginyers | Tots els drets reservats