

23 DE OCTUBRE DE 2025
Conferencia de Londres

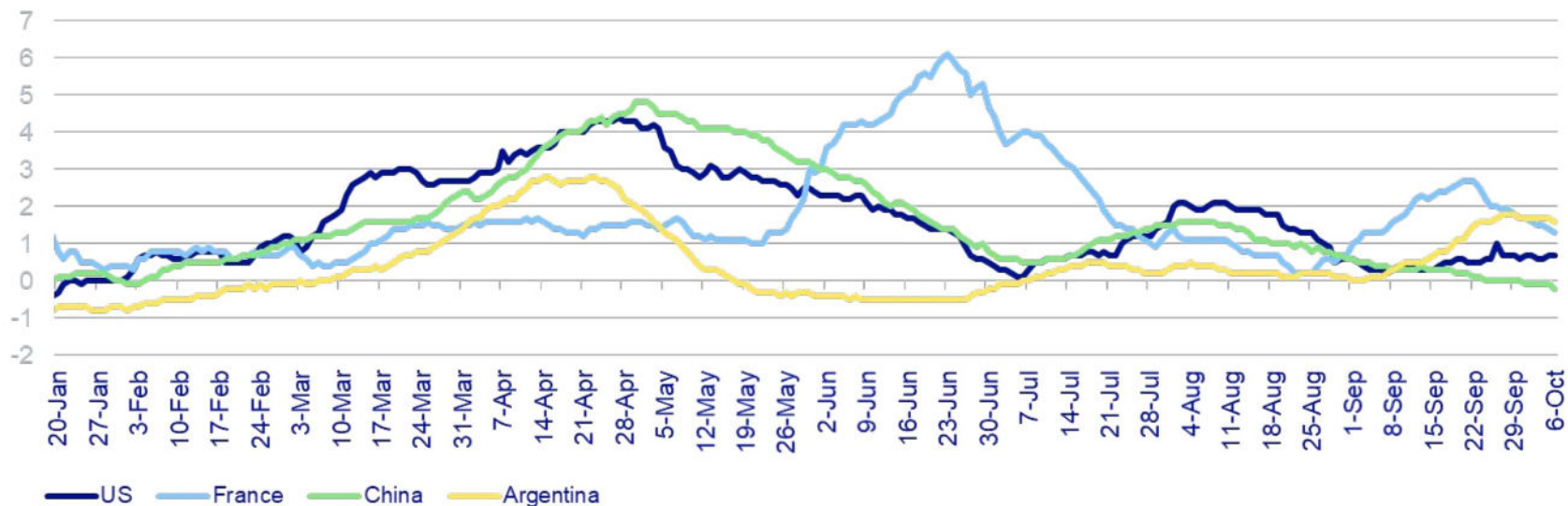
Jorge Sicilia

Perspectivas económicas mundiales y números seleccionados

Economía global: desarrollos recientes

La incertidumbre sigue siendo clave, pero aparentemente menos que antes.

ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE DE LA POLÍTICA ECONÓMICA (2025): ESTADOS UNIDOS, FRANCIA, CHINA Y ARGENTINA (*)
(ÍNDICE: PROMEDIO HISTÓRICO = 0; PROMEDIO MÓVIL DE 28 DÍAS)



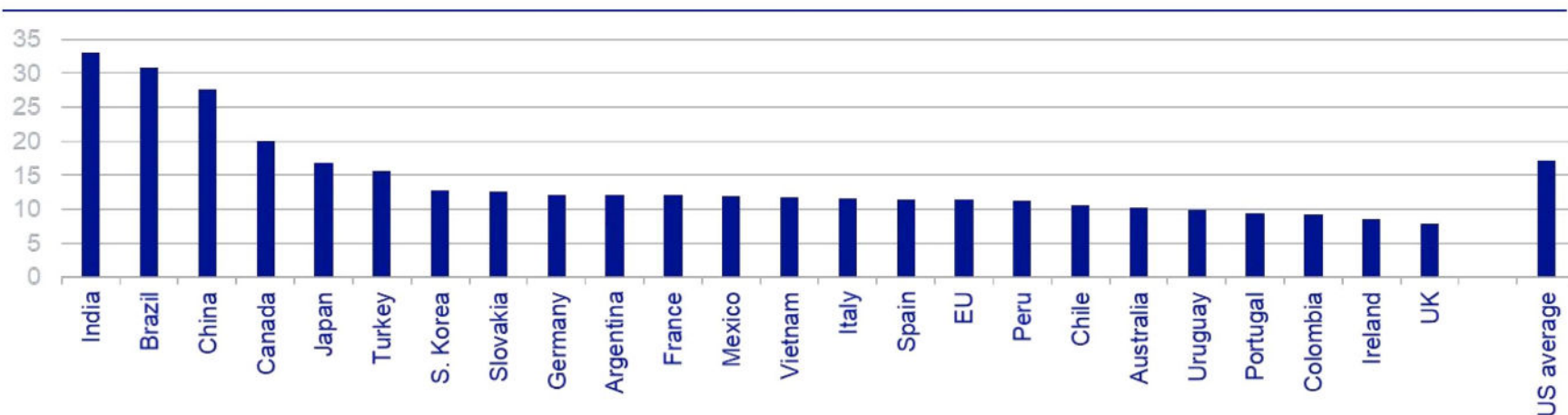
(*) Últimos datos disponibles: 6 de octubre de 2025.
Fuente: Investigación de BBVA.

Numerosas fuentes de incertidumbre, entre ellas tensiones geopolíticas y políticas, guerras, aranceles, restricciones a la inmigración, ataques a la Reserva Federal y otras instituciones, altos niveles de deuda (tensión en Francia, déficits fiscales estadounidenses y cierre del gobierno estadounidense), controles de tierras raras.

Proteccionismo: Los aranceles estadounidenses han alcanzado niveles elevados, especialmente para algunos países específicos.

ARANCELES DE EE. UU.: AUMENTO ESTIMADO DESDE PRINCIPIOS DE 2025 HASTA EL 6 DE OCTUBRE (*)

(PÁGINAS)

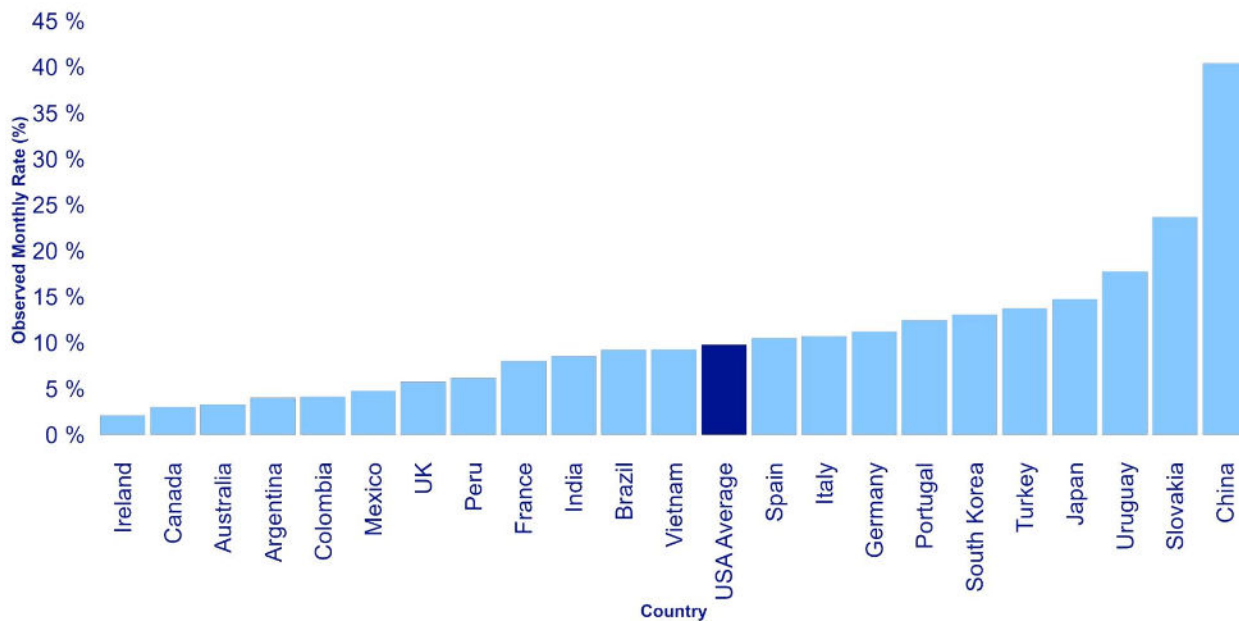


(*) Cálculo de BBVA Research. Tras los recientes acuerdos comerciales y anuncios unilaterales de EE. UU. Basado en los aranceles generales establecidos para cada país (recíprocos o sobre el fentanilo), los aranceles específicos de algunos sectores (acero, aluminio, automóviles, autopartes, productos farmacéuticos, etc.) y las mercancías exentas (electrónica seleccionada, petróleo, etc.). La ponderación sectorial se calcula según los flujos comerciales de 2024.

A pesar de los numerosos acuerdos comerciales de Estados Unidos, persiste la incertidumbre en torno a los aranceles debido a las negociaciones aún pendientes, los desafíos legales y la percepción de que ahora forman parte de la estrategia política estadounidense.

La evidencia preliminar sugiere que los aranceles efectivos son en su mayoría inferiores a los aranceles nominales.

ARANCELES VIGENTES: NIVEL ACTUAL (JULIO DE 2025), ESTIMACIONES CON INFORMACIÓN SOBRE ARANCELES DE EE. UU. (%)



El crecimiento del PIB se ha mantenido en general resiliente durante la primera mitad del año, con señales mixtas.

PIB: CONTRIBUCIÓN DE LA DEMANDA INTERNA Y EXTERNA AL CRECIMIENTO DEL PIB (*)

(CRECIMIENTO DEL PIB: % intertrimestral; CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB: PUNTOS PORCENTUALES)



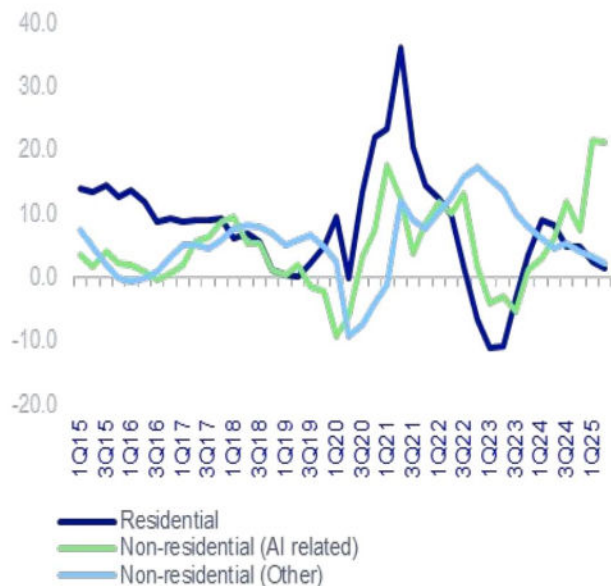
(*) Cifras del tercer trimestre de 2025: previsiones de BBVA Research.

Fuente: Investigación de BBVA basada en datos de Haver y la Oficina Nacional de Estadística de China.

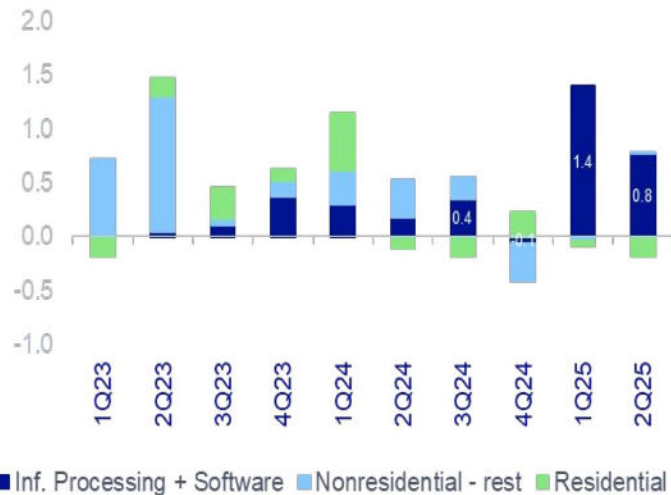
Los datos del PIB sorprendieron al alza en el primer semestre de 2025; el consumo se ha ralentizado, pero se ha mantenido resiliente; la inversión se ha visto impulsada por el gasto en IA, especialmente en EE. UU.; las exportaciones se han mantenido resilientes.

EE. UU.: La inversión impulsada por la IA está impulsando el crecimiento del PIB estadounidense a corto plazo. ¿Es sostenible? ¿Aumentará la productividad?

INVERSIÓN PRIVADA DOMÉSTICA BRUTA (INTERVALO INTERANUAL, REAL, SA, PROMEDIO MÓVIL DE 6 MESES)



INVERSIÓN EXCL. INVENTARIOS (CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB, PP)



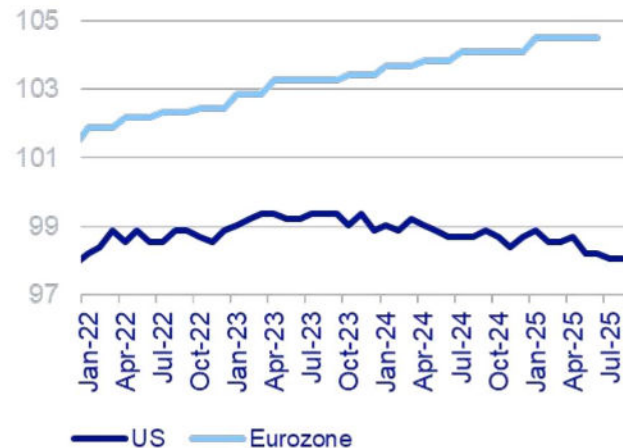
El comercio mundial experimentó un fuerte repunte antes de la imposición de aranceles, pero últimamente se ha ralentizado. Los mercados laborales estadounidenses se han relajado en medio de menores flujos migratorios.

EXPORTACIONES MUNDIALES DE MERCANCÍAS: VOLUMEN
(4T19=100; MEDIA MÓVIL DE TRES MESES)



Fuente: Investigación de BBVA basada en datos de Haver.

RELACIÓN EMPLEO-POBLACIÓN
(ÍNDICE: PROMEDIO 2019 = 100)

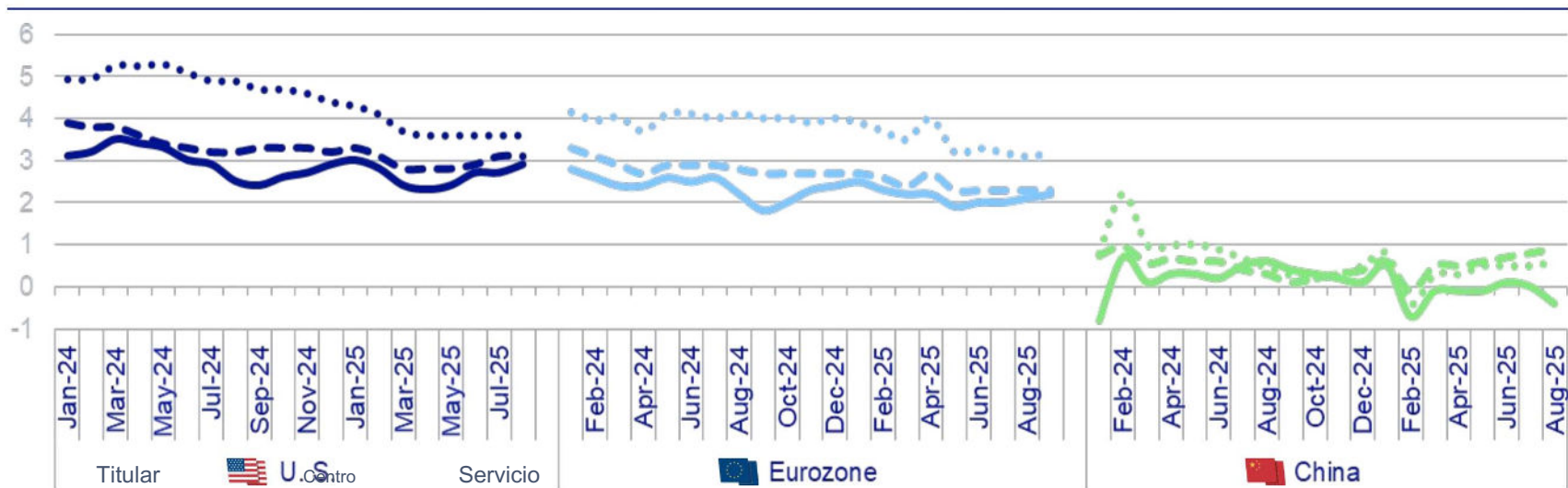


Fuente: Investigación de BBVA basada en datos de Fred y Eurostat.

La inflación ha aumentado (aunque menos de lo previsto) en Estados Unidos; se mantiene cerca del 2% en la zona euro y muy baja en China.

INFLACIÓN DEL IPC: TITULAR, SUBYACENTE Y DE SERVICIOS

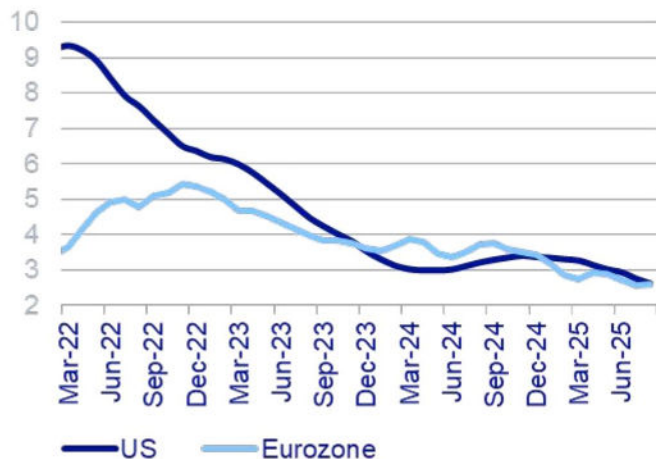
(A/A %)



La moderación salarial y la bajada de los precios de la energía han aliviado en parte la presión inflacionista.

SALARIOS NOMINALES: SEGUIMIENTO DE SALARIOS DE INDEED

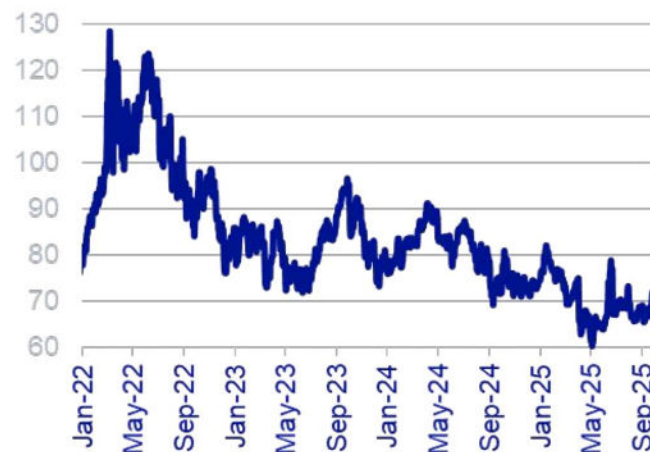
(Variación interanual %, media móvil de 3 meses)



Fuente: Investigación de BBVA basada en datos de Indeed.

PRECIOS DE BRENT (*)

(USD POR BARRIL BRENT)

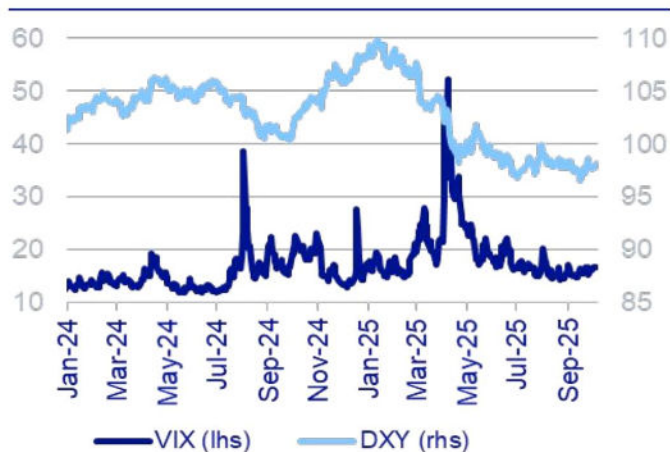


(*) Últimos datos disponibles: 6 de octubre de 2025.
Fuente: Investigación de BBVA basada en datos de Haver.

El crecimiento salarial se ha ralentizado mientras que los precios del petróleo se han mantenido bajos a pesar de las continuas tensiones geopolíticas; sus efectos están ayudando a contrarrestar el impacto inicial de los aranceles.

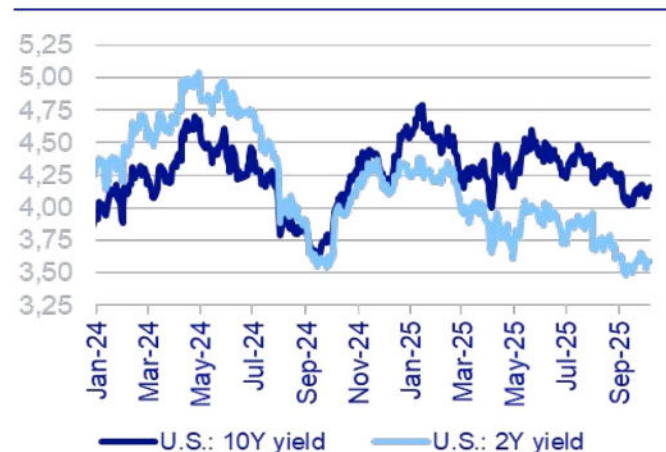
Los mercados financieros siguen mostrando un tono positivo.

VOLATILIDAD DE LAS ACCIONES (VIX); DÓLAR ESTADOUNIDENSE (DXY) (ÍNDICES)



(*) Un índice DXY más bajo representa un dólar estadounidense más débil. Últimos datos disponibles: 6 de octubre de 2025.
Fuente: Investigación de BBVA basada en datos de Haver.

RENDIMIENTO SOBERANO DE EE. UU. (%)

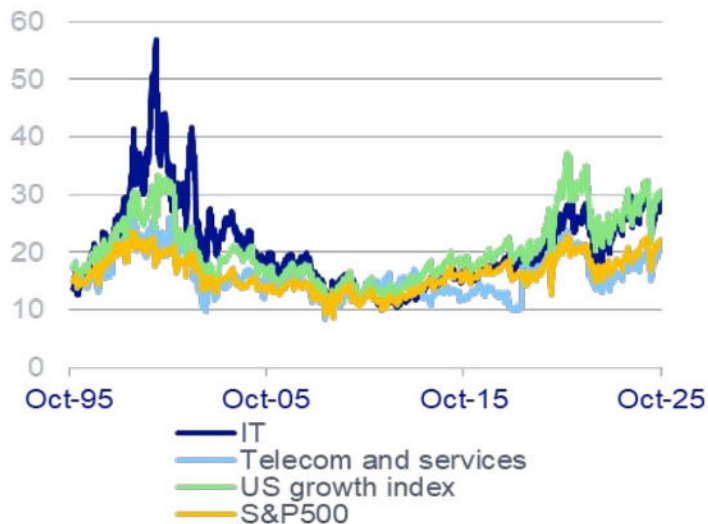


(*) Últimos datos disponibles: 6 de octubre de 2025.
Fuente: Investigación de BBVA basada en datos de Haver.

La volatilidad se ha mantenido baja y el USD se ha debilitado aún más; las tasas estadounidenses a corto plazo han caído debido a la bajada de las tasas de la Reserva Federal, pero los rendimientos a largo plazo han disminuido menos, ya que las primas por plazo siguen bajo presión.

La IA impulsa las acciones; las tensiones comerciales afectan a las empresas.

VALORACIÓN EN SECTORES SELECCIONADOS DEL S&P
(RELACIÓN PRECIO/GANANCIAS PREVIAS A 12 MESES)



Fuente: Investigación de BBVA basada en datos de Haver.

DIFUSIÓN SOBERANA CORPORATIVA Y EMPRESARIAL
(BPS)



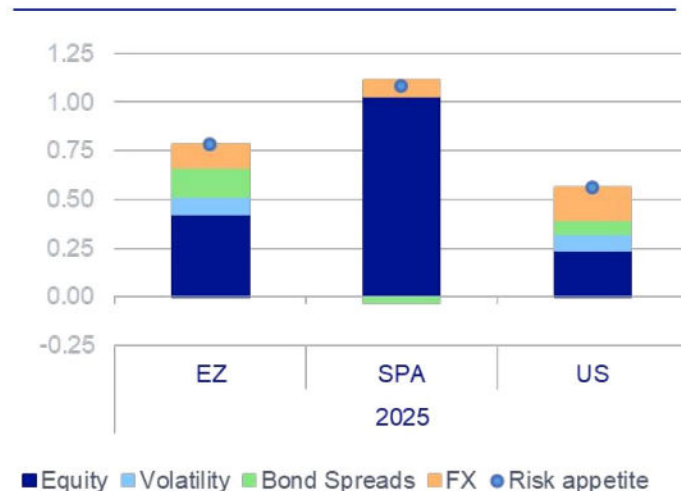
Fuente: BBVA Research y Haver.

Convulsión en Francia: sin contagio a España, limitada a Italia

EFFECTOS DE DESPRECIO DE LA VOLATILIDAD (10 años)
EXTENSIONES PERIFÉRICAS) (%)



CAMBIOS EN EL ATRACTIVO DE RIESGO EN 2025
(DESVIACIÓN ESTÁNDAR)



Estimamos un modelo VAR(2) con dos variables (tasas de interés a largo plazo para EE. UU. y Alemania) utilizando datos diarios desde enero de 2002 hasta la fecha. Los índices de contagio emplean medidas generalizadas propuestas por Diebold y Yilmaz (2012). Estas medidas se derivan mediante funciones de respuesta al impulso generalizadas (GIRF). El modelo se estima de forma continua con una ventana de 250 días.

Fuente: Investigación de BBVA basada en datos de Bloomberg.

Perspectivas globales

Las políticas estadounidenses desestabilizadoras acabarán afectando al crecimiento mundial, pero el impacto podría ser menor de lo esperado a corto plazo.

La resiliencia global, hasta ahora, se basa en factores compensatorios (estímulo fiscal, IA, condiciones financieras laxas), decisiones de los agentes (exportaciones preventivas), pero también aranceles efectivos más bajos



Políticas más disruptivas: los aranceles parecen persistentes sin un estado estable, los ataques a las instituciones y las restricciones a la inmigración son más severas de lo previsto, los déficits fiscales seguirán siendo elevados, los conflictos geopolíticos permanecen sin resolver...



Es probable que el crecimiento mundial se ralentice; se prevé que los tipos de interés oficiales converjan en torno al 3% en EE. UU. y se mantengan en el 2% en Europa; la inflación se mantendrá en torno al 3% en el resto del mundo, EE. UU., cerca del 2% en Europa y bajo en Porcelana



Los riesgos están aumentando; entre ellos se incluyen perturbaciones negativas adicionales en la oferta debido a la incertidumbre y la discrecionalidad arancelaria, las políticas de inmigración, etc., y la tensión derivada de la intervención de la Reserva Federal; pero también riesgos positivos asociados a un fuerte auge



Se prevé que el crecimiento mundial se modere gradualmente en el futuro, pasando del 3,3% en 2024 al 3,0% en 2025 y al 3,1% en 2026.

CRECIMIENTO DEL PIB

(%)



(*) El PIB mundial creció un 3,3% en 2024 y se prevé que se expanda un 3,0% en 2025 y un 3,1% en 2026, sin cambios en comparación con los pronósticos anteriores.

(f): pronóstico.

Fuente: Investigación de BBVA

En EE. UU., las políticas conducen a un menor crecimiento a pesar de los datos favorables del PIB del segundo trimestre de 2025 y los efectos positivos de la IA; en

En Europa, los datos recientes respaldan un mayor crecimiento en 2025, pero las perspectivas para 2026 se mantienen sin cambios, ya que es probable que los estímulos a la defensa compensen el impacto de los aranceles; en China, se mantienen las perspectivas de desaceleración.

Inflación: se siguen esperando los efectos arancelarios; perspectivas prácticamente sin cambios en Europa; riesgos persistentes a la baja en China.

INFLACIÓN DEL IPC
(A/A %)

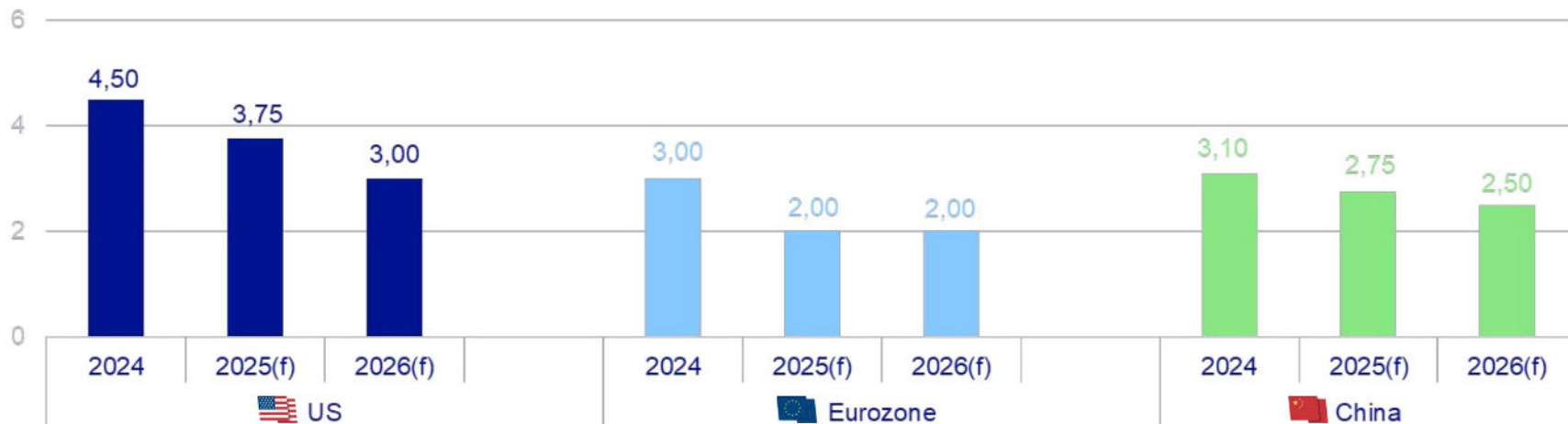


(f): pronóstico.
Fuente: Investigación de BBVA.

La inflación en EE. UU. ha superado las expectativas a la baja, pero los aranceles y las restricciones a la inmigración la mantendrán en torno al 3 %; en la eurozona, la inflación será ligeramente superior a la prevista, pero muy cercana al 2 %; en China, salir del régimen de baja inflación está resultando todo un reto.

Una Reserva Federal más moderada seguirá relajando las condiciones monetarias, probablemente reduciendo los tipos de interés al 3% en 2026; el BCE mantendrá los tipos en el 2%.

TIPOS DE INTERÉS DE POLÍTICA(*)
(%)



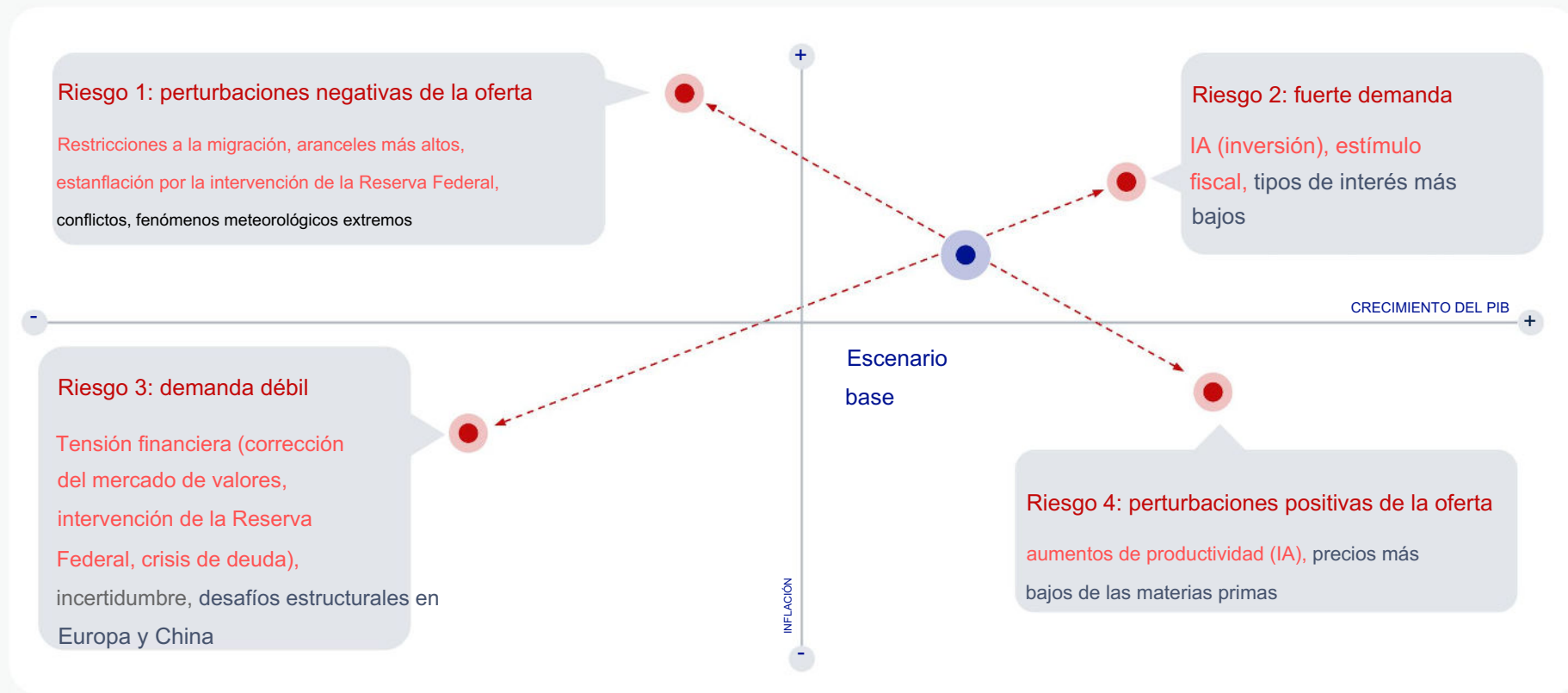
(f): pronóstico.

(*) En el caso de la zona euro, los tipos de interés de la facilidad de depósito.

Fuente: Investigación de BBVA.

La estrategia de la Reserva Federal para alcanzar el 3% en 2026 dependerá de la inflación y la dinámica del mercado laboral futuras; existe el riesgo de que no pueda llegar al 3% en 2026; se espera que el BCE mantenga los tipos en el 2%, con un riesgo (cada vez menor) de un nuevo recorte.

Los riesgos aumentan en medio de una mayor incertidumbre, crisis recurrentes, una cooperación global más débil y posibles no linealidades.





Temas seleccionados: 1.
Geopolítica

La geopolítica importa; lo que está en juego es cómo se reconfigurará el nuevo orden mundial.

EN ESTE NUEVO MUNDO	A NOSOTROS	EUROPA	PORCELANA
Apalancamiento principal Es necesario reequilibrar	(i) Liquidez global, condición de activo seguro y mercados profundos; (ii) consumidor de último recurso; (iii) poder militar. Elevado déficit fiscal/deuda pública y excesivo déficit de la cuenta corriente.	Instituciones sólidas y un estado de derecho como base. Superávit por cuenta corriente (permanente, tras la expansión fiscal principalmente de Alemania).	Productor global centrado en nuevas tecnologías y tierras raras. Superávit por cuenta corriente (lejos de ajustarse debido a la débil demanda).

La creciente preocupación por la geopolítica...

Polarización,
fragmentación
política y populismo

Proteccionismo y
desglobalización

Conflictos, guerras
y rivalidades
globales

De un
mundo basado
en reglas
a la política
transaccional

Desde un
Alianza
occidental
hacia
alianzas inciertas

... con consecuencias para muchos otros aspectos más allá de las perspectivas económicas, entre ellos:

Escenarios de
riesgo regulatorio
y "supervisorio"

Mercados financieros:
tipos de interés, primas
de riesgo, divisas

sector
bancario

Políticas:
fiscales,
monetarias...

Arquitectura
financiera global

1. Riesgos geopolíticos:

Indicadores de alta frecuencia y su impacto en los CDS

Enfoque del proyecto: ¿Influyen la geopolítica y la geoeconomía en el riesgo soberano de alta frecuencia?

- Presentamos un conjunto de datos de alta frecuencia basado en “noticias” para 42 países.
- Un sistema de aprendizaje automático para abordar eventos geoeconómicos “no lineales”.
- Preguntas y respuestas clave de la investigación
 - Rendimiento del modelo: ¿Los modelos no lineales de aprendizaje automático superan a los modelos lineales a la hora de explicar el riesgo de insuficiencia cardíaca?
 - Poder predictivo de las noticias: Los indicadores basados en noticias (por ejemplo, riesgo geopolítico, incertidumbre política y comercial, sentimiento) mejoran la predicción del riesgo de factores humanos.
 - Factores determinantes del riesgo: El ciclo financiero global (tipos de interés y VIX) es el factor clave del riesgo, seguido de los factores macroeconómicos. Los factores geoeconómicos son menos relevantes, pero aún significativos.
 - Heterogeneidad : Existe cierta heterogeneidad por clase de activo y regiones de mercados emergentes.
 - Efectos no lineales de las finanzas globales: la «posición» financiera global, clave como amplificador/estabilizador. — Casos
- «soberanos» de choques geopolíticos y geoeconómicos.
 - Choque geopolítico sistémico → Rusia-Ucrania (2022).
 - Choque geopolítico episódico → Israel-Hamás (2023).

Modelo de riesgo soberano de alta frecuencia para responder Preguntas

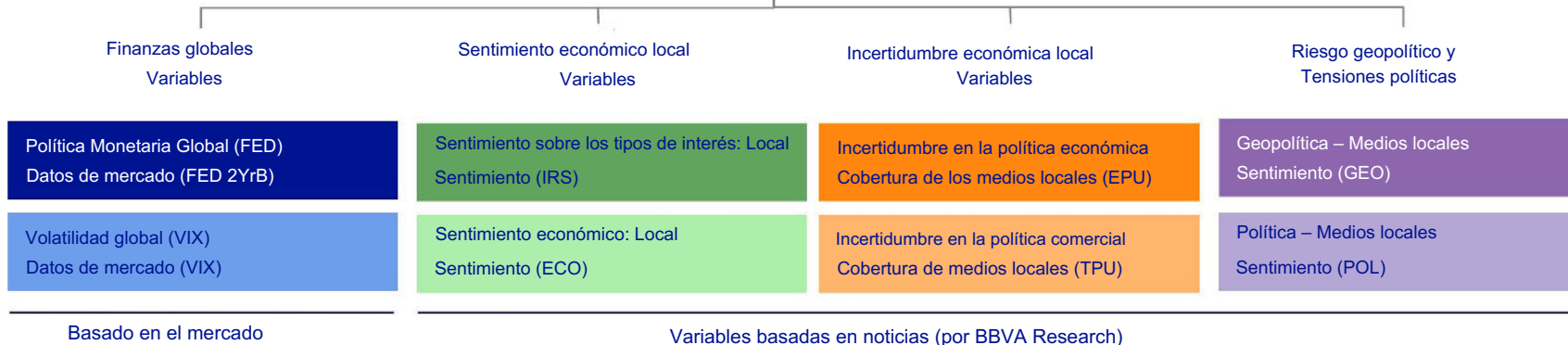
42 países (regiones de mercados avanzados y 4 regiones de mercados emergentes)
 Datos diarios de enero de 2017 a julio de 2025
 Variables de mercado y sentimiento.

!!!Ventaja!!!

Modelo diario de alta frecuencia
 Utilizando Sentiment News
 Por BBVA Research.

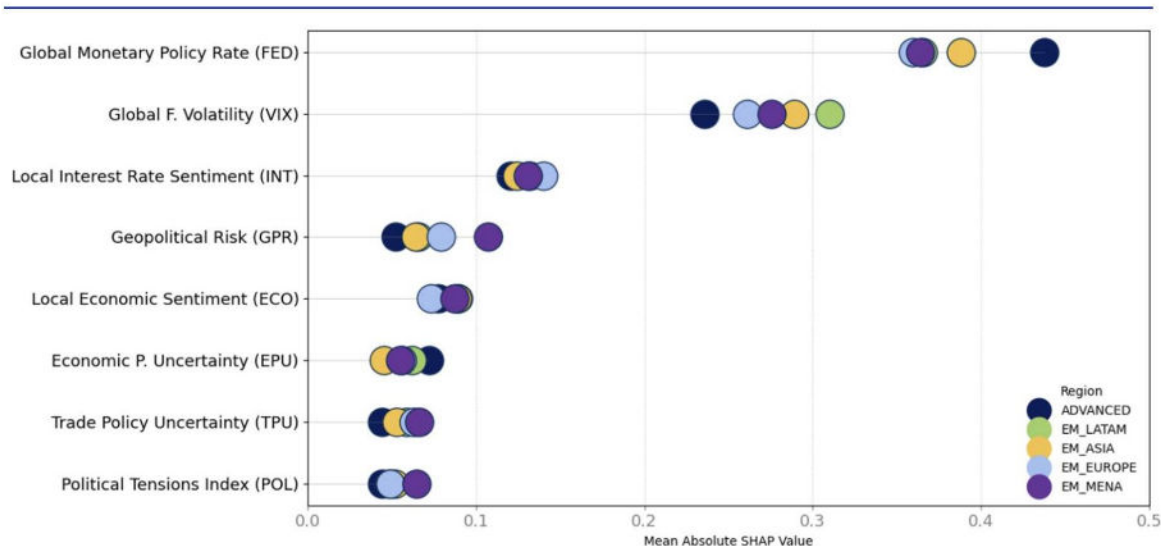
[Enlace](#)

Intercambio soberano de CD (Desviación estándar)



Y con cierta heterogeneidad por clase de activo. (Desarrollados y emergentes) y regiones

Importancia de las variables en los modelos de riesgo soberano por clase de activo y regiones de mercados emergentes
(Valores de Shapley, 2018–2025)



Los factores de empuje globales son los impulsores clave, pero existe heterogeneidad.

Los países desarrollados son más sensibles a las tasas globales...

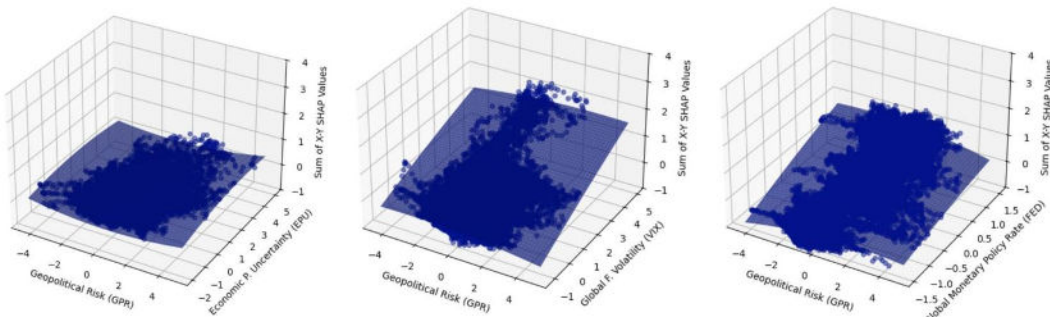
Los activos de riesgo (mercados emergentes) son más sensibles a la volatilidad. Cuanto mayor sea la integración de los mercados emergentes en los índices globales (Latinoamérica y Asia), mayor será su sensibilidad.

Algunas regiones de mercados emergentes muestran una mayor sensibilidad a la geopolítica, el comercio o la política (Oriente Medio).

Notas: La figura muestra los valores absolutos medios de Shapley, que cuantifican la contribución de cada predictor a los diferenciales de CDS soberanos (2018-2025). La política monetaria global (bonos del Tesoro estadounidense a 2 años) y la volatilidad financiera global (VIX) son los factores predominantes, seguidos por los tipos de interés nacionales y el sentimiento económico. El riesgo geopolítico, la incertidumbre en las políticas económicas y comerciales, y las tensiones políticas también contribuyen, aunque en menor medida.

Complejidad: El ciclo financiero global no solo es el más relevante, sino que determina el efecto de otros factores.

Dependencia parcial: Riesgo geopolítico + Incertidumbre + VIX + Tasas globales



El factor geopolítico, en su caso aislado, afecta únicamente (pero gravemente) a los países implicados.

Es necesaria alguna combinación con variables financieras para observar un aumento generalizado del riesgo.

Complejidad: La transformación del riesgo geopolítico en las finanzas clásicas

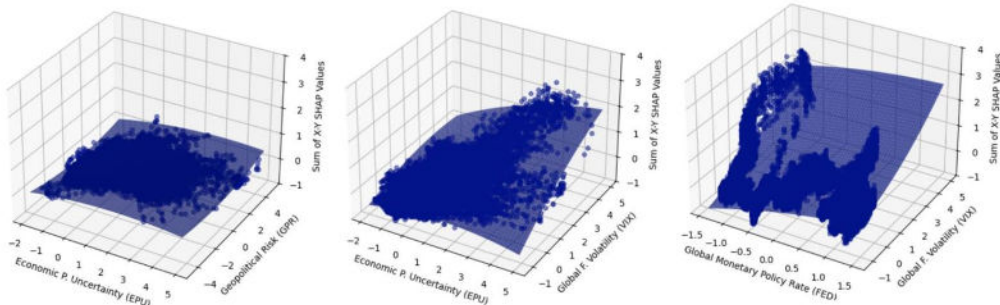
Escenarios

Degree of Complexity

Geopolitics (GPR) + Economic Pol Uncertainty (EPU)

→ EPU + Global Financial Volatility (VIX)

→ VIX + Global Interest Rates (FED)



Pero partiendo de un evento geopolítico aislado, podemos pasar a escenarios más complejos que amplifican significativamente el impacto dependiendo de la secuencia de eventos...

Geopolítica e incertidumbre → Aumento de la volatilidad y la inflación → Endurecimiento de la política monetaria por parte de los bancos centrales + Volatilidad.

Dos acontecimientos contrastantes: Un evento de riesgo sistémico tras el conflicto Rusia-Ucrania. (Las finanzas globales como amplificador)

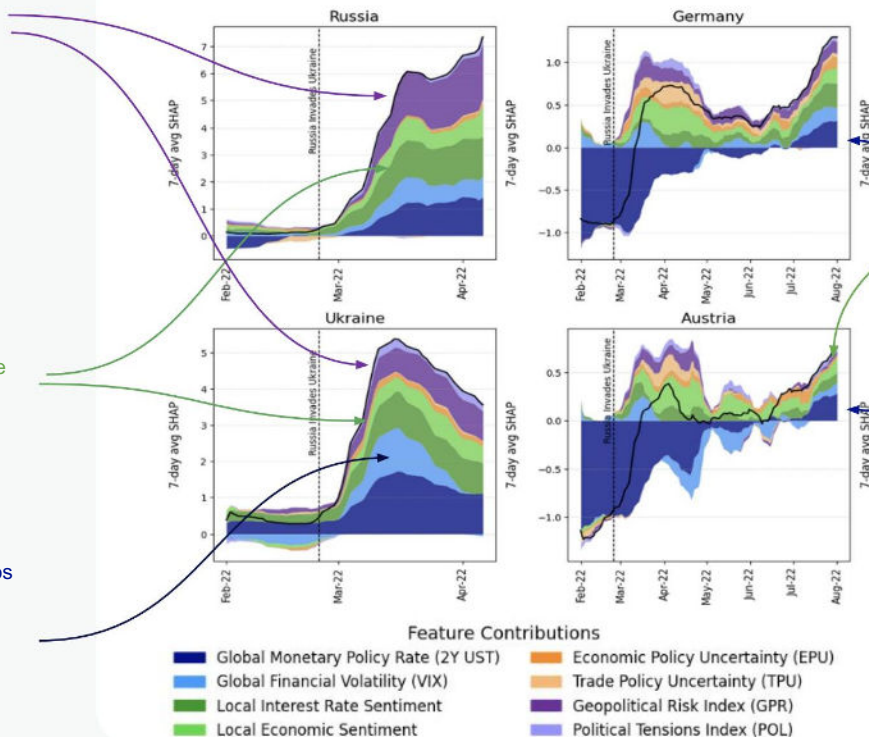
En marzo de 2022, Rusia finalmente invadió Ucrania...

Tanto Rusia como Ucrania sufren un aumento rápido y permanente de la contribución del riesgo geopolítico a los swaps de CD.

... seguido de un deterioro permanente de la macroeconomía local y de los tipos de interés (verde).

...y un deterioro creciente del sentimiento en los mercados financieros mundiales.

Contribución a los movimientos de intercambio soberano de CD
(contribución de los valores de forma al riesgo de diferentes variables)



A la crisis geopolítica le siguió una inflación desencadenada por el shock de los precios de las materias primas.

...Y esto se transformó en una rápida respuesta de los bancos centrales mundiales, incluidos el BCE y la Reserva Federal, para controlar la inflación...

Lo cual también incrementó la volatilidad global en los mercados financieros.

Ambos convirtieron las variables del ciclo financiero global en un amplificador del riesgo.

Para la creación de escenarios:
la complejidad importa

Dos acontecimientos contrastantes: Un acontecimiento “episódico” después Ataque de Hamás-Israel (Finanzas globales como amortiguador)

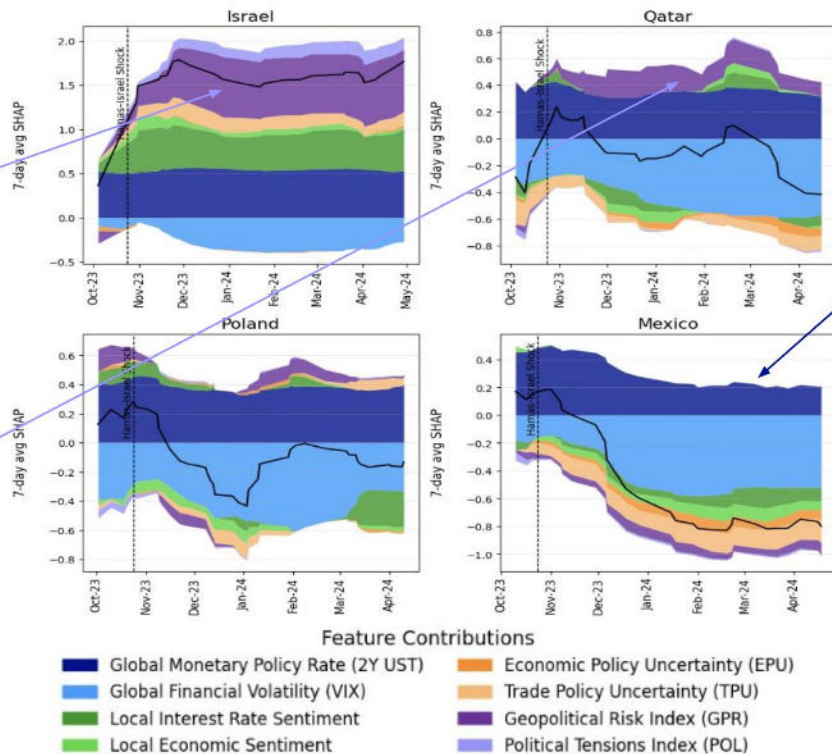
En octubre de 2023, Israel sufrió un brutal y sorpresivo ataque de Hamás...

Solo Israel sufrió un fuerte y permanente aumento de la contribución del riesgo geopolítico a los swaps de CD, sumado al deterioro de la situación macroeconómica y al aumento de la incertidumbre macroeconómica.

... seguido de un aumento más leve, pero temporal, del riesgo geopolítico en países vecinos como Qatar.

... Pero, en general, el riesgo global se mantuvo aislado de la geopolítica.

Contribución a los movimientos de intercambio soberano de CD
(contribución de los valores de forma al riesgo de diferentes variables)



Justo después del ataque de Hamás, el índice de volatilidad global (VIX) cayó drásticamente, en parte debido a que la Reserva Federal señaló el fin del ciclo de ajuste monetario.

... La fuerte caída del VIX impactó en el riesgo soberano, con una marcada disminución en la contribución del componente de volatilidad global, especialmente en mercados altamente integrados como México.

La disminución de la volatilidad de los mercados contrarrestó la contribución local de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio.

Para la creación de escenarios: la
complejidad importa

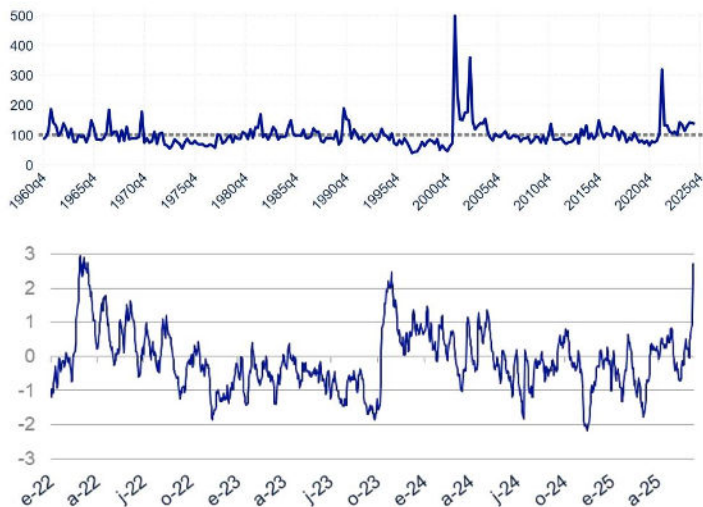
2. Riesgos geopolíticos:

Indicadores estructurales y su impacto económico

Los índices basados en noticias pueden complementarse con cambios estructurales y tendencias para observar también variables de "datos concretos".

ÍNDICE DE RIESGO GEOPOLÍTICO

(CALDARA & IACOVIELLO; INVESTIGACIÓN BBVA*)

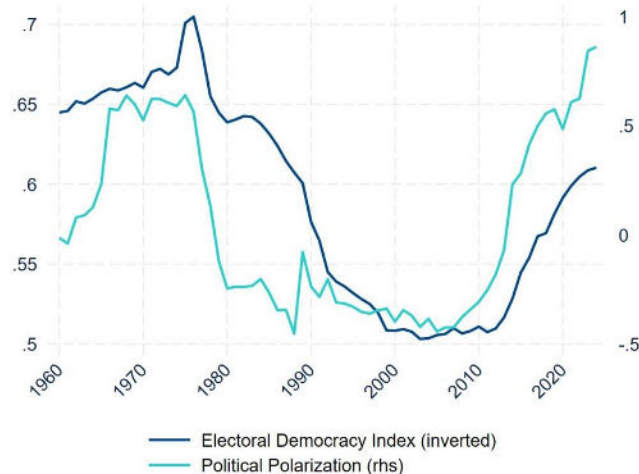


DEMOCRACIA ELECTORAL

(1 = AUTOCRACIA, 0 = LIBERAL)

DEMOCRACIA) Y POLARIZACIÓN POLÍTICA

(1960-2024, PONDERADO POR POBLACIÓN)



* El índice de riesgo geopolítico de Caldara & Iacoviello (2022) es un índice mundial, mientras que el indicador de BBVA Research se basa en Estados Unidos.

Fuente: BBVA Research a partir de la base de datos V-DEM y Caldara e Iacoviello (2022).

BBVA Investigación sobre el Riesgo Geopolítico Estructural (RGE)

El SGR combina datos políticos, institucionales, militares e ideológicos para evaluar los riesgos internos y los riesgos externos derivados del resto del mundo.



La principal innovación del SGR se basa en la perspectiva externa: el tamaño y la evolución de las fuentes de riesgo de cada país, ponderadas por las distancias geoespaciales e ideológicas.

La geopolítica estructural global muestra que la tensión ha aumentado desde la crisis financiera mundial.

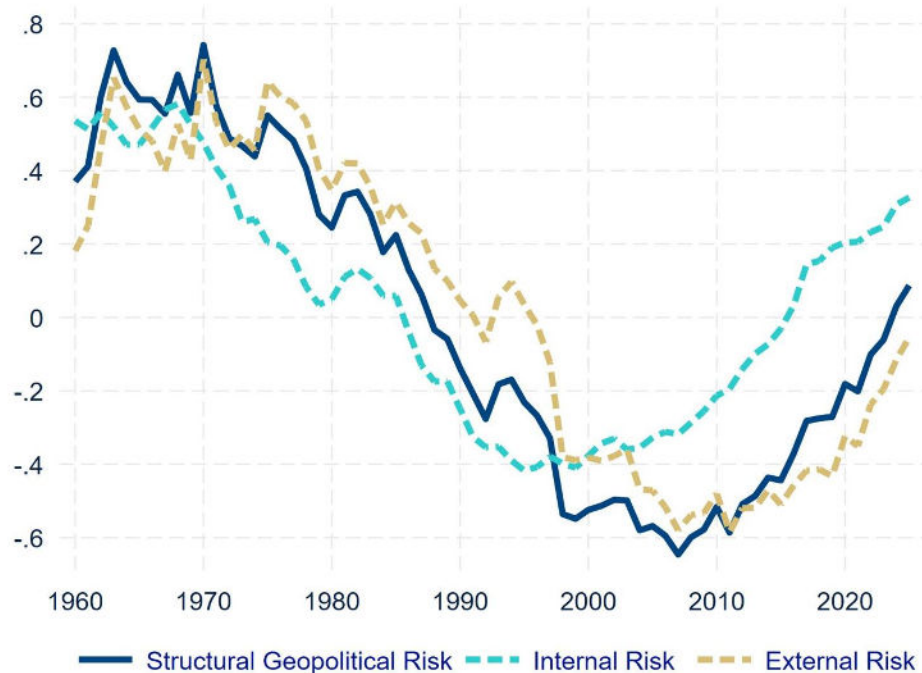
Riesgo geopolítico estructural (RGE)

Confirmando así creencias previas, impulsadas por tensiones institucionales y el rearme militar.

La tensión geopolítica estructural global ha alcanzado niveles no vistos desde finales de la década de 1980.

— La escalada de riesgos internos parece traducirse finalmente en un aumento del riesgo externo general (¿causalidad?).

RIESGO GEOPOLÍTICO ESTRUCTURAL GLOBAL (RGE) (1960-2024) (PIB PONDERADO)



Nota: el riesgo geopolítico total se calcula ponderando por igual el riesgo interno y el externo.

Fuente: Investigación de BBVA.

Los datos agregados regionales ofrecen una visión geopolítica mundial muy útil.

Riesgo geopolítico estructural (RGE)

La inestabilidad política en Oriente Medio ha mantenido a

Asia Occidental como una de las regiones con mayor tensión interna y externa durante todo este período.

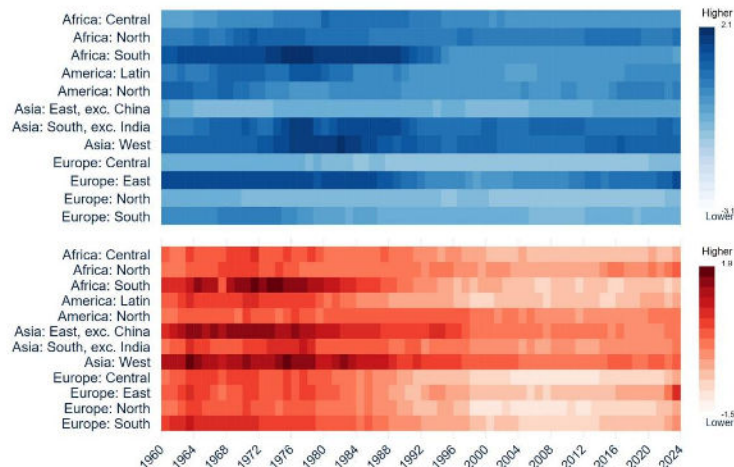
El estrés en Europa del Este ha

Ha aumentado considerablemente en los últimos tiempos, principalmente debido a un incremento del riesgo externo.

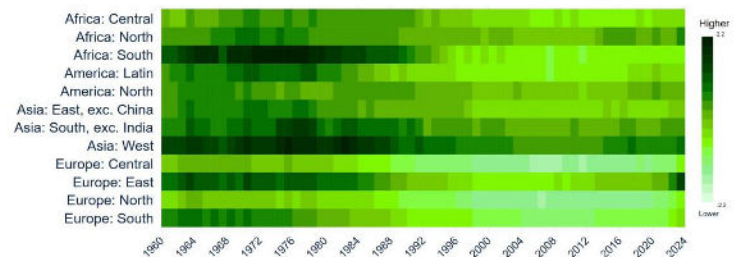
El sur de África ha experimentado una drástica reducción del riesgo geopolítico desde los años 90.

RIESGO GEOPOLÍTICO ESTRUCTURAL HISTÓRICO REGIONAL (SGR) (1960-2024) (UN VALOR MÁS ALTO INDICA UN MAYOR RIESGO)

INTERNO (AZUL) Y EXTERNO (ROJO)



RIESGO ESTRUCTURAL



Indicadores específicos de cada país:

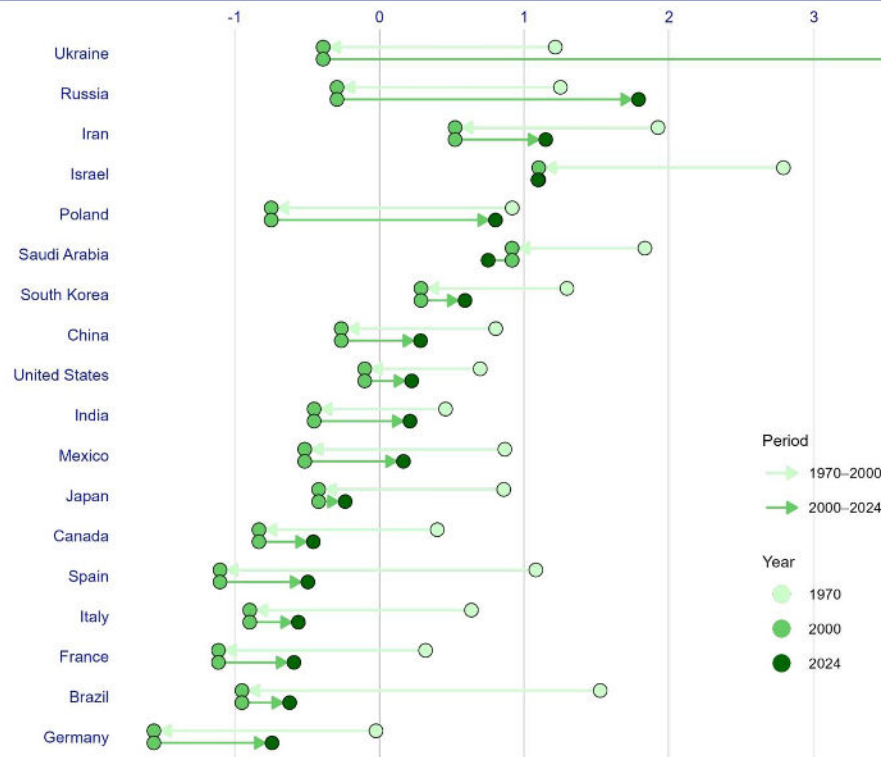
Riesgo geopolítico estructural (RGE)

Los países que recientemente han estado involucrados en conflictos y guerras presentan los niveles de riesgo geopolítico más altos (Ucrania, Rusia, Irán, Israel) debido a una combinación de inestabilidad política interna y geografía: estar ubicados en regiones asoladas por conflictos.

Corea del Sur y China presentan actualmente niveles similares de riesgo estructural, si bien en el primer caso el riesgo se debe a factores externos, mientras que en el segundo se debe principalmente a factores internos.



RIESGO GEOPOLÍTICO ESTRUCTURAL*



* Valores estandarizados.

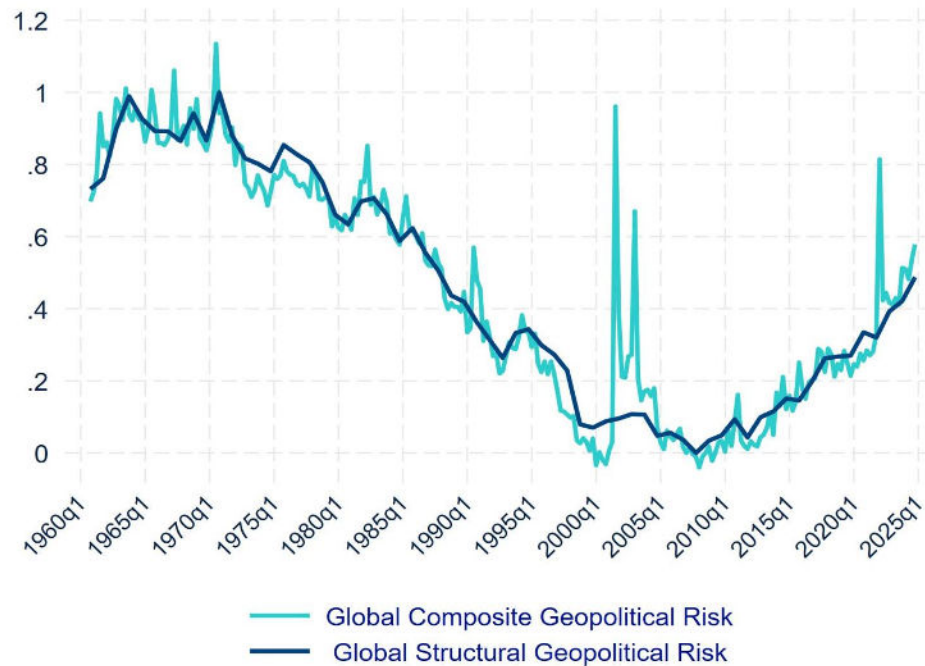
La combinación de la información geopolítica basada en noticias con la información geopolítica global refleja con mayor precisión los cambios en el riesgo geopolítico. a través de diferentes períodos históricos y en episodios particulares

El indicador de estrés combinado modifica el riesgo relativo que transmite cada indicador por separado.

Por ejemplo, el episodio de los ataques del 11 de septiembre no muestra el pico más alto como en el GPR, ya que el riesgo estructural estaba cerca del punto más bajo del período analizado.

Por el contrario, el nivel de estrés alcanzado al comienzo de la invasión de Ucrania es superior al nivel durante la segunda guerra de Irak, debido al riesgo estructural mucho mayor observado recientemente.

RIESGO GEOPOLÍTICO COMPUESTO GLOBAL (RGC)
1960Q1-2025Q1 (VALORES ESTANDARIZADOS - PONDERADOS POR EL PIB)



Notas: ambas variables están estandarizadas y el índice de riesgo geopolítico implícito se desmedia adicionalmente, lo que permite que la variable fluctúe alrededor de 0 (lo que agrega volatilidad a la variable de estrés geopolítico total).

Fuente: Cálculos de BBVA Research y Caldara e Iacoviello (2022).

El impacto económico de los riesgos geopolíticos estructurales

Encontramos la primera evidencia* de que:

- Los niveles más altos de SGR tienen efectos significativos y persistentes sobre comercio, inversión extranjera directa, flujos de cartera, riesgo crediticio (CDS), calificaciones soberanas y tipos de interés a largo plazo.

El riesgo geopolítico estructural amplifica el impacto de las noticias.
crisis geopolíticas.

(*) Estimamos el grado en que el riesgo geopolítico estructural afecta a las variables en una amplia muestra de países mediante diferentes técnicas: regresiones de panel, métodos de proyección local y modelos probabilísticos,



Manténganse al tanto

Números seleccionados:

2. El dólar estadounidense y la nueva arquitectura financiera global

La arquitectura financiera global actual se basa en un ecosistema de liquidez global altamente desarrollado en torno al USD.

Jerárquico

El dólar estadounidense en la cima de las monedas mundiales:

- Unidad de cuenta
(moneda de facturación para el comercio),
- Estándar de diferido
Pago (moneda de financiación) /
- Medio de intercambio
(Moneda del vehículo en los mercados de divisas).

Colaborativo (Reserva Federal)

Política coordinada
respuesta y líneas de
intercambio permanentes ilimitadas
durante la crisis con otros cinco
bancos centrales importantes.

BCE

— Banco de Japón

BoE

BoC

SNB

Híbrido

El dólar internacional
es en gran medida un
dólar privado, que
representa las obligaciones de
los actores privados
globales en lugar de las
obligaciones de los bancos
centrales públicos.

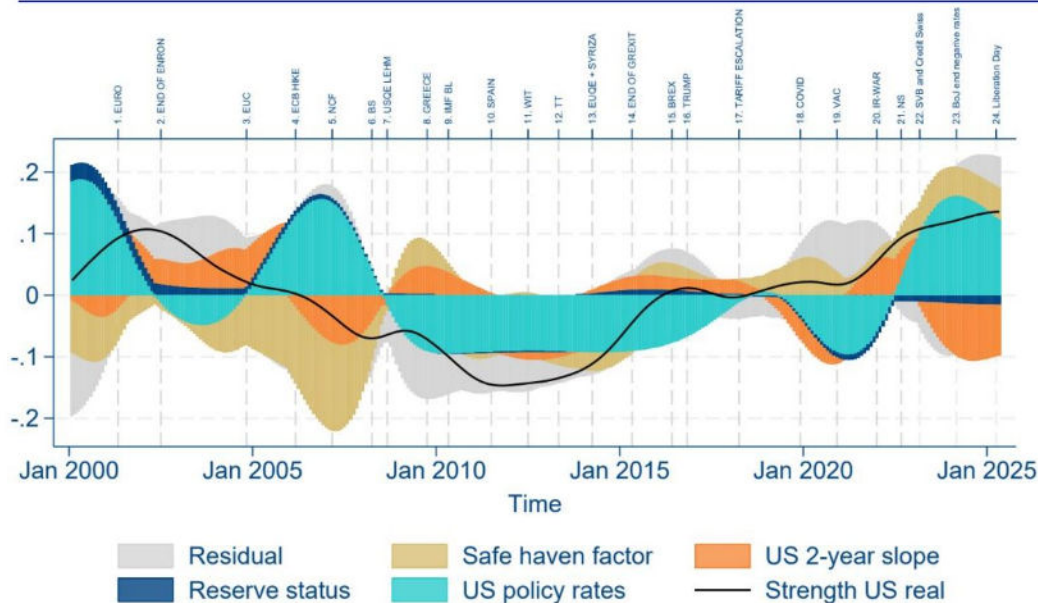
Interconectados

Principales actores
públicos y privados globales:
bancos, operadores globales
y cámaras de compensación.

Tecnología en evolución:
desde letras de cambio hasta
banca de depósitos,
pasando por derivados...
¿hasta llegar a
monedas estables y CBDC?

El papel central del USD en la liquidez global sigue siendo un pilar fundamental que sustenta su valor.

FORTALEZA DEL USD: UN DESGLOSE DE LOS FACTORES QUE LA RESPALDAN (EN LOGARITMOS*100 Y DESCONECTADO)



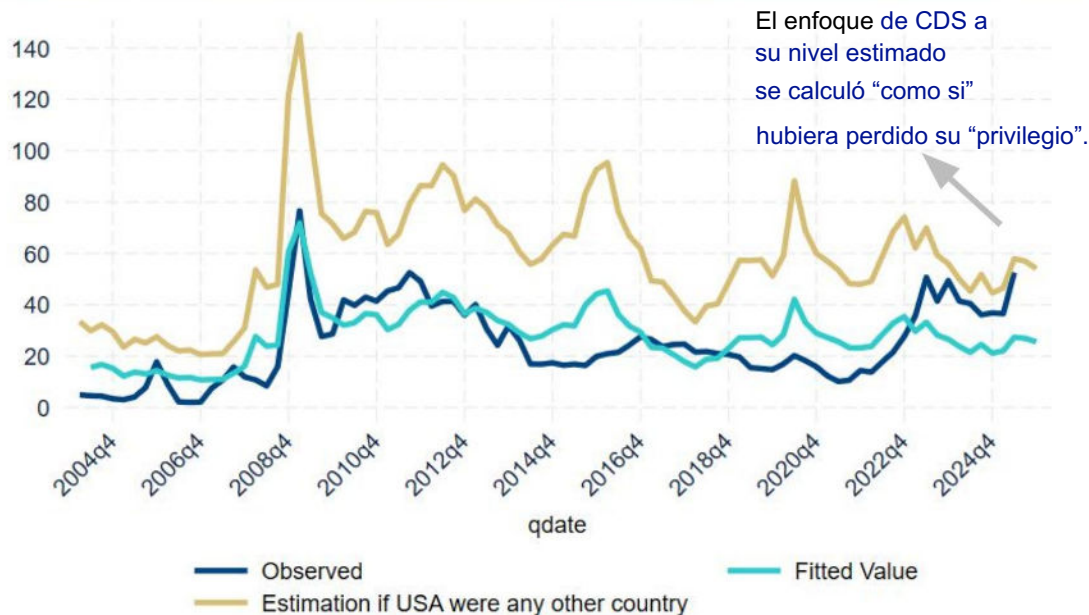
Nuestro marco de análisis del USD a largo plazo (frente al EUR) muestra lo siguiente: —

La fortaleza del USD se debe principalmente a impulsada por su papel dominante en los mercados de capitales y liquidez, es decir, como moneda de reserva mundial preferida y denominación principal de los principales activos refugio mundiales.

—A principios de 2025, el EURUSD en 1,02 estaba desalineado (frente a una tasa de equilibrio estimada de 1,20 USD por euro), principalmente debido a una sobrevaloración del dólar estadounidense.

La instrumentalización financiera y el transaccionalismo pueden erosionar la credibilidad del dólar como pilar del sistema global.

EE. UU.: CD de 5 años



En teoría, los aranceles impuestos por Estados Unidos deberían apreciar el dólar estadounidense... sin embargo, el anuncio de aranceles recíprocos (muy perjudiciales), seguido de políticas erráticas, condujo a una apreciación (inesperada y rápida) del dólar. depreciación del USD.

A los inversores les preocupa el impacto negativo en la economía estadounidense y, lo que es más importante, el riesgo de que las políticas erosionen el privilegio exorbitante del dólar estadounidense.

Si bien Estados Unidos parece mostrarse bastante indiferente, más centrado en las desventajas de emitir la principal moneda de liquidez mundial,

Privilegio exorbitante

- Ingresos por señoreaje .
- Menores costes de financiación (rentabilidad por conveniencia).
- Externalidades positivas y círculo virtuoso entre el estatus de moneda de reserva y la profundidad de los mercados de capitales nacionales.
- Influencia geopolítica .

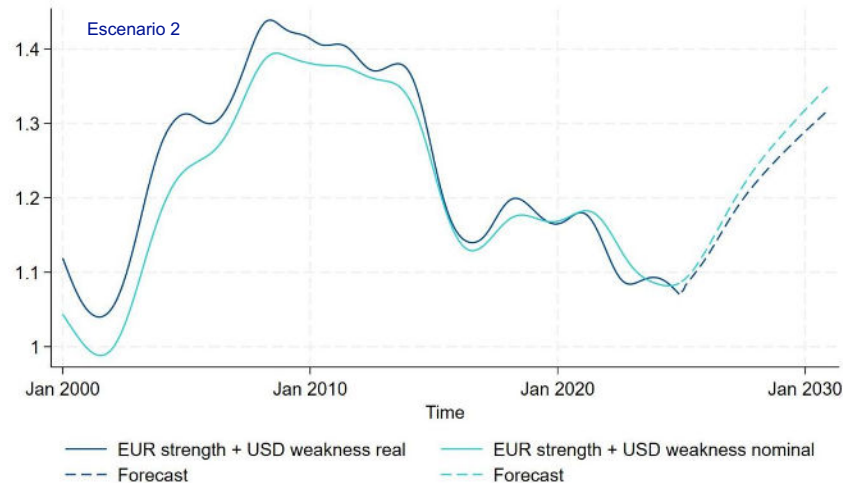
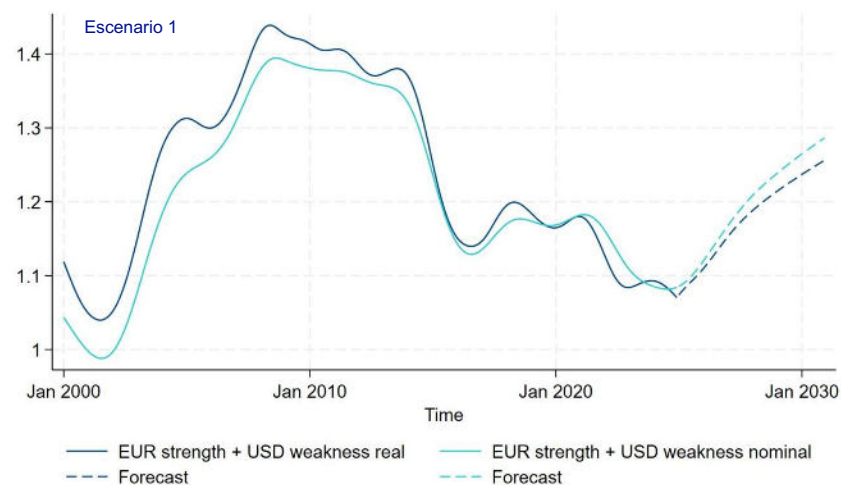
Impuesto exorbitante

- Obligaciones del prestamista /distribuidor de última instancia
(fricción política entre el mandato nacional y la responsabilidad global al enfrentar una crisis financiera mundial).
- Satisfacer las crecientes necesidades de reservas mundiales en USD requiere desequilibrios permanentes/ crecientes en las cuentas corrientes, lo que podría generar dudas sobre la moneda (dilema de Triffin) o resistencia interna (proteccionismo de Trump).

Un descenso controlado del papel del USD como ancla de liquidez mundial desencadenaría una depreciación significativa.

EURUSD, SIMULACIONES BAJO ESCENARIOS ALTERNATIVOS

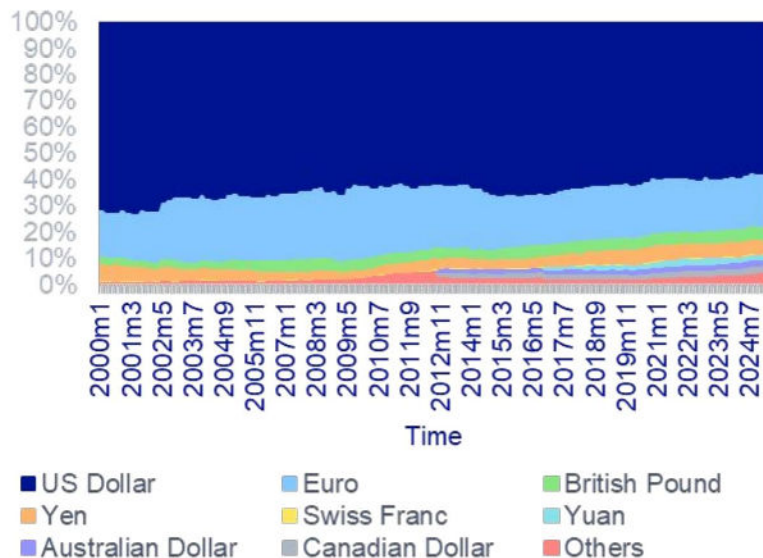
(EN LOGARITMOS*100 Y DESCONECTADO)



- Pérdida de su función como ancla de liquidez (representada por la disminución de la participación del USD en las reservas mundiales): disminución anual de 0,6 puntos porcentuales* en la participación de el dólar estadounidense en las carteras de reservas internacionales de los bancos centrales.
- Escenario 1: La proporción de euros en las carteras de reservas internacionales refleja el 50% de la disminución de la preferencia por el dólar estadounidense.
- Escenario 2: La proporción de euros en las carteras de reservas internacionales refleja el 100% de la disminución de la preferencia por el dólar estadounidense.

Pero podrían surgir varios escenarios (más disruptivos) bajo una “descentralización” del USD en el sistema internacional.

RESERVAS INTERNACIONALES DE LOS BANCOS CENTRALES
(POR TIPO DE MONEDA, % DEL TOTAL)



La liquidez global se ha diversificado gradualmente en las últimas décadas, pero el dólar estadounidense se ha mantenido firmemente en la cima, como el ancla hegemónica sobre la que descansa todo el sistema.

Escenario 1:

Resistencia

(Hegemonía estadounidense)

Escenario 2:

Trampa de Kindleberger

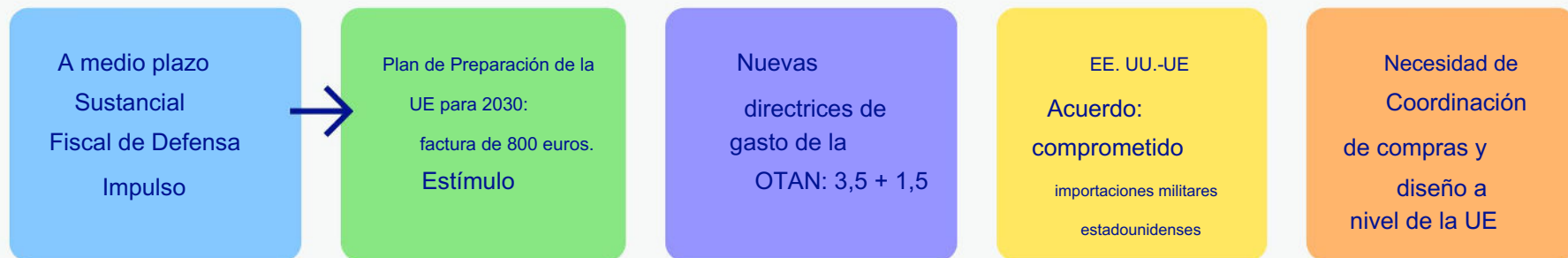
Escenario 3:

Coordinación
multimoneda

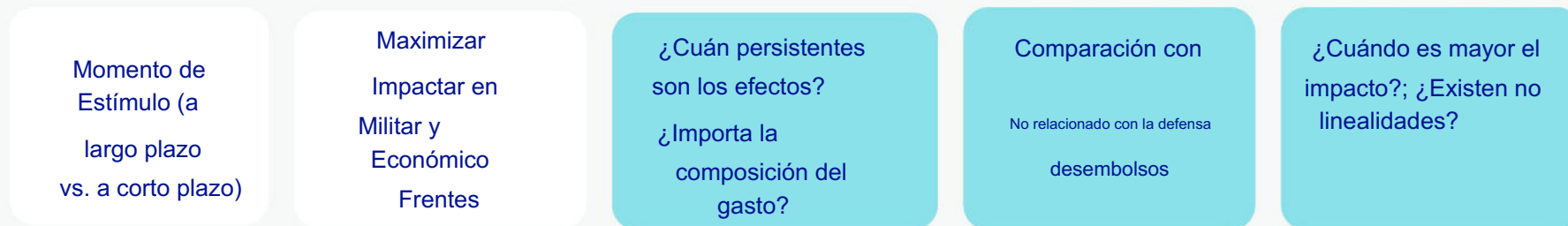
Temas seleccionados: 3. La defensa en Europa

El dividendo de la paz de la UE definitivamente ha terminado...

Los últimos anuncios (y, al parecer, el creciente consenso) anticipan algunos elementos clave.



...pero, ¿qué información tenemos sobre su posible impacto económico? Algunos aspectos clave son:



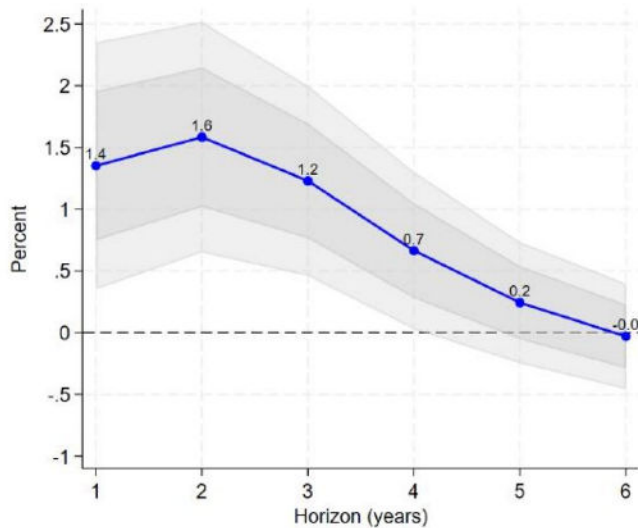
Basado en García-Serrador, Sarasa-Flores y Ulloa (2025): ¿Comprar armas o comprar rosas?: Multiplicadores fiscales del gasto en defensa de la UE (BBVA Research WP 25/06)...

Multiplicadores fiscales acumulativos

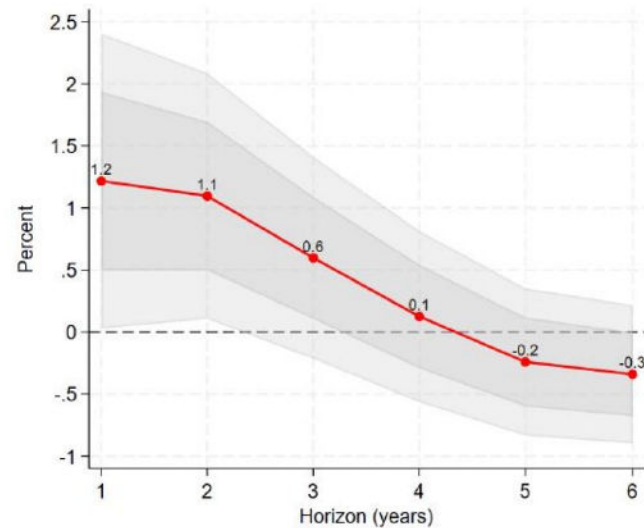
Multiplicadores elevados del gasto en defensa a corto plazo (1,4-1,6), que se desvanecen a medio plazo (panel a), lo que no produce efectos estructurales duraderos en la producción (panel b).

MULTIPLICADORES FISCALES ACUMULATIVOS DE DEFENSA

(A) PRODUCCIÓN NORMALIZADA POR TENDENCIA



(B) PIB REAL



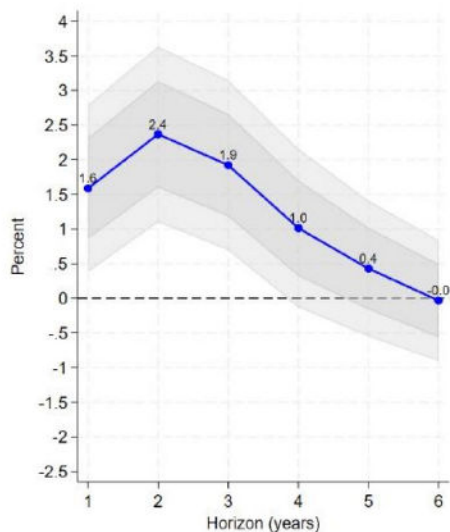
Nota: la muestra de estimación cubre todos los países de la UE-27 desde 1995 hasta 2023 con una base anual.
Fuente: García-Serrador, Sarasa-Flores y Ulloa (2025).

En qué se gasta el dinero importa:

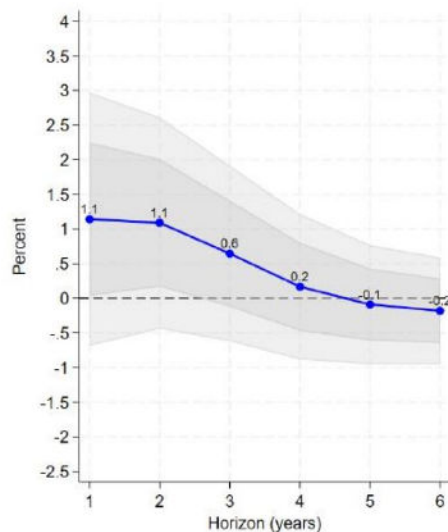
El desglose de los gastos en defensa confirma una marcada heterogeneidad en el perfil del multiplicador acumulativo, donde los gastos intensivos en capital generan multiplicadores sustanciales a corto plazo.

MULTIPLICADORES FISCALES ACUMULATIVOS DE DEFENSA: COMPOSICIÓN DEL GASTO

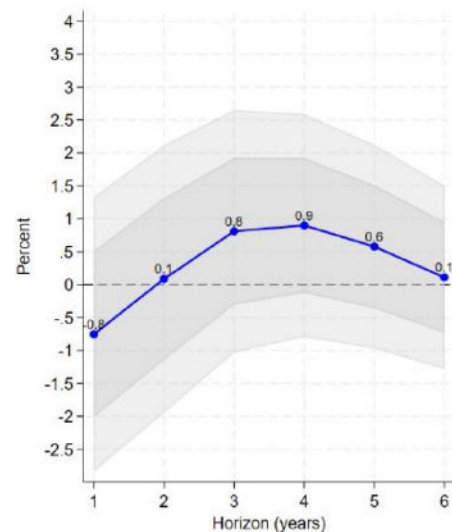
(A) GFCF



(B) PERSONAL



(C) CONS. INT.

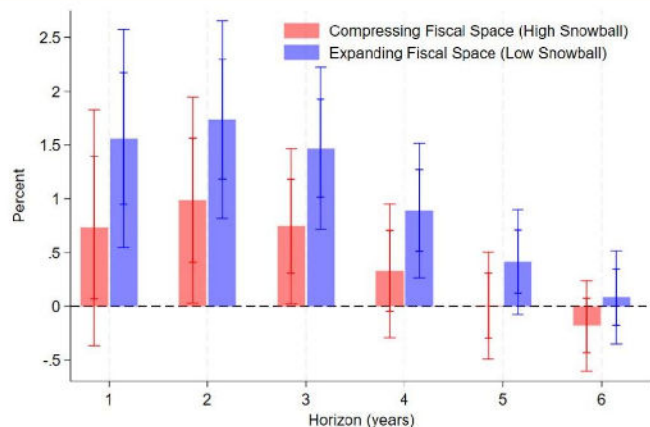


Multiplicadores dependientes del estado

Además de la posición cíclica, los multiplicadores fiscales superan la unidad cuando los países poseen un amplio margen fiscal y presentan una baja dependencia de las importaciones militares.

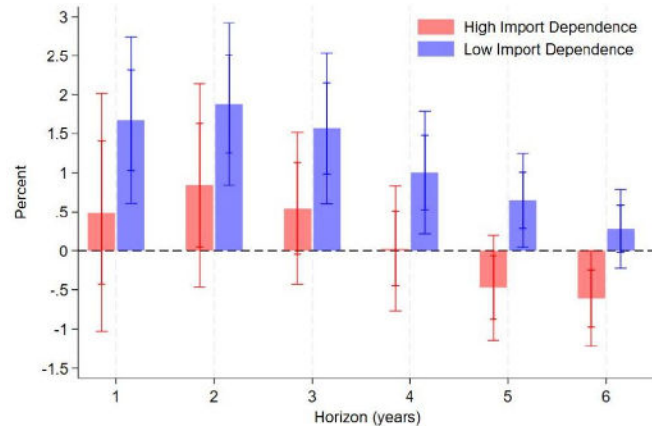
Indicador de estado: efecto bola de nieve

MULTIPLICADORES FISCALES ACUMULATIVOS DE DEFENSA:
DEPENDENCIA DEL ESTADO DEL ESPACIO FISCAL



Indicador estatal: importaciones militares totales en relación con el gasto total en defensa

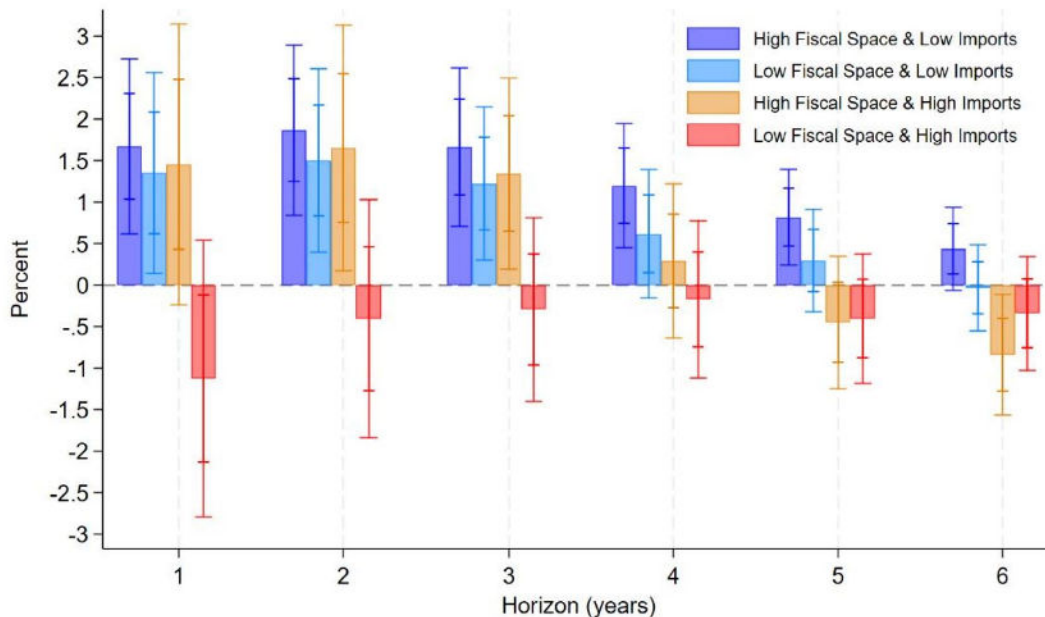
MULTIPLICADORES FISCALES ACUMULATIVOS DE DEFENSA:
IMPORTACIONES DEFENSA DEL ESTADO



No linealidades inherentes: Espacio fiscal + Dependencia de las importaciones

El peor escenario posible, con un espacio fiscal reducido y una elevada fuga de importaciones militares, implica multiplicadores no significativamente diferentes de 0 en todos los horizontes.

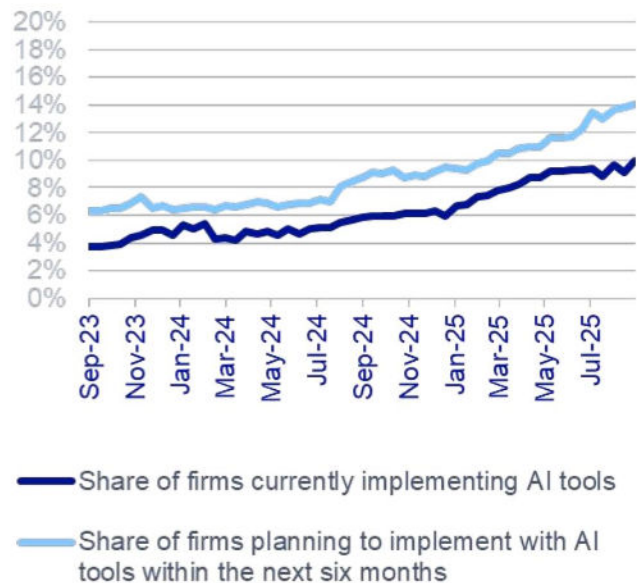
MULTIPLICADORES FISCALES ACUMULATIVOS DE DEFENSA:
DEPENDENCIA ESTATAL INCORPORADA



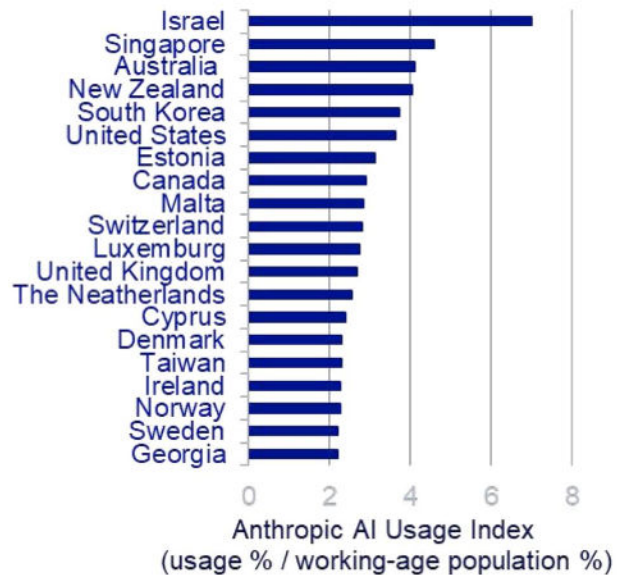
Temas seleccionados: 4.
GenAI, empleo y productividad

La adopción se está acelerando, pero sigue siendo desigual, liderada por las economías avanzadas y las empresas grandes y digitalmente maduras.

TASAS DE ADOPCIÓN DE LA IA ENTRE LAS EMPRESAS ESTADOUNIDENSES
(% DEL TOTAL DE EMPRESAS)



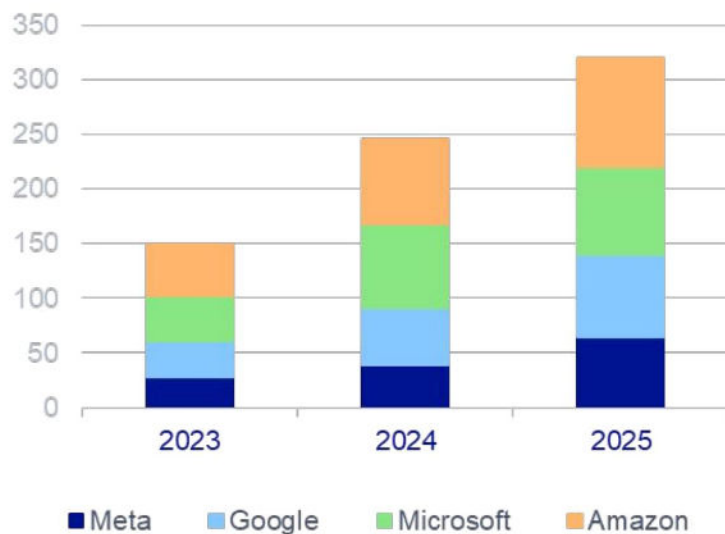
ÍNDICE DE USO DE IA ANTRÓPICA POR
PAÍS (*)



(*) Relación entre la proporción de usuarios de Claude de cada país y su proporción de la población mundial en edad laboral (de 15 a 64 años).
Fuente: Investigación de BBVA basada en el Índice Económico Antrópico

La demanda de inversión en IA impulsa el crecimiento a corto plazo en medio de ganancias a largo plazo aún inciertas.

GASTO DE CAPITAL EN IA POR PARTE DE LAS GRANDES TECNOLÓGICAS
EMPRESAS (USD, MILES DE MILLONES)



La inversión en IA por parte de las mayores empresas tecnológicas está aumentando vertiginosamente, y se prevé que el gasto de capital en 2025 supere significativamente al de 2024 y 2023 a medida que amplían la capacidad de computación, los centros de datos y el desarrollo de modelos.

Esta ola ya es visible en los datos macroeconómicos y los activos intangibles: en el primer semestre de 2025, la inversión relacionada con la IA representó una parte significativa del aumento anualizado del 1,6% del PIB estadounidense; las estimaciones de la contribución directa de la IA oscilan entre aproximadamente 0,5 pp y casi los 1,6 pp completos.

La IA alimenta grandes esperanzas, no solo para la productividad, sino para los motores mismos de la innovación y el emprendimiento.

— Basándonos en la evidencia experimental, destacamos tres canales principales a través de los cuales la IA generativa pueden influir en los resultados económicos:

Productividad y rendimiento empresarial: a través de la automatización de tareas, la mejora de habilidades y la transformación operativa.



Innovación :
fomentando la generación de ideas, la creatividad y la I+D.



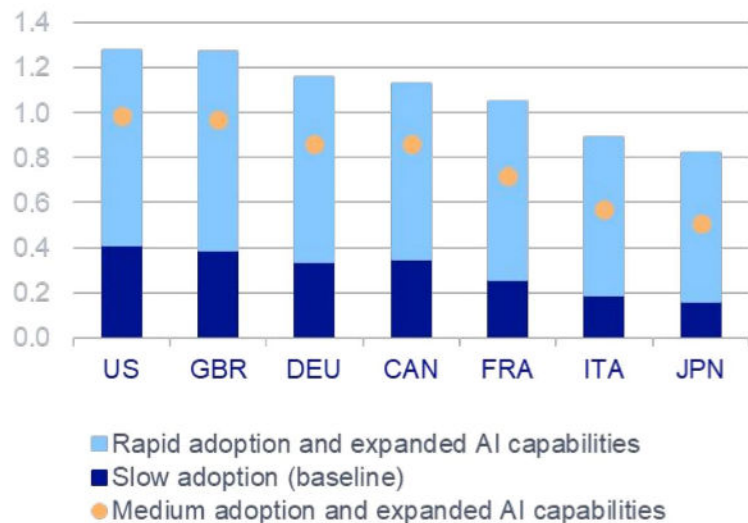
Emprendimiento :
reduciendo las barreras de entrada y apoyando el crecimiento en etapas iniciales



El impacto agregado de la IA en la productividad se desarrollará gradualmente, siguiendo un patrón de curva en J a medida que se consoliden la adopción, las inversiones complementarias y la adaptación organizacional (como lo haría cualquier tecnología de propósito global).

El impacto agregado de la IA en la productividad se desarrollará gradualmente, siguiendo un patrón de curva en J.

AUMENTO PREVISTO DE LA TRABAJO ANUAL
CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD DURANTE 10 AÑOS
HORIZONTE DEBIDO A LA IA (PP, %)



La IA, al igual que otras tecnologías de propósito general del pasado, requiere grandes inversiones complementarias —a menudo intangibles— que no se reflejan adecuadamente en las cuentas nacionales.

Durante su difusión, las empresas experimentan con aplicaciones, reorganizan la producción y los trabajadores se adaptan a los nuevos procesos. Las ganancias de productividad tienden a subestimarse en las primeras fases de adopción y a sobreestimarse una vez que se materializan los beneficios, la dinámica de la curva J de productividad (Brynjolfsson, Rock y Syverson, 2021).

Se prevé que las ganancias de productividad derivadas de la IA sean muy heterogéneas entre países y sectores, y dependerán en gran medida de la velocidad de adopción y las capacidades de la IA. Por ejemplo, las estimaciones de la OCDE sugieren que, en las economías del G7, la IA podría aumentar el crecimiento anual de la productividad laboral entre 0,2 y 0,4 puntos porcentuales con una adopción lenta y hasta entre 0,8 y 1,3 puntos porcentuales con una adopción rápida (Filippucci et al., 2025).

Sin embargo, persiste un fuerte debate y no hay un consenso claro sobre la magnitud, el momento o la persistencia de tales efectos.

Otros temas relevantes:

4. Cambio

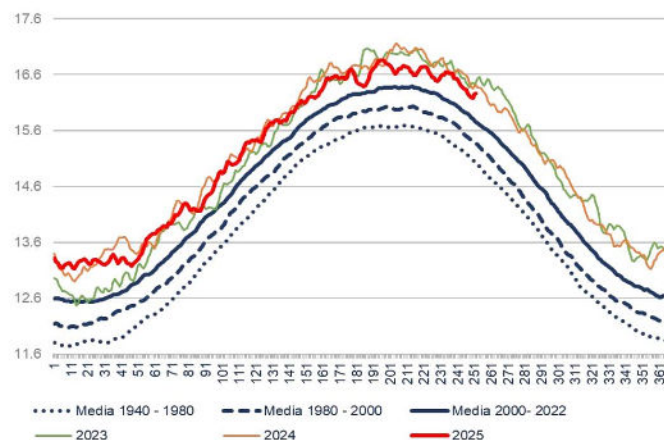
climático 5. El futuro del dinero

El aumento de las temperaturas y los eventos relacionados con el clima ponen de relieve la urgencia de la descarbonización.

Todo apunta a que 2025 será el segundo o tercer año más cálido jamás registrado ([véase Carbon Brief](#)).

La evidencia empírica indica una tendencia al alza tanto en la frecuencia como en la gravedad de los eventos agudos relacionados con el clima.

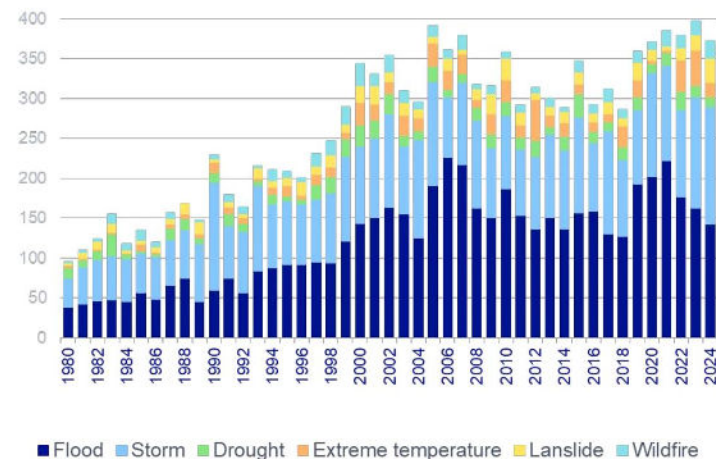
EVOLUCIÓN DE LA TEMPERATURA MUNDIAL (°C)
1980-2025



Nota: Temperatura media diaria del aire en superficie (a 2 metros de altura).

Fuente: BBVA Research a partir de [datos horarios de ERA5 en niveles individuales](#).

ACONTECIMIENTOS AGUDOS MUNDIALES RELACIONADOS CON EL CLIMA
1980-2024

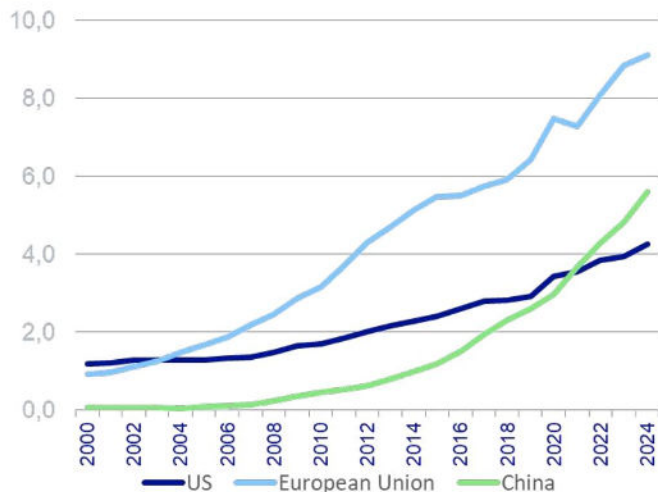


Fuente: Investigación de BBVA a partir de [EM-DAT](#).

La geopolítica está moldeando la carrera por la descarbonización, con China y la UE avanzan mientras EE. UU. retrocede.

En Estados Unidos, la tendencia al alza en la descarbonización se ralentizó hace más de una década debido a la revolución del petróleo de esquistos y, actualmente, por políticas que favorecen los combustibles fósiles para satisfacer la creciente demanda energética.

SUMINISTRO DE ENERGÍA RENOVABLE(*)
(% DEL SUMINISTRO TOTAL DE ENERGÍA)

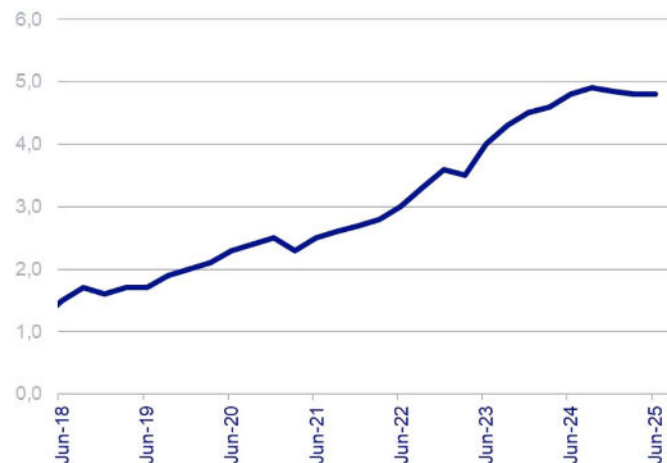


(*) Energía renovable: Solar, eólica, geotérmica, biomasa.

El suministro energético comprende combustibles comercializados, incluidas las energías renovables modernas utilizadas para generar electricidad.

Fuente: BBVA Research from [Home](#) | [Análisis estadístico de la energía mundial](#).

US CLEAN INVESTMENT COMO PARTE DE
INVERSIÓN PRIVADA TOTAL (%) ()**

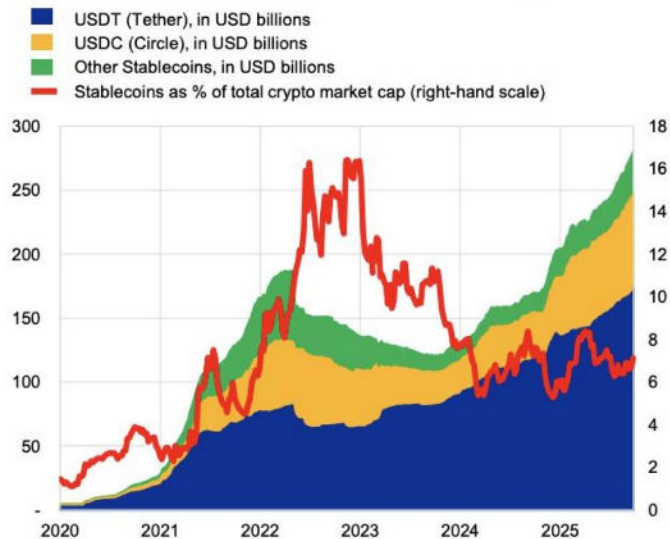


(**) (Base anualizada, inversión total en todas las estructuras privadas, equipos y bienes de consumo duraderos).

Fuente: Rhodium Group/MIT-CEEPR Clean Investment Monitor y Oficina de Análisis Económico.
Monitor de Inversiones Limpias: Actualización del segundo trimestre de 2025 – Grupo Rhodium.

¿Las monedas estables: el siguiente paso en la tecnología del dinero?

Size of USD-denominated stablecoins in the crypto-asset ecosystem



Sources: CoinDesk, IntoTheBlock, CoinMarketCap and ECB staff calculations.

Las stablecoins GENIUS-Act marcan la siguiente evolución del dólar estadounidense: generadas de forma privada, totalmente reservadas, canjeables a la par y basadas en blockchain, que ofrecen liquidación en tiempo real y finanzas programables.

— Aún quedan importantes detalles por definir. Si la circulación se expande, la Reserva Federal deberá encontrar un equilibrio entre ampliar el alcance digital del dólar y mantener el control sobre la transmisión de la política monetaria y la liquidez sistémica.

Por el contrario, mientras que las monedas estables estadounidenses crecen a través de la innovación impulsada por el mercado, el euro digital del BCE refleja un modelo de CBDC liderado por el Estado, centrado en la confianza pública, la privacidad y la soberanía monetaria: un camino más lento diseñado para preservar el control dentro del marco del banco central.

Descargo de responsabilidad

El presente documento no constituye una «Recomendación de Inversión», según se define en el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre abuso de mercado («MAR»). En particular, este documento no constituye «Análisis de Inversión» ni «Material de Marketing», a efectos del artículo 36 del Reglamento (UE) 2017/565, de 25 de abril de 2016, que complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y a los términos definidos a efectos de dicha Directiva (MiFID II).

Los lectores deben tener en cuenta que, bajo ninguna circunstancia, deben basar sus decisiones de inversión en la información contenida en este documento. Las personas o entidades que ofrecen productos de inversión a estos potenciales inversores están legalmente obligadas a proporcionarles la información necesaria para que puedan tomar una decisión de inversión adecuada.

Este documento ha sido elaborado por el Departamento de Investigación de BBVA. Se facilita únicamente con fines informativos y expresa datos u opiniones relativos a la fecha de publicación del informe, elaborados por BBVA u obtenidos de fuentes que consideramos fiables, y que no han sido verificados de forma independiente por BBVA. Por lo tanto, BBVA no ofrece garantía alguna, ni expresa ni implícita, sobre su exactitud, integridad o veracidad.

Este documento y su contenido están sujetos a cambios sin previo aviso en función de variables como el contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no se responsabiliza de la actualización de su contenido ni de la notificación de dichos cambios.

BBVA no se responsabiliza de las pérdidas, directas o indirectas, que puedan derivarse del uso de este documento o de su contenido.

Este documento y su contenido no constituyen una oferta, invitación ni solicitud para comprar, vender o adquirir ningún derecho sobre activos o instrumentos financieros. Tampoco constituirán la base de ningún contrato, compromiso ni decisión de ninguna índole.

El contenido de este documento está protegido por las leyes de propiedad intelectual. Se prohíbe la reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, transmisión o cualquier uso por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o expresamente autorizado por BBVA en su sitio web www.bbvaresearch.com.

