

FMI (Oct26): La economía resiste, pero con crecientes vulnerabilidades

El FMI actualizó sus documentos sobre la situación económica (WEO, World Economic Outlook) y de los mercados y la estabilidad financieros (GFSR, Global Financial Stability Report). Este documento resume las principales conclusiones de los mismos.

1. Entorno económico: Vientos de cara geopolíticos y la IA como viento de cola

El FMI no realiza cambios sustanciales en sus previsiones económicas. El lastre procedente de la mayor persistencia del *shock* energético provocado por el conflicto en Oriente Medio está siendo compensado por medidas de política y por el mayor impulso procedente la inversión asociada la inteligencia artificial (IA). Sin embargo, ello está generando impactos heterogéneos en función de la dependencia energética y la evolución de la inversión en cada país. El buen tono de los datos macroeconómicos y de los beneficios empresariales ha permitido sostener las valoraciones de la renta variable, lo que es el principal factor de apoyo para las condiciones financieras, que se mantienen acomodaticias.

El FMI advierte de la creciente presión sobre esta resistencia macroeconómica. En respuesta al aumento del precio del petróleo y a la menor oferta procedente de la región del Golfo Pérsico, los países han adoptado medidas compensatorias, que han permitido limitar el impacto macroeconómico adverso de los mayores precios de la energía como:

- En los mercados energéticos: (i) la adopción de nuevas rutas (p.ej. oleoductos); (ii) el aumento de la producción en terceros países; (iii) una reducción de los inventarios y de las reservas estratégicas; y (iv) el uso de fuentes alternativas de energía (p.ej. renovables). Todas estas medidas en un contexto marcado por la menor dependencia del petróleo de la economía global. En total, la flexibilidad de respuesta y la menor intensidad energética han permitido que el lastre del shock de petróleo sobre la actividad sea de un -0,3 puntos porcentuales, frente a los -0,9 puntos porcentuales que habría podido alcanzar.
- El uso de medidas de política fiscal por parte de los gobiernos para mitigar el impacto sobre los hogares y las empresas.

Las medidas compensatorias, sin embargo, están agotando su margen. La escalada de las tensiones en el Mar Rojo y en el Mar Negro limita las opciones de nuevas rutas y los inventarios globales de crudo se han reducido muy sustancialmente, hasta niveles cercanos a la criticidad. Por su parte, China, que redujo sustancialmente sus importaciones en los meses iniciales del conflicto, parece haber retomado las compras de crudo en el mercado internacional.

La inversión en IA ha generado un fuerte dinamismo de la demanda, aunque dispar, por países a partir del aumento de la inversión y de los flujos de comercio internacional. El impacto se concentra, en lo referente a la inversión, en Estados Unidos y China (que concentran el 75% de las importaciones netas globales de *hardware* asociadas la IA y el 57% de la capacidad instalada de centros de datos desde 2024), mientras que, en términos de exportaciones netas, los grandes beneficiados están siendo Taiwán y Corea del Sur, ambos países con sustanciales revisiones al alza en sus proyecciones económicas.

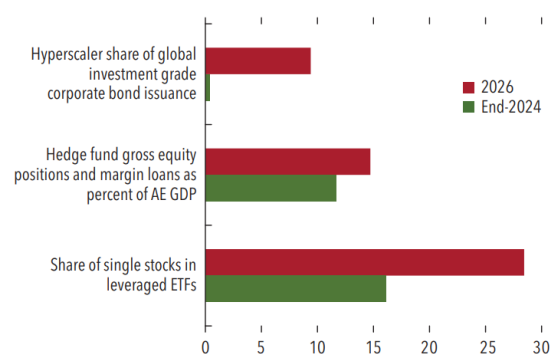
2. IA: Impulso, aunque también un riesgo

La IA es una industria altamente concentrada, tanto en sus fases iniciales (capacidad de computación para el entreno y funcionamiento de modelos), como en sus fases finales (desarrollo de modelos en la frontera del conocimiento de IA). El actual impulso sobre la actividad macroeconómica se concentra, hoy por hoy, en su efecto sobre la inversión en *capex* que favorece la producción y exportación de *hardware* y a aquellos países que están desplegando estas capacidades. Sin embargo, a medio y largo plazo, la IA aportará un impulso a la oferta, a través de mejoras en la productividad de los trabajadores y una creciente capacidad de automatizar procesos y tareas. Esta evidencia es aún circunstancial y a nivel sectorial y no es aún observable en los datos agregados de creación de empleo, posiblemente por la existencia también de costes de adaptación a corto plazo.

En la medida que la IA genera un *shock* de demanda, el FMI constata que la IA constituye un **shock inflacionario** por la existencia de límites y cuellos de botella al aumento de la producción en diversos sectores que incluyen los semiconductores, la construcción de centros de datos, el *hardware* especializado, la generación y conectividad eléctrica, los sistemas de refrigeración y el sector inmobiliario. Otro factor de impulso de la IA a la demanda agregada son los efectos riqueza propiciados por el aumento de las valoraciones en bolsa de las empresas del sector, que favorece un aumento del consumo de los hogares, a pesar de la elevada concentración de las tenencias de renta variable en la mayoría de países.

Una corrección de las valoraciones de la IA es uno de los principales riesgos. Su origen puede ser una decepción sobre la materialización de los beneficios esperados de esta tecnología o la constatación de que las mismas capacidades de IA son posibles con niveles mucho más reducidos de computación y de inversión. Una vulnerabilidad es el creciente volumen de deuda y apalancamiento del sector, especialmente en los conocidos como hiper-escaladores. Ello se constata en: (i) su creciente importancia en los mercados de deuda corporativa (hasta el 10 % de las emisiones globales de deuda de grado de inversión); (ii) la mayor exposición de los fondos de inversión a posiciones directas y préstamos de margen; y (iii) el aumento de las acciones individuales en ETFs apalancados.

Gráfico 1 Importancia de las empresas de IA en los mercados financieros



Fuente: FMI.

Una corrección en el sector de la IA podría llevar a una revisión a la baja de los beneficios empresariales, provocaría una caída de las valoraciones en bolsa y de otros activos asociados como la deuda corporativa del sector. El apalancamiento se haría evidente y podría acelerar los movimientos iniciales además de extenderlos a otros sectores vinculados de la economía, incluyendo los sectores relacionados por actividad y el sector financiero.

3. Deuda soberana: riesgo de repuntes desordenados

Las rentabilidades de los bonos de deuda soberana han repuntado a partir de los mayores precios de la energía y el aumento de las primas asociadas (de riesgo y a plazo). En la explicación del repunte de los tipos de interés de la deuda soberana a largo plazo, el FMI destaca la importancia del aumento de las expectativas de tipos oficiales a futuro. En otras palabras, los mercados financieros esperan una política monetaria restrictiva en los próximos años. Sin

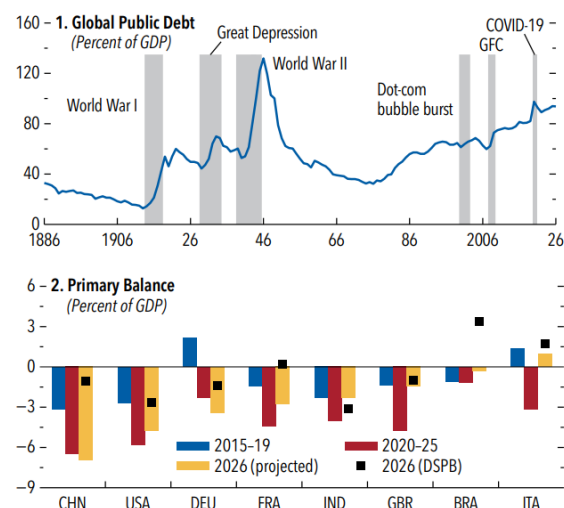
embargo, las primas de riesgo a plazo también han jugado un papel en el aumento de los tipos de interés a largo plazo en algunos países, especialmente en un entorno marcado por crecientes preocupaciones sobre los crecientes déficits fiscales y la elevada deuda pública.

Nuevos aumentos de los precios energéticos suponen un riesgo ya que pueden trasladarse a un aumento de la inflación esperada y a la necesidad de nuevos tensionamientos de la política monetaria, es decir, de mayores tipos de interés oficiales a corto plazo. Este movimiento podría verse amplificado por:

- El mayor impacto de los tipos de interés de a corto plazo sobre las finanzas públicas dada la reducción del perfil de vencimientos de la deuda pública en algunos países (como, por ejemplo, Estados Unidos).
- El creciente rol de inversores sensibles al precio como inversores internacionales, fondos de inversión y hogares pueden amplificar movimientos en las primas de riesgo y de plazo de la deuda soberana.
- El deterioro de la calidad de la liquidez, especialmente en momentos de aumento de la volatilidad por la presión sobre los balances de los intermediarios en este mercado.

A pesar de cierta reducción de las fragilidades en los mercados de deuda pública, como la reducción de operaciones de acuerdos de recompra (repo) colateralizados por deuda soberana por parte de fondos de inversión, **las vulnerabilidades persisten**. En un entorno de elevados déficits y deuda públicos, el riesgo de refinanciación ha aumentado por los grandes volúmenes de estas y por el cambio de perfil de emisiones de los soberanos, que se ha sesgado hacia las emisiones de corto plazo.

Gráfico 2 Deuda pública global (arriba, % del PIB) y déficit público en ciertos países (abajo, % del PIB)



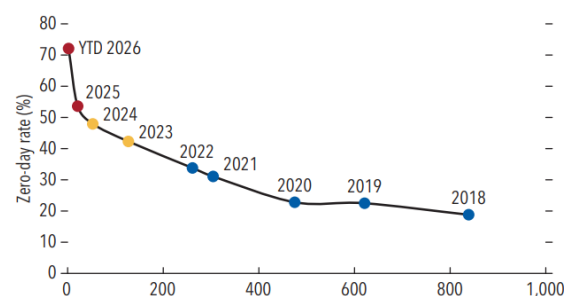
Fuente: FMI.

4. Ciberseguridad: un riesgo creciente en una carrera de IA

Las instituciones financieras han visto aumentar el perímetro sensible a posibles ciberataques dado el creciente uso de tecnologías digitales interconectadas, servicios de computación y almacenaje en remoto, servicios de terceros y la interacción con sistemas de pagos en tiempo real. Además, tal como destaca el FMI, estos servicios digitales registran una elevada concentración y están sujetos a cadenas de subcontratación que pueden generar dependencias digitales no siempre identificadas.

Los ciberataques han ganado en sofisticación, a partir del auge de nuevos participantes como grupos paraestatales y de grupos de bloqueo-rescate (*ransomware*) y de nuevas herramientas, especialmente los modelos más sofisticados de IA, que han demostrado sus capacidades en la explotación de redes y de entornos protegidos. El resultado es una carrera entre la creciente sofisticación de los ciberataques y de las defensas, cuyo resultado es una reducción del tiempo disponible para corregir posibles “agujeros” de seguridad una vez se detectan. El FMI presenta una estimación que, en 2026, más del 70 % de posibles problemas de seguridad detectados eran explotados de forma prácticamente inmediata, frente a niveles del 20 % en 2018.

Gráfico 3 Ciberataques (horizontal: tiempo medio de explotación de una vulnerabilidad; vertical: vulnerabilidades explotadas el mismo día de su publicación)



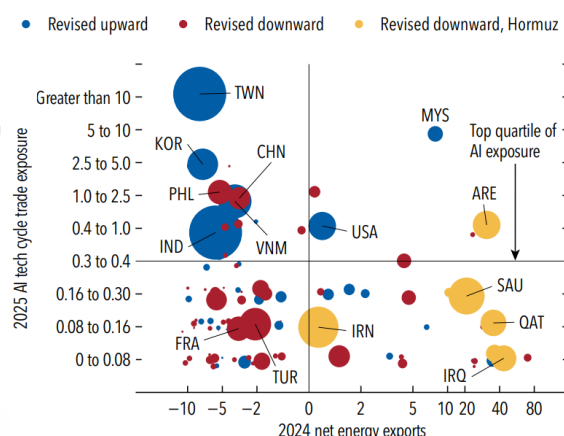
Fuente: FMI.

5. Proyecciones y balance de riesgos

El FMI proyecta un crecimiento mundial del 3,1 % para 2026 y del 3,4 % para 2027, por debajo del 3,5 % registrado en 2025, aunque la previsión se bifurca: se revisan al alza las perspectivas de países con exposición al ciclo de IA y exportadores netos de energía (excepto los del Golfo Pérsico por el cierre de Ormuz) y a la baja aquellos menos expuestos al ciclo IA y con mayor dependencia energética exterior.

“El crecimiento no se está frenando o acelerando; más bien, el crecimiento se está redistribuyendo entre países según su exposición al shock de oferta provocado por el conflicto y la fortaleza de la demanda relacionada con la IA”

Gráfico 4 Divergencia de revisiones (horizontal: exportaciones netas de energía; vertical: exposición comercial al ciclo global de IA)



Fuente: FMI.

La inflación se mantiene elevada en 2026 por la recuperación de los precios energéticos desde el verano de 2026, tras el fin de la tregua parcial acordada a principios del mismo verano. El FMI advierte que, a pesar de que los índices subyacentes de inflación se mantienen moderados, empieza a observarse cierto traslado de los aumentos de costes energéticos y asociados al ciclo de IA al resto de precios de la economía y señala que estas presiones de precios son más evidentes en los precios del sector servicios.

El escenario contemplado por el FMI supone:

- La reapertura del estrecho de Ormuz en marzo de 2027 y la normalización del tráfico marítimo a partir de octubre de 2027, lo que permitiría evitar las principales restricciones de oferta, especialmente en un contexto de agotamiento de los factores mitigadores del impacto del conflicto.
- Cierta moderación del ciclo global de IA, sin un impacto sustancial a corto plazo en la productividad.

- iii. Aumentos adicionales de los tipos de interés oficiales en las principales economías desarrolladas y una política fiscal neutral, es decir, sin nuevos anuncios de expansión fiscal, pero tampoco de restricción.

Tabla 1. Cuadro macroeconómico

	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

Fuente: FMI.

A medio y largo plazo, el FMI proyecta un crecimiento global del 3,2 % para los años 2028-31, notablemente inferior a las tasas registradas en las dos décadas antes de la pandemia (2010-19), que fue del 3,7 %. Las revisiones afectan sobre todo a los países importadores de energía y los países de Oriente Medio más afectados por el actual conflicto.

El balance de riesgos sigue sesgado a la baja, aunque contempla menores riesgos a la baja sobre la actividad y mayores riesgos al alza sobre la inflación.

Riesgos a la baja	Riesgos al alza
• Conflictos persistentes. • Ciberseguridad. • Climatología extrema. • Reevaluación de las expectativas asociadas a la IA. • Tensiones y vulnerabilidades en los mercados financieros. • Nuevas tensiones comerciales.	• Momentum del ciclo tecnológico • Mayores ganancias de productividad provocadas por la IA. • Reconfiguración del sistema de comercio internacional. • Resiliencia de la oferta de energía y aceleración de la transición energética.

INFORMACIÓN LEGAL

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, inscrita en su Registro Oficial de Bancos con el número 3025. Está habilitada para prestar servicios de inversión a clientes en España. La Comisión Nacional del Mercado de Valores supervisa estos servicios.

Los informes del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS se elaboran con la finalidad de proporcionar herramientas que puedan ayudar en la toma de decisiones de índole diversa y están sujetos a cambios sin previo aviso. Aunque la información se basa en fuentes consideradas fiables, CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de dichas fuentes.

La información contenida en este documento puede hacer referencia a productos, operaciones o servicios de inversión sobre los cuales existe información adicional disponible en documentación separada. Se invita a los destinatarios a solicitar dicha información adicional, que podrá ser facilitada por CAJA INGENIEROS durante la contratación de los productos, la realización de las operaciones o la prestación de los servicios. En tal caso, se recomienda que los destinatarios del presente informe consideren dicha información adicional de manera coherente con su contenido.

La información contenida en los informes hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse un indicador fiable de posibles resultados futuros ni una garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que ni la evolución pasada de los valores o instrumentos ni los resultados históricos de las inversiones garantizan la evolución ni los resultados futuros.

Información sobre conflictos de interés

El sistema retributivo de los analistas que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos por el Grupo CAJA INGENIEROS en el ejercicio económico, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en los informes ni al sentido de las estimaciones que en ellos se incluyan.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS pueden disponer, a título personal, de acciones de compañías de los sectores de actividad que se mencionan en los informes, o de alguna de sus filiales y/o participadas. Asimismo, CAJA INGENIEROS y/o cualquiera de sus responsables y/o consejeros pueden, en cada momento, mantener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o *warrants* de alguna de las compañías de los sectores de actividad mencionados en los informes.

CAJA INGENIEROS, en el desarrollo corriente de sus actividades financieras de crédito, depósito o de cualquier otra naturaleza similar, puede haber mantenido, mantener actualmente o estar interesada en mantener en el futuro relaciones comerciales con compañías de los sectores de actividad a los que se hace referencia en los informes, o con alguna de sus filiales y/o participadas.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS asumen el compromiso explícito y formal de actuar con honestidad, imparcialidad y lealtad, siempre en el mejor interés de los socios y socias y en favor de la transparencia del mercado. Sin perjuicio del compromiso anteriormente mencionado, CAJA INGENIEROS realiza acciones de control para garantizar que no se perjudique ni a los socios y socias ni al mercado de valores, e impone reglas internas en la operativa personal de los miembros del Departamento de Research.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS, así como todos los profesionales de la organización implicados directa o indirectamente en la prestación de servicios de inversión, están sujetos al Reglamento Interno de Conducta en el ámbito del mercado de valores de CAJA INGENIEROS.

© Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, incluso citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crédito. *All rights reserved.*