

FMI (Oct26): L'economia resisteix, però amb creixents vulnerabilitats

L'FMI va actualitzar els seus documents sobre la situació econòmica (WEO, World Economic Outlook) i dels mercats i l'estabilitat financera (GFSR, Global Financial Stability Report). Aquest document resumeix les seves principals conclusions.

1. Entorn econòmic: Vents de cara geopolítics i la IA com a vent de cua

L'FMI no fa canvis substancials en les seves previsions econòmiques. El llast procedent de la major persistència del xoc energètic provocat pel conflicte a l'Orient Mitjà està sent compensat per mesures de política i pel major impuls procedent de la inversió associada a la intel·ligència artificial (IA). En tot cas, això està generant impactes heterogenis en funció de la dependència energètica i de l'evolució de la inversió a cada país. El bon to de les dades macroeconòmiques i dels beneficis empresarials ha permès sostenir les valoracions de la renda variable, fet que és el principal factor de suport per a les condicions financeres, que es mantenen acomodaticies.

L'FMI adverteix de la pressió creixent sobre aquesta resistència macroeconòmica. En resposta a l'augment del preu del petroli i a la menor oferta procedent de la regió del Golf Pèrsic, els països han adoptat mesures compensatòries, que han permès limitar l'impacte macroeconòmic advers dels preus de l'energia més elevats com:

- Als mercats energètics: (i) l'adopció de noves rutes (p.ex. oleoductes); (ii) l'augment de la producció a tercers països; (iii) una reducció dels inventaris i de les reserves estratègiques; i (iv) l'ús de fonts alternatives d'energia (p.ex. renovables). Totes aquestes mesures en un context marcat per la menor dependència del petroli de l'economia global. En total, la flexibilitat de resposta i la menor intensitat energètica han permès que el llast del xoc de petroli sobre l'activitat sigui d'un -0,3 punts percentuals, davant dels -0,9 punts percentuals que hauria pogut assolir.
- L'ús de mesures de política fiscal per part dels governs per mitigar l'impacte sobre les llars i les empreses.

Les mesures compensatòries, no obstant, estan esgotant el seu marge. L'escalada de les tensions al Mar Roig i al Mar Negre limita les opcions de noves rutes i els inventaris globals de cru s'han reduït molt substancialment, fins a nivells propers a la criticitat. Per la seva banda, la Xina, que va reduir substancialment les seves importacions els mesos inicials del conflicte, sembla haver reprès les compres de cru al mercat internacional.

La inversió a IA ha generat un fort dinamisme de la demanda, encara que diferencial, per països a partir de l'augment de la inversió i dels fluxos de comerç internacional. L'impacte es concentra, pel que fa a la inversió, als Estats Units i la Xina (que concentren el 75% de les importacions netes globals de maquinari associat a la IA i el 57% de la capacitat instal·lada de centres de dades des del 2024), mentre que, en termes d'exportacions netes, els grans beneficiats estan sent Taiwan i Corea del Sud, tots dos països amb substancials revisions a l'alça a les seves projeccions econòmiques.

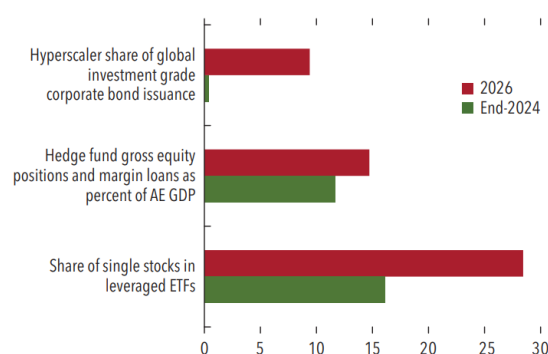
2. IA: Impuls, encara que també un risc

La IA és una indústria altament concentrada, tant en les fases inicials (capacitat de computació per a l'entrenament i el funcionament de models), com en les fases finals (desenvolupament de models a la frontera del coneixement d'IA). L'actual impuls sobre l'activitat macroeconòmica es concentra, ara com ara, en el seu efecte sobre la inversió en *capex* que afavoreix la producció i l'exportació de maquinari i als països que estan desplegant aquestes capacitats. Tot i això, a mitjà i llarg termini, la IA aportarà un impuls a l'oferta, a través de millores en la productivitat dels treballadors i una creixent capacitat d'automatitzar processos i tasques. Aquesta evidència és encara circumstancial i a nivell sectorial i encara no és observable en les dades agregades de creació d'ocupació, possiblement per l'existència també de costos d'adaptació a curt termini.

En la mesura que la IA genera un xoc de demanda, l'FMI constata que la IA constitueix un xoc inflacionari per l'existència de límits i colls d'ampolla a l'augment de la producció en diversos sectors que inclouen els semiconductors, la construcció de centres de dades, el maquinari especialitzat, la generació i la connectivitat elèctrica, els sistemes de refrigeració i el sector immobiliari. Un altre factor d'impuls de la IA a la demanda agregada són els efectes riquesa propiciats per l'augment de les valoracions a la borsa de les empreses del sector, que afavoreix un augment del consum de les llars, malgrat l'elevada concentració de les tinences de renda variable a la majoria de països.

Una correcció de les valoracions de la IA és un dels principals riscos. L'origen pot ser una decepció sobre la materialització dels beneficis esperats d'aquesta tecnologia o la constatació que les mateixes capacitats d'IA són possibles amb nivells molt més reduïts de computació i d'inversió. Una vulnerabilitat és el creixent volum de deute i palanquejament del sector, especialment en els coneguts com a hiperescaladors. Això es constata en: (i) la seva importància creixent en els mercats de deute corporatiu (fins al 10 % de les emissions globals de deute de grau d'inversió); (ii) l'exposició més gran dels fons d'inversió a posicions directes i préstecs de marge; i (iii) l'augment de les accions individuals en ETFs palanquejats.

Gràfic 1 Importància de les empreses d'IA en els mercats financers



Font: FMI.

Una correcció al sector de la IA podria portar a una revisió a la baixa dels beneficis empresarials, provocaria una caiguda de les valoracions en borsa i d'altres actius associats com el deute corporatiu del sector. El palanquejament es faria evident i podria accelerar els moviments inicials a més d'estendre'ls a altres sectors vinculats de l'economia, incloent-hi els sectors relacionats per activitat i el sector financer.

3. Deute sobirà: risc de repunts desordenats

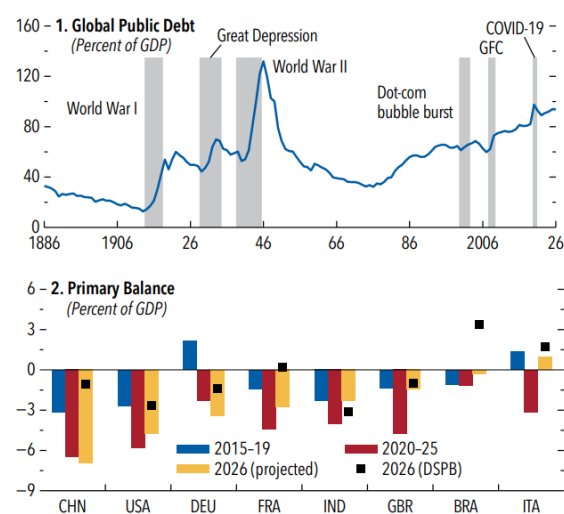
Les rendibilitats dels bons de deute sobirà han repuntat a partir dels preus més alts de l'energia i l'augment de les primes associades (de risc i a termini). A l'explicació del repunt dels tipus d'interès del deute sobirà a llarg termini, l'FMI destaca la importància de l'augment de les expectatives de tipus oficials en el futur. En altres paraules, els mercats financers esperen una política monetària restrictiva els propers anys. No obstant, les primes de risc a termini també han jugat un paper en l'augment dels tipus d'interès a llarg termini en alguns països, especialment en un entorn marcat per preocupacions creixents sobre els creixents dèficits fiscals i l'elevat deute públic.

Nous augments dels preus energètics suposen un risc ja que es poden traslladar a un augment de la inflació esperada i a la necessitat de nous tensionaments de la política monetària, és a dir, de tipus d'interès oficials més elevats a curt termini. Aquest moviment es podria veure amplificat per:

- El major impacte dels tipus d'interès de curt termini sobre les finances públiques atesa la reducció del perfil de venciments del deute públic en alguns països (com, per exemple, els Estats Units).
- El rol creixent d'inversors sensibles al preu com els inversors internacionals, els fons d'inversió i les llars poden amplificar moviments en les primes de risc i de termini del deute sobirà.
- El deteriorament de la qualitat de la liquiditat, especialment en moments d'augment de la volatilitat per la pressió sobre els balanços dels intermediaris en aquest mercat.

Malgrat certa reducció de les fragilitats als mercats de deute públic, com la reducció d'operacions d'acords de recompra (*repo*) col·lateralitzats per deute sobirà per part de fons d'inversió, **les vulnerabilitats persisteixen**. En un entorn d'elevats dèficits i deute públics, el risc de refinançament ha augmentat pels grans volums i pel canvi de perfil d'emissions dels sobirans, que s'ha esbiaixat cap a les emissions de curt termini.

Gràfic 2 Deute públic global (a dalt, % del PIB) i dèficit públic en certs països (a sota, % del PIB)



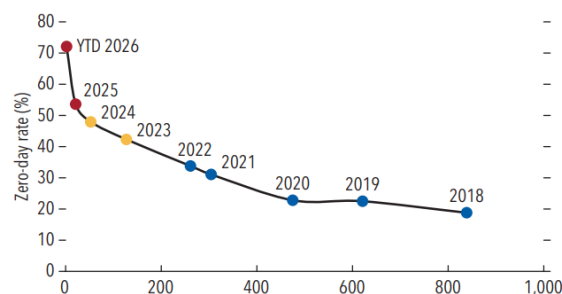
Font: FMI.

4. Ciberseguretat: un risc creixent en una carrera d'IA

Les institucions financeres han vist augmentar el perímetre sensible a possibles ciberatacs atès el creixent ús de tecnologies digitals interconnectades, serveis de computació i emmagatzematge en remot, serveis de tercers i la interacció amb sistemes de pagaments en temps real. A més, tal com destaca l'FMI, aquests serveis digitals registren una concentració elevada i estan subjectes a cadenes de subcontractació que poden generar dependències digitals no sempre identificades.

Els ciberatacs han guanyat en sofisticació, a partir de l'auge de nous participants com grups paraestats i grups de bloqueig-rescat (*ransomware*) i de noves eines, especialment els models més sofisticats d'IA, que han demostrat les seves capacitats en l'explotació de xarxes i entorns protegits. El resultat és una carrera entre la creixent sofisticació dels ciberatacs i de les defenses, el resultat de la qual és una reducció del temps disponible per corregir possibles "forats" de seguretat un cop es detecten. L'FMI presenta una estimació que, al 2026, més del 70% de possibles problemes de seguretat detectats eren explotats de forma pràcticament immediata, davant de nivells del 20% el 2018.

Gràfic 3 Ciberatacs (horizontal: temps mig d'explotació d'una vulnerabilitat; vertical: vulnerabilitats explotades el mateix dia de la seva publicació)



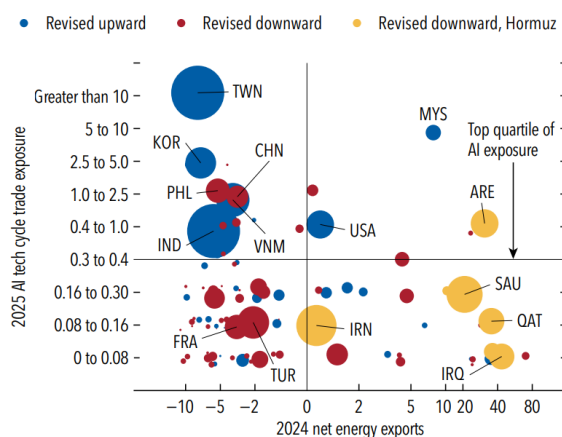
Font: FMI.

5. Projeccions i balanç de riscos

L'FMI projecta un creixement mundial del 3,1 % per al 2026 i del 3,4 % per al 2027, per sota del 3,5 % registrat al 2025, encara que la previsió es bifurca: es revisen a l'alça les perspectives de països amb exposició al cicle d'IA i exportadors nets d'energia (excepte els del Golf Pèrsic pel tancament d'Ormuz) i a la baixa aquells menys exposats al cicle d'IA i amb una major dependència energètica exterior.

"El creixement no s'està frenant o accelerant; més aviat el creixement s'està redistribuint entre països segons la seva exposició al shock d'oferta provocat pel conflicte i la fortalesa de la demanda relacionada amb l'IA"

Gràfic 4 Divergència de revisions (horizontal: exportacions netes d'energia; vertical: exposició comercial al cicle global d'IA global)



Font: FMI.

La inflació es manté elevada al 2026 per la recuperació dels preus energètics des de l'estiu de 2026, després del final de la teva parcial acordada a principis del mateix estiu. L'FMI adverteix que, malgrat que els índexs subjacents d'inflació romanen moderats, comença a observar-se un cert trasllat dels augments de costos energètics i associats al cicle d'IA a la resta de preus de l'economia i senyala que aquestes pressions són més evidents en els preus del sector serveis.

L'escenari contemplat per l'FMI suposa::

- La reobertura de l'estret d'Ormuz al març del 2027 i la normalització del trànsit marítim a partir de l'octubre de 2027, el que permetria evitar les principals restriccions d'oferta, especialment en un context d'esgotament dels factors mitigadors de l'impacte del conflicte.
- Certa moderació del cicle global d'IA, sense un impacte substancial a curt termini en la productivitat.
- Augments addicionals dels tipus d'interès oficials a les principals economies desenvolupades i una política fiscal neutral, es a dir, sense nous anuncis d'expansió fiscal, però tampoc de restricció.

Taula 1. Quadre macroeconòmic

	2025	Projections		Difference from July 2026 WEO Update ¹		Difference from April 2026 WEO ¹	
		2026	2027	2026	2027	2026	2027
World Output	3.5	3.1	3.4	0.1	0.0	0.0	0.2
Advanced Economies	2.0	2.1	1.8	0.4	0.0	0.3	0.1
United States	2.3	2.3	2.3	0.0	0.1	0.0	0.2
Euro Area	1.2	1.1	1.2	0.2	0.0	0.0	0.0
Germany	0.2	1.3	1.1	0.6	0.1	0.5	-0.1
France	0.9	0.4	0.7	-0.2	-0.2	-0.5	-0.2
Italy ²	0.5	0.8	0.6	0.3	0.1	0.3	0.1
Spain	2.6	2.5	1.8	0.4	0.0	0.4	0.0
Japan	1.2	0.7	0.7	0.1	0.0	0.0	0.1
United Kingdom	1.2	1.3	1.2	0.3	-0.1	0.5	-0.1
Canada	1.9	1.1	1.7	0.0	0.0	-0.4	-0.2
Other Advanced Economies ³	3.1	4.2	2.7	1.4	0.4	1.6	0.5
Emerging Market and Developing Economies	4.5	3.7	4.4	-0.1	-0.1	-0.2	0.2
Emerging and Developing Asia	5.6	5.1	4.9	0.1	0.1	0.2	0.1
China	5.0	4.5	4.0	-0.1	-0.1	0.1	0.0
India ⁴	7.8	7.0	7.0	0.6	0.3	0.5	0.5
Emerging and Developing Europe	2.0	1.7	2.1	-0.2	0.0	-0.3	0.0
Russia	1.0	0.9	0.9	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Latin America and the Caribbean	2.5	2.3	2.5	-0.1	-0.2	0.0	-0.2
Brazil	2.3	2.2	1.9	-0.2	-0.3	0.3	-0.1
Mexico	0.5	1.5	1.8	0.3	-0.1	-0.1	-0.4
Middle East and Central Asia	3.7	-0.3	6.3	-1.0	-0.2	-2.2	1.7
Saudi Arabia	4.6	-3.3	7.9	-5.0	2.4	-6.4	3.4
Sub-Saharan Africa	4.5	4.5	4.5	0.2	0.0	0.2	0.1
Nigeria	4.0	4.2	4.3	0.1	0.0	0.1	0.0
South Africa	1.1	1.0	1.3	-0.1	0.0	0.0	0.0
<i>Memorandum</i>							
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.9	2.5	2.8	0.1	0.0	-0.1	0.2
European Union	1.5	1.4	1.4	0.2	0.0	0.1	0.0
ASEAN-5 ⁵	4.5	4.4	4.3	0.3	0.0	0.3	-0.1
Middle East and North Africa	3.3	-2.0	7.0	-1.5	-0.3	-3.1	2.2
Emerging Market and Middle-Income Economies	4.5	3.6	4.4	-0.1	0.0	-0.2	0.3
Low-Income Developing Countries	4.8	4.8	4.8	0.0	-0.1	0.0	-0.1
World Trade Volume (goods and services)	5.0	4.6	4.7	1.1	0.4	1.8	0.9
Imports							
Advanced Economies	4.7	5.0	4.2	1.5	0.8	2.4	1.1
Emerging Market and Developing Economies	5.4	4.0	5.1	0.4	-0.2	1.3	0.2
Exports							
Advanced Economies	3.6	5.1	3.7	1.8	0.5	2.6	1.0
Emerging Market and Developing Economies	7.1	3.6	6.6	0.0	0.2	0.1	1.2
Commodity Prices							
Oil ⁶	-14.4	41.3	-8.7	9.5	3.1	19.9	-1.1
Nonfuel (average based on world commodity import weights)	9.9	17.3	2.6	-1.3	1.3	-4.4	0.7
World Consumer Prices⁷	4.1	4.7	4.1	0.0	0.2	0.3	0.4
Advanced Economies ⁸	2.5	3.1	2.7	0.1	0.3	0.3	0.5
Emerging Market and Developing Economies ⁷	5.2	5.7	5.1	-0.1	0.3	0.2	0.5

Font: FMI.

A mig i llarg termini, l'FMI projecta un creixement global del 3,2 % pels anys 2028-31, força per sota de les taxes registrades en les dues dècades abans de la pandèmia (2010-19), que va ser del 3,7 %. Les revisions afecten sobre tot als països importadors d'energia i als països de l'Orient Mitjà més afectats per l'actual conflicte.

El balanç de riscos segueix esbiaixat a la baixa, encara que contempla menors riscos a la baixa sobre l'activitat i majors riscos a l'alça sobre la inflació.

Riscos a la baixa	Riscos a l'alça
• Conflictes persistents. • Ciberseguretat. • Climatologia extrema. • Revaluació de las expectatives associades a la IA. • Tensions i vulnerabilitats als mercats financers. • Noves tensions comercials.	• Momentum del cicle tecnològic • Majors guanys de productivitat provocats per la IA • Reconfiguració del sistema de comerç internacional. • Resiliència de l'oferta d'energia y acceleració de la transició energètica.

INFORMACIÓ LEGAL

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

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

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

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

Informació sobre conflictes d'interès

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

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

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

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

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

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