



Bas Fransen

Director de Mercats de Capitals
de Caixa Enginyers

Perspectives econòmiques i financeres

1r Semestre 2026



El tauler geopolític i geoeconòmic



La rivalitat EUA - Xina



- 26 % del PIB mundial
- 28 % de la inversió mundial en R+D
- 31 % de la despesa militar mundial
- Deute públic i privat: 290 % del PIB
- Exportador de petroli i gas



- 20 % del PIB mundial
- 25 % de la inversió mundial en R+D
- 15 % de la despesa militar mundial
- Deute públic i privat: 310 % del PIB
- Potència en energia renovable

Una rivalitat creixent, però amb interdependència econòmica



Dependència de la Xina

- Fabricació de productes bàsics
- Centres de producció (Apple, Nike...)
- Terres rares i materials estratègics
- Inversió en deute del Tresor Públic



Dependència dels EUA

- Disseny de xips avançats
- Demanda de consumidors
- Mercats financers amplis
- Qualitat creditícia dels EUA

“El president Xi és un gran líder d'un gran país, i crec que tindrem una relació fantàstica durant molt de temps. El president Xi és un amic.”



“La Xina i els Estats Units haurien de ser amics i socis. Això és el que la història ens ha ensenyat i la realitat ens demana.”



Claus d'inversió



La guerra a Iran. Impacte en mercats

	27-feb	20-mar	Cambio
Alemania: Bono 10 años (%)	2,64	3,04	40,0
Espanya: Bono 10 años (%)	3,06	3,58	51,7
Estados Unidos: Bono 10 años (%)	3,94	4,38	44,2
Dólares por euro	1,181	1,157	-2,0%
Brent (dólares por barril)	72,5	112,2	54,8%
Gas natural en Europa (euros por MWh)	32,0	59,3	85,4%
Cobre (dólares por 100 libras)	600,5	534,3	-11,0%
Oro (dólares por onza)	5.278,9	4.492,4	-14,9%
MSCI World (Mundo)	4.557	4.244	-6,9%
Euro Stoxx 50 (Europa)	6.138	5.501	-10,4%
IBEX 35 (Espanya)	18.361	16.714	-9,0%
DAX (Alemania)	25.284	22.380	-11,5%
CAC (Francia)	8.581	7.666	-10,7%
Dow Jones Industrial (Estados Unidos)	48.978	45.577	-6,9%
S&P 500 (Estados Unidos)	6.879	6.506	-5,4%
NASDAQ (Estados Unidos)	24.960	23.898	-4,3%
Nikkei 225 (Japón)	58.850	51.150	-13,1%
Hang Seng (Hong Kong)	8.859	8.574	-3,2%

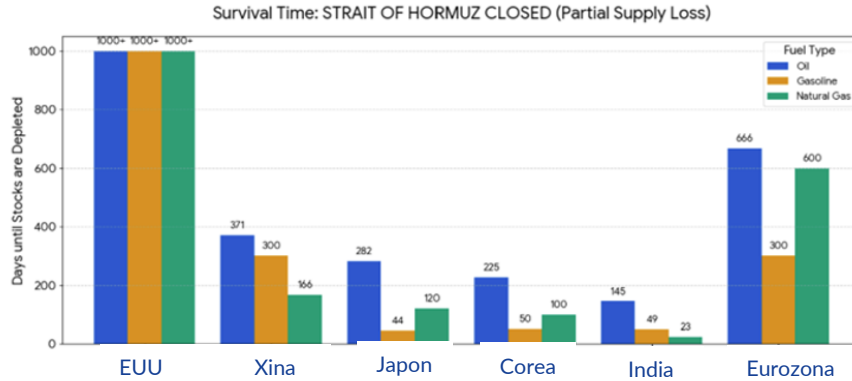
Repunt corbes de tipus d'interès per major risc inflació i risc de canvi de política monetària

Fort increment preus energètics

Correcció fins i tot de materials preciosos

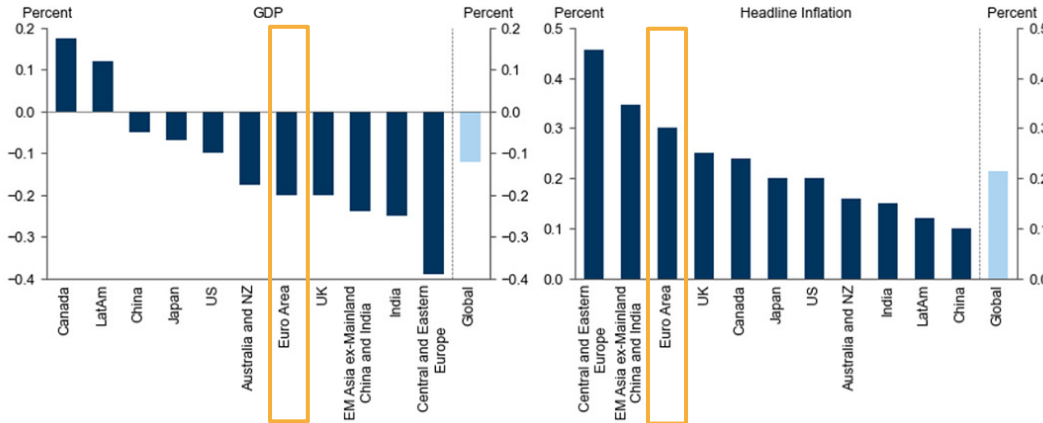
Forta correcció borsària centrat especialment en països amb dependència d'importacions d'energia

La guerra a Iran. El xoc d'energia més gran de la història...¿ però temporal ?



The United States of America **has beaten and completely decimated Iran**, both Militarily, Economically, and in every other way, but the **Countries of the World that receive Oil through the Hormuz Strait must take care of that passage**, and we will help — A LOT! The U.S. will also coordinate with those Countries so that everything goes quickly, smoothly, and well. This should have always been a team effort, and now it will be — It will bring the World together toward Harmony, Security, and Everlasting Peace!
President DONALD J. TRUMP

GS Rules of Thumb: Effect of a Sustained 10% Increase in Oil Prices On...



La guerra a Iran. Escenaris

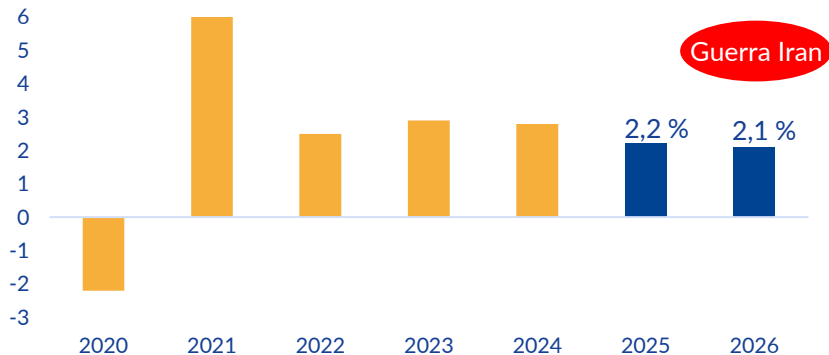
	Pessimista "Guerra llarga"	Neutral Negatiu "Conflicte amb focus a Ormuz"	Moderat "Pressió diplomàtica mundial"	Optimista "Iran accepta TACO"
Escenari guerra	<u>Conflicte durador i intens.</u> Atacs continus a Ormuz, destrucció instal·lacions de petroli, etc	<u>En diversos mesos</u> Reducció de la intensitat de la guerra però recuperació de trànsit molt limitat a Ormuz i limitació producció energia	<u>En 4-6 setmanes</u> Alt de foc i gradual re-obertura gairebé completa d'Ormuz. Gradual reactivació extracció de petroli, GNL, etc.	<u>En properes 2 setmanes:</u> Alt de foc creïble i re-apertura efectiva d' Ormuz
Catalitzadors	US + Israel intensifiquen els atacs després de la no rendició de l'Iran. Amenaça d'entrada de tropes a l'Iran.	L'Iran no es rendeix però es redueix la intensitat dels atacs. Els interessos econòmics mundials se centren a mantenir cert trànsit a Ormuz	La defensa de l'Iran es mostra resilient. La creixent pressió diplomàtica de països dependents de petroli (Xina, Índia, Europa) força finalment un alt de foc	TACO Trump + debilitat militar Iran + pressió estats del Golf
Petroli	150 USD Xoc d' oferta històric	100 – 120 USD Forta destrucció d' oferta	70 – 90 USD Lenta recuperació oferta d' energia	< 70 USD Ràpida relaxació
Economia	Escenari de <i>stagflation</i> amb fort impacte a Europa i Àsia	Desacceleració econòmica, augment risc de recessió. Efectes 2a ronda en inflació	Lleuger impacte en economia, menor expectativa de creixement. IPC a l' alça, inici riscos de 2a ronda	A penes sense impacte, lleuger repunt IPC durant 1 -2 mesos
Bancs Centrals	Increment tipus (+50-100pb.) tot i que preocupació per entorn econòmic	BCE + FED: Incremento + 25 / +50	BCE: "vigilància però sense augments" FED: "sense retallades el 2026"	BCE: Neutral en 2026 FED: 1-2 retallades el 2026
Mercats	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Crisi borsària ▪ Crisi de crèdit ▪ Aplanament corbes deute. ▪ EUR/USD < 1,10 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Correcció borsària 10% addicional ▪ Increment spreads crèdit ▪ Aplanament corbes deute. ▪ EUR/USD 1.10 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Noves correccions bosses. Recuperació en 2S ▪ Continuació pressió alcista yields ▪ EUR/USD 1.14 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Borses a màxims any, especialment Europa ▪ Forta relaxació yields: eliminació expectatives BCE ▪ EUR/USD 1.18
Probabilitat	Risc de cua	Possible	Escenaris	Base

Entorn econòmic

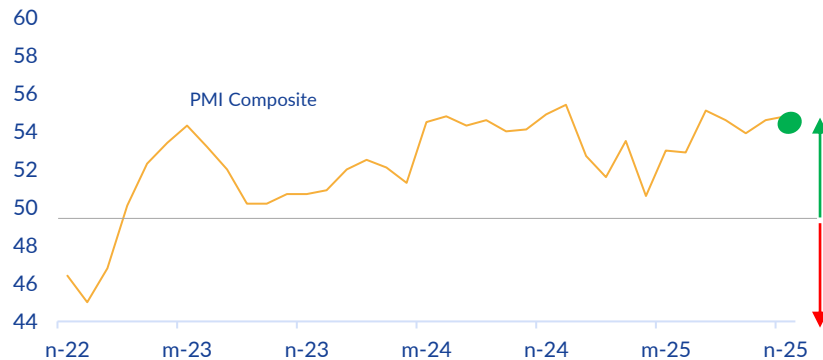


EUA Els impulsos de Trump i la Fed neutralitzaran la desacceleració

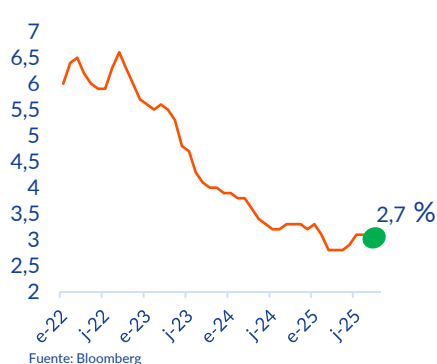
Creixement del PIB dels EUA



La confiança empresarial es manté en zona d'expansió



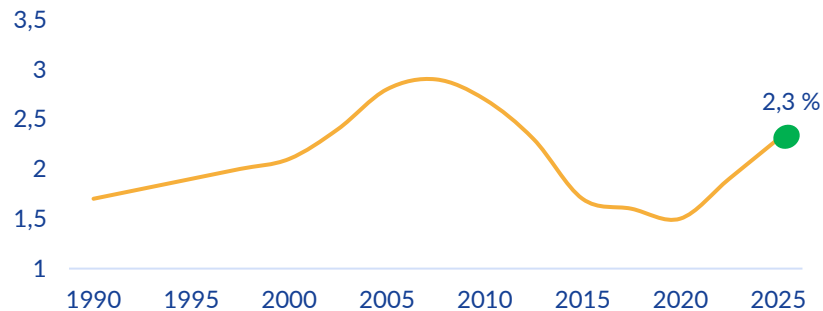
La moderació gradual de la inflació permet retallades de tipus



Dèficit públic



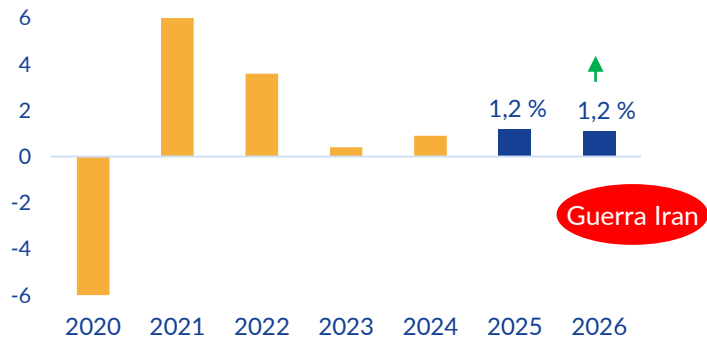
Creixement de la productivitat gràcies a les elevades inversions en R+D



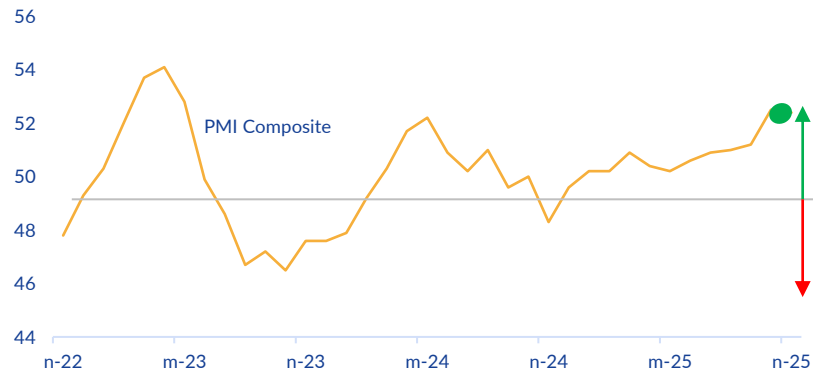
Fuente: Bloomberg

Zona euro: reactivació de l'economia gràcies a l'impuls fiscal?

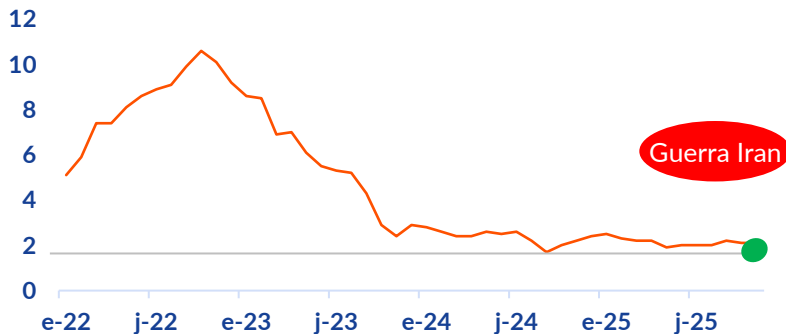
Creixement del PIB de la zona euro



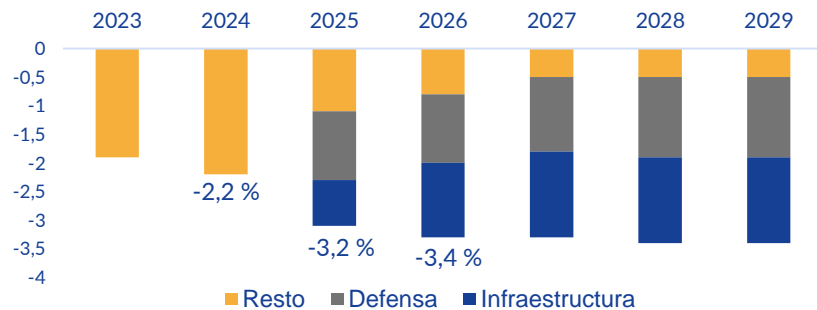
Recuperació gradual de la confiança dels empresaris europeus



Compliment de l'objectiu del BCE: moderació de la inflació fins al 2 %



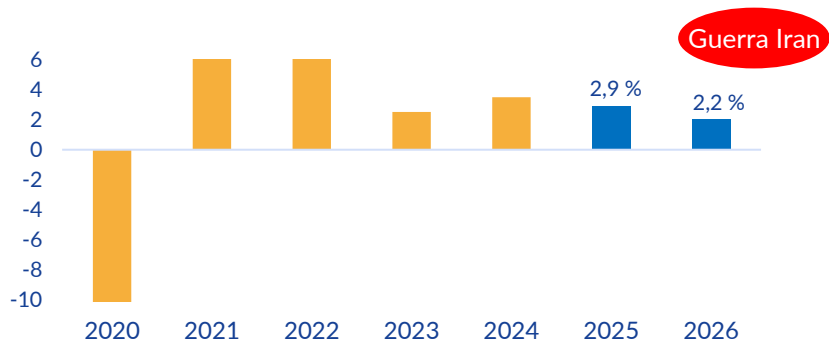
Expectatives de dèficit públic a Alemanya



Fuente: Bloomberg

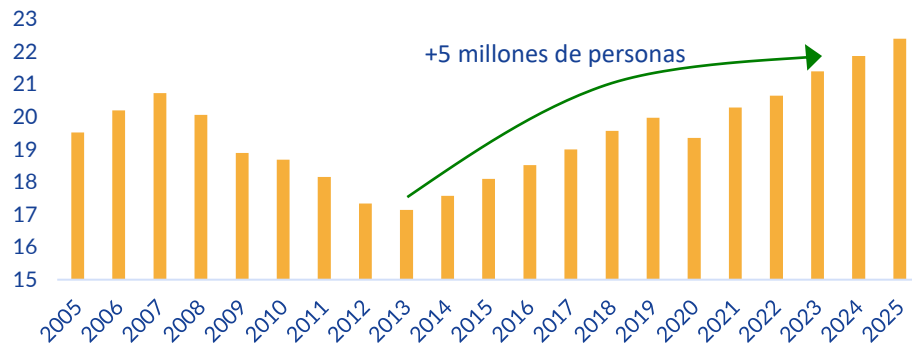
Espanya: continua el diferencial de creixement respecte als socis europeus

Creixement del PIB d'Espanya

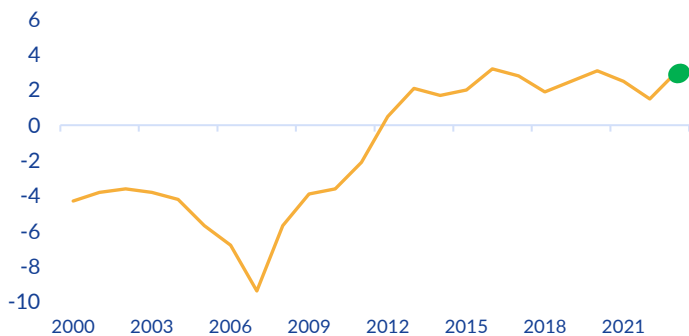


Creació constant d'ocupació

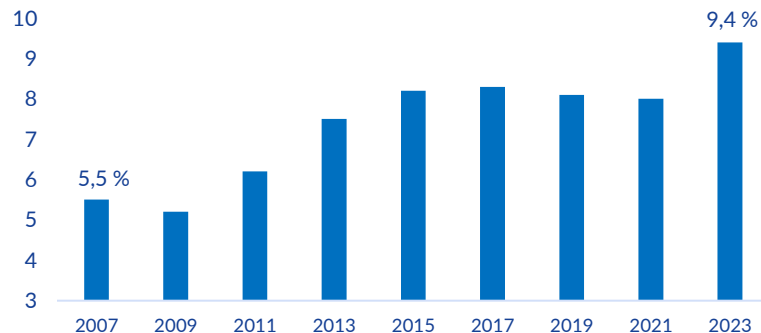
[Nre. de persones ocupades]



Saldo del compte corrent (% del PIB)



Serveis no turístics (% del PIB)



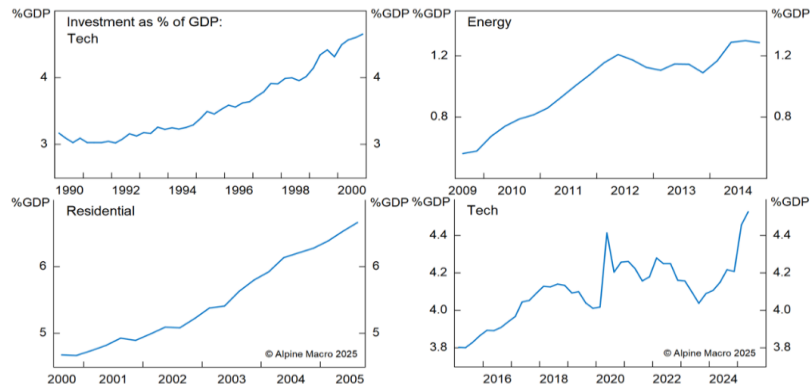
Entorn financer



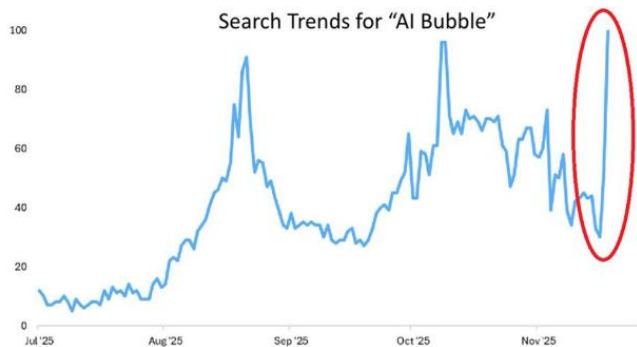


Sí que és una bombolla

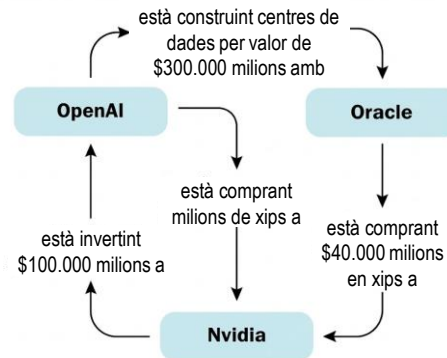
Es repeteix la història?



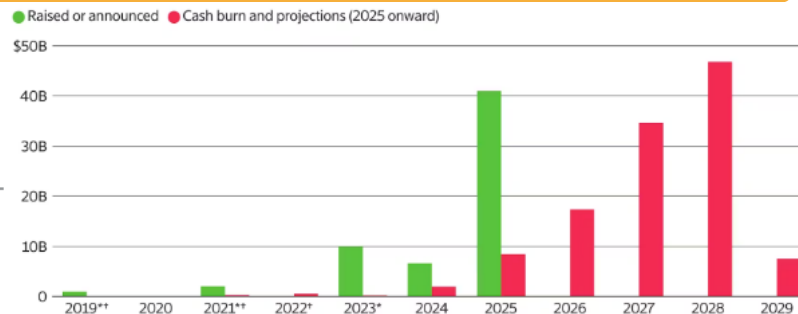
Preocupació generalitzada pel sobreescalfament de les cotitzacions



El finançament dels projectes és circular i poc clar

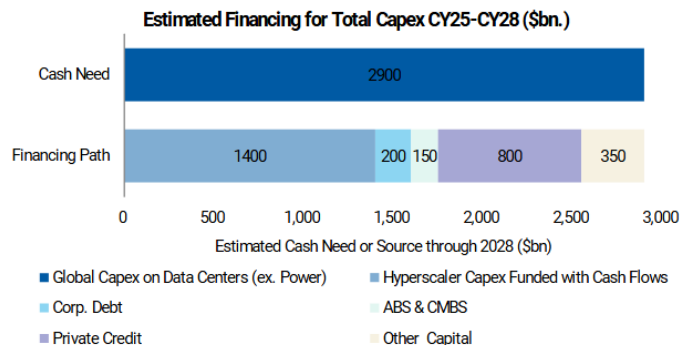


Trajectòria financera difícil per a OpenAI sense finançament extern: pròxima OPV?



NO és una bombolla

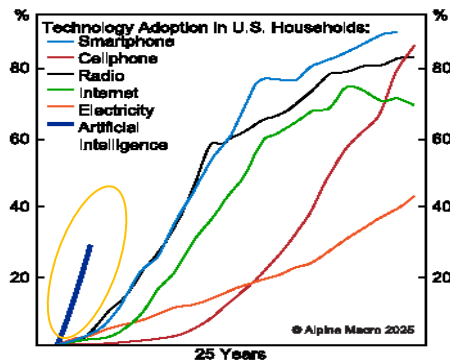
Les companyies tenen prou marge per invertir en projectes



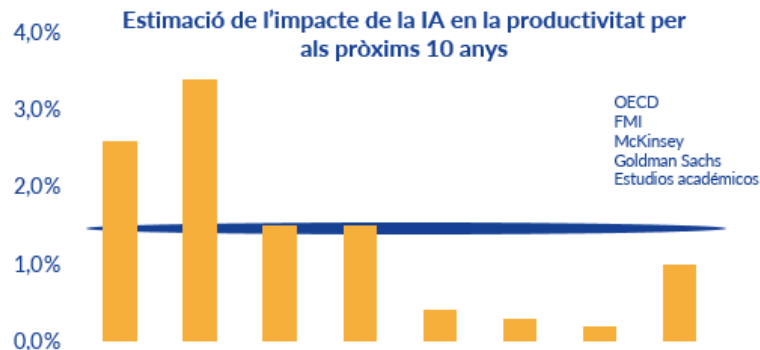
Les valoracions estan molt lluny de bombolles anteriors

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

L'adopció de la IA (als Estats Units) està sent més ràpida que altres revolucions tecnològiques del passat

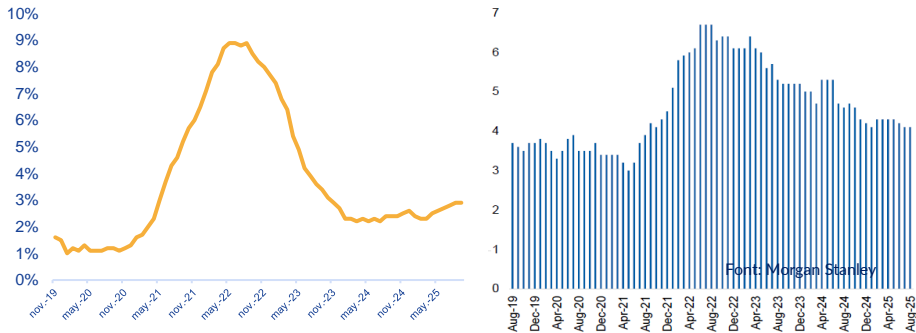


Diferents estudis acadèmics, bancs d'inversió i consultors indiquen un creixement de la productivitat

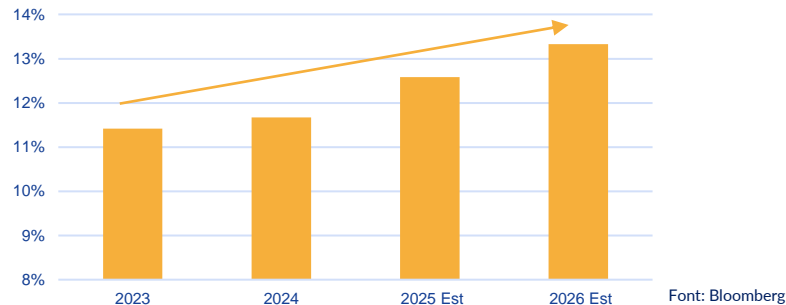


Es manté la **pressió més baixa de costos** i la **millora dels marges...Acceleració dels beneficis.**

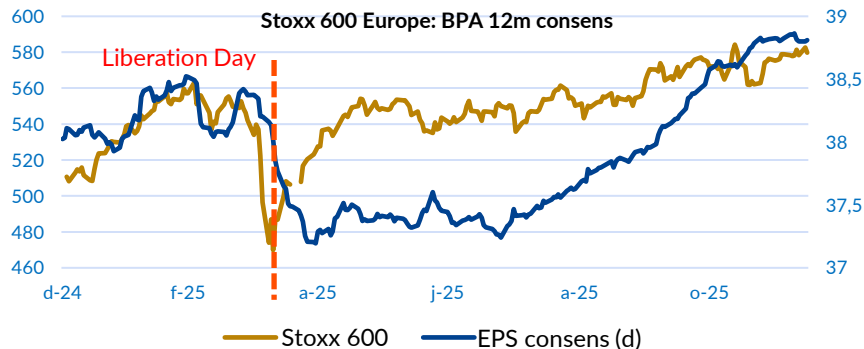
**Menys pressió de costos industrials...
i desacceleració del creixement salarial...**



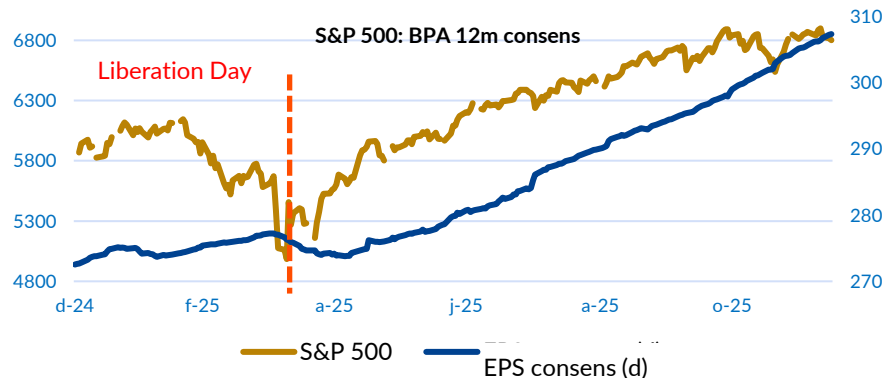
...indiquen una contínua millora gradual dels marges
Evolució del marge operatiu de l'MSCI World



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

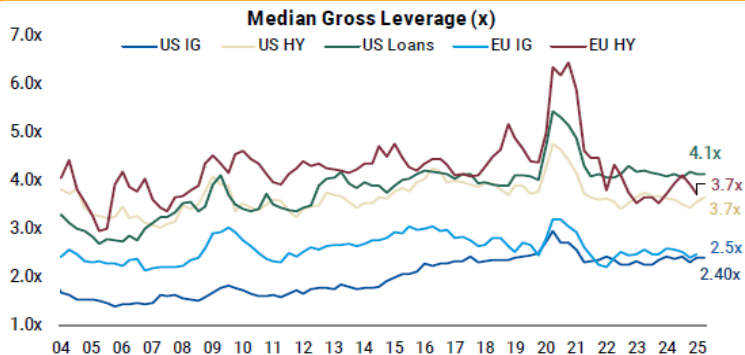


Lleu ajust, però es manté la tendència estructural dels beneficis
Creixement previst del BPA a 12 mesos: +13,3%

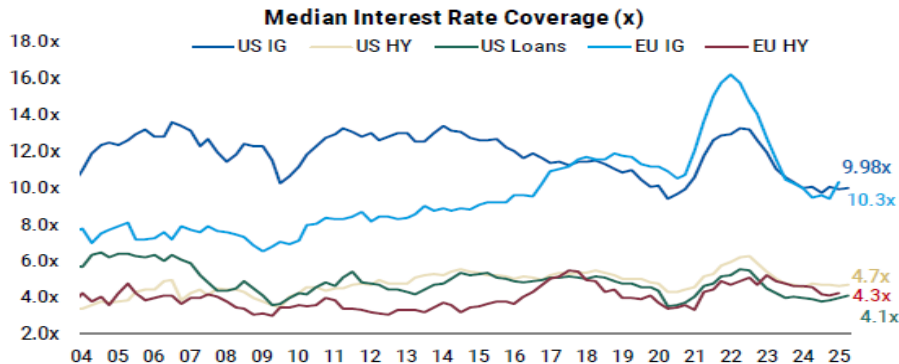


Fonamentals sòlids en el **deute**

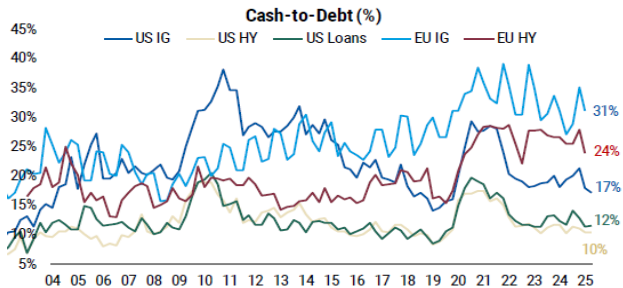
Palanquejament net - EUR Corporates IG - Deute brut / EBITDA



Cobertura d'interessos - US & EU Corporates



Liquiditat - EUR Corporates IG - Caixa / Deute



Fonts: Morgan Stanley

Les mètriques creditícies continuen estabilitzant-se i millorant.

El palanquejament es manté estable gràcies a marges resilents.

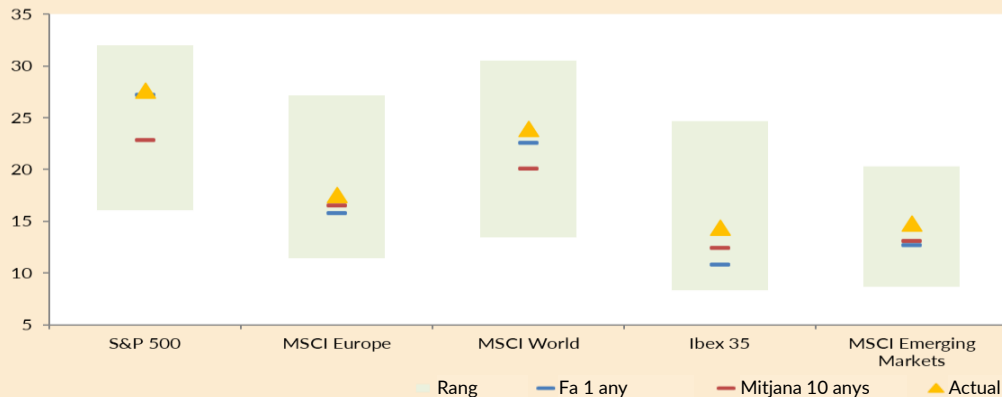
La cobertura d'interessos es troba en procés d'estabilització.

El coixí de caixa se situa per sobre de la mitjana històrica.

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





Preu sobre beneficis actuals (PER, x)

2025

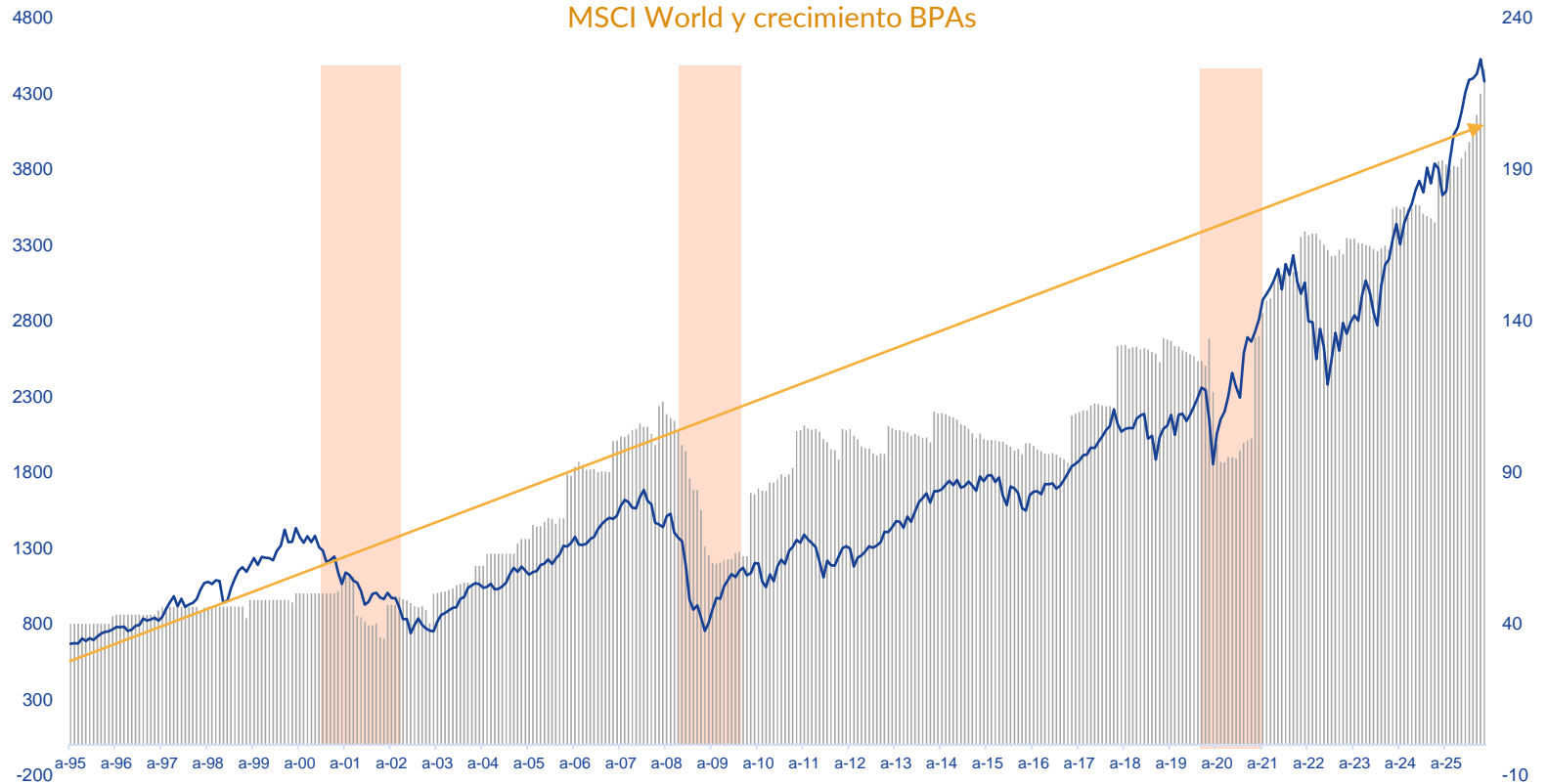


Font: Caixa Enginyers Gestió, Bloomberg (dades a desembre de 2025)

2026e

	S&P 	Euro Stoxx 	IBEX 35 	MSCI EM 
Creixement BPA 12m (%)	+13,5 %	+7 %	+7 %	+10 %
PER futur actual (desembre)	22,0x	15,9x	14,5x	15,5x
PER futur 12m estimat*	22,0x	16x	13,5x	14x
Rendibilitat per dividend	1,2 %	2,8 %	3,3 %	2,4 %

A mitjà termini les borses es guien pels beneficis empresarials



Riscos i oportunitats

Més probabilitat
Menys probabilitat

Geopolítica

Riscos

Guerra a Iran de llarga durada
Rússia-OTAN, Taiwan - Xina

Economia

Nova desacceleració de l'economia xinesa
Caiguda de borses amb impacte negatiu en el consum

Bancs centrals

Força politització de la Fed
Repunt d'inflació amb conseqüències per als tipus

Política fiscal

Crisi en el mercat de deute que obliga a mesures d'austeritat als EUA

Condicions financeres

Volatilitat o més prudència creditícia
Ràpida i severa **depreciació del USD**

Oportunitats

Acord de pau a Ucraïna
Acord comercial durador EUA-Xina

Acceleració del creixement a Alemanya i UE
Ràpid impacte de la IA en productivitat i PIB

Ràpida moderació de la inflació als EUA, cosa que permet retallades més grans de tipus per la Fed

Més cohesió a la UE que reforça la implementació de reformes estructurals

Nova reducció dels diferencials de crèdit i de la volatilitat pel dinamisme econòmic

En resum, com veiem l'entorn del 2026?

Escenari base

Geopolítica	Fragmentació Conflictes	Estil negociador dels EUA i la Xina	Elevada incertesa : possibilitat de nous conflictes o d'acords de pau i comercials
Economia	Moderació als EUA Debilitat a la Xina	Potencial reactivació d' Europa	Polítiques procreixement als EUA (<i>midterm</i>) Creixement de la productivitat gràcies a la IA
Bancs centrals	Retallades moderades de tipus per la Fed Neutralitat del BCE		Risc de repunt de l'IPC als EUA (aranzels o reducció d'oferta laboral)
Política fiscal	Impuls fiscal als EUA, Alemanya, la Xina i el Japó		Límits al dèficit (excepte Alemanya) per elevades ràtios de deute Risc de tensions en el mercat de deute
Condicions financeres	Condicions financeres laxes tot i l'elevada incertesa geopolítica i econòmica		Despallanquejament privat als EUA i la UE Fi del procés de reducció del balanç dels bancs centrals
Mercats financers	Entorn econòmic favorable + Polítiques expansives Fonaments empresarials sòlids Expectativa de creixement del BPA		Exigents valoracions en el sector tecnològic Episodis de volatilitat ; necessitat d' equilibri en carteres

Moltes gràcies



DISCLAIMER

CAIXA ENGINYERS és una entitat de crèdit subjecta a la supervisió del Banc d'Espanya, en el Registre Oficial de Bancs del qual es troba inscrita amb el número 3025, i està 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, als efectes de les normes de conducta aplicables als serveis d'inversió a Espanya.

L'informe s'ha fet amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, a la data d'emissió de l'informe, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé CAIXA ENGINYERS no garanteix ni es responsabilitza de la seva seguretat.

És possible que la informació es pugui referir a productes, operacions o serveis d'inversió respecte dels quals hi hagi informació addicional en documentació separada. Es convida els seus destinataris a sol·licitar aquesta informació addicional que pugui facilitar CAIXA ENGINYERS en el curs de la prestació dels serveis, operacions o productes. En aquest cas, es convida els destinataris d'aquest informe a tenir en consideració l'esmentada informació addicional de manera coherent amb el seu contingut.

El contingut dels informes en cap cas no constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i instruments financers als quals es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, de manera que l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS no es fa responsable del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui patir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i opinions recollides en els informes.

En cap cas la informació continguda en aquest document es basarà en consideracions de les circumstàncies personals dels destinataris de la informació esmentada i, així mateix, tampoc no consistirà en recomanació personalitzada per fer la compra, venda, subscripció, canvi, reemborsament o el manteniment o assegurement d'un instrument financer específic, com tampoc per exercitar o no qualsevol dret conferit per un instrument financer determinat per a la compra, venda, subscripció, canvi o reemborsament, sinó que es tracta d'una informació orientativa general.

Pel que fa als preus objectius que es puguin desprendre de l'anàlisi efectuada pel Departament de Mercat de Capitals de CAIXA ENGINYERS, aquests queden subjectes a criteris d'anàlisi fonamental i tècnica, ponderant en cada cas els mètodes que, en funció de la pròpia opinió, s'adeqüen millor a cada companyia en particular. Tret 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 ni 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 de l'analista o analistes que elaboren els informes es basa en diversos criteris, entre els quals figuren els resultats obtinguts durant l'exercici econòmic pel Grup CAIXA ENGINYERS, però en cap cas la retribució dels analistes està vinculada directament o indirectament a la informació continguda en aquest informe ni al sentit de les recomanacions que s'hi detallen.

Els membres del Departament de Mercat de Capitals de CAIXA ENGINYERS podran disposar, a títol personal, d'accions d'alguna o algunes de les companyies que s'esmenten en els informes, o d'alguna de les seves filials i/o participades.

