

18.09.2025

El futuro de los pagos y el rol internacional del euro

Federación Iberoamericana de Bolsas

Madrid

José Luis Escrivá

Gobernador

Permítanme comenzar expresando mi agradecimiento a Juan Flames, CEO de Bolsas y Mercados Españoles, y a la Federación Iberoamericana de Bolsas por la invitación a participar en esta Reunión Anual. Para mí es un honor dirigirme hoy a representantes de 23 bolsas de América Latina y el Caribe, con quienes nos une una historia, una lengua y una visión compartida sobre el valor de unas finanzas sólidas al servicio del crecimiento de nuestras sociedades.

El programa de esta Reunión ha puesto de relieve, con acierto, cómo los mercados de capitales atraviesan un proceso de profunda transformación tecnológica y geoeconómica. Esa transformación afecta no solo a la negociación y a la inversión, sino también a la forma en que se liquidan y se conectan las transacciones. **En este nuevo entorno, los sistemas de pagos han dejado de ser un asunto técnico para convertirse en un elemento central de la competitividad y la estabilidad de las economías, y también de su autonomía.**

Durante décadas, el dólar ha ocupado una posición dominante gracias a la fortaleza de la economía estadounidense, la confianza en sus instituciones, el desarrollo y profundidad de sus mercados financieros, y el control de infraestructuras de pagos globales. Esa hegemonía se ha sustentado en fundamentos sólidos, pero también ha generado dependencias que han condicionado a muchos países y regiones.

Hoy, alrededor del 45% de las exportaciones mundiales se facturan en dólares frente a un 35% en euros. Pero **si excluimos a Estados Unidos y a la eurozona, el contraste es mayor: un 60% de las exportaciones se facturan en dólares y apenas un 25% en euros.** Y esto ocurre que a pesar de que **solo un 10% de las exportaciones globales se dirigen a EE UU, mientras que la eurozona concentra un 35% de las exportaciones mundiales.**

A esto se añade el peso del dólar en los pagos internacionales: cerca de la mitad **de los pagos transfronterizos en el mercado se realizan en dólares, frente a menos de un 25% en euros.** Todo ello refleja que la primacía del dólar no responde únicamente a la fuerza económica de EE. UU., sino también a inercias históricas y a su dominio sobre las infraestructuras financieras que canalizan buena parte de los flujos internacionales.

Sin embargo, **empiezan a percibirse algunas señales de cambio que abren la puerta a un sistema menos sesgado hacia una sola divisa, lo que abre una oportunidad para un mayor papel internacional del euro.** La incertidumbre asociada a las decisiones económicas de Estados Unidos, las políticas arancelarias que tienden a reordenar los flujos comerciales, la regionalización de las cadenas de valor y la diversificación de reservas en muchos bancos centrales apuntan a un futuro diverso. Y, de manera singular, la revolución tecnológica en los sistemas de pago y la irrupción de nuevos proveedores de servicios están estrechamente interconectadas con esta transformación.

Así, aunque las nuevas tecnologías, y en particular las plataformas de registro distribuido ofrecen oportunidades de eficiencia e innovación, también plantean dilemas profundos sobre el futuro del dinero. El sector privado las concibe como un medio de agilizar las transacciones y reducir costes, y las denominadas *stablecoins* aparecen especialmente bien posicionadas para ocupar ese espacio como activos de liquidación “nativos” de estas plataformas.

Lo relevante es que el alcance de las *stablecoins* va más allá del ámbito de la negociación financiera. Si llegaran a generalizarse como medio de pago en transacciones comerciales, en el envío de remesas o en liquidaciones transfronterizas, sus efectos se proyectarían sobre la economía real. **Actualmente, prácticamente la totalidad de la capitalización de las *stablecoins* están referenciadas al dólar, para ser más precisos, el 99,8%.** Una expansión masiva, en las condiciones actuales, podría reforzar aún más la demanda mundial de dólares, hasta el punto de que incluso operaciones sin vínculo directo con EE UU terminarían canalizándose en su moneda, intensificando dependencias que ya existen. **Además, al tratarse de instrumentos emitidos por actores privados, sin el respaldo último de los bancos centrales, generan riesgos de fragmentación y erosionan el papel del dinero público como ancla del sistema monetario.**

De ahí la importancia de recordar en este momento una lección histórica: **la confianza es el pilar último de cualquier sistema monetario.** Cuando el dinero se privatizó en el siglo XIX, proliferaron billetes emitidos por bancos sin respaldo suficiente, y, lo que parecía un avance, acabó en crisis de confianza y episodios de inestabilidad recurrente. Hoy, la función de los bancos centrales es precisamente evitar que eso se repita: preservar el valor del dinero y garantizar la seguridad de los pagos, tanto en los sistemas minoristas —a través del efectivo— como en los mayoristas —a través de la liquidación en reservas de banco central—.

Por supuesto, una buena regulación es condición necesaria para preservar esa confianza. Europa ha dado pasos importantes con el reglamento MiCA, que establece un marco claro y riguroso para los criptoactivos y *stablecoins*. Pero **la regulación, aunque esencial, no basta por sí sola**, especialmente si en otras jurisdicciones se aplican reglas más laxas, lo que abre la puerta a arbitrajes regulatorios.

En este contexto, también bancos centrales debemos innovar. El Eurosistema trabaja en dos frentes: el euro digital, que mantendrá para los ciudadanos el papel de ancla que hasta ahora ha cumplido el efectivo, y los proyectos mayoristas, que buscan adaptar nuestras infraestructuras al nuevo entorno tecnológico. Los proyectos Pontes y Appia del Eurosistema son ejemplos concretos de este esfuerzo: Pontes busca asegurar la interoperabilidad entre plataformas DLT y los sistemas que liquidan en dinero de banco central; Appia explora la creación de una plataforma en la que el dinero de banco central tokenizado pueda coexistir con otros activos financieros. El objetivo último es claro: prepararnos para un escenario en el que los mercados financieros utilicen más intensamente tecnologías distribuidas, pero sin renunciar a la seguridad que aporta que el activo de liquidación final sea el dinero público, sin riesgo de crédito.

Todo esto invita a **una reflexión sobre la necesidad de diversificar las monedas de referencia con las que acceder a los mercados internacionales.** Y es precisamente aquí donde quiero detenerme, porque el vínculo con América Latina hace especialmente relevante esta reflexión. **La región comparte muchos de nuestros desafíos, pero arrastra además una vulnerabilidad añadida: su elevada dependencia del dólar.**

Esta dependencia tiene al menos tres dimensiones. La primera es financiera. La práctica totalidad de las emisiones de deuda corporativa en la región se realizan en dólares,

incluso cuando los ingresos de las empresas pueden estar denominados en otras monedas. **En lo que va de 2025, más del 90% de las emisiones internacionales de América Latina se han colocado en dólares**, mientras que el euro apenas representa en torno al 7% del total. Aunque se trata de la cuota más alta desde 2021, refleja todavía un margen muy amplio de diversificación pendiente. Además, este avance se ha concentrado en emisiones soberanas, mientras que el sector corporativo lleva varios años sin acceder a los mercados en euros. Esta concentración en una sola moneda y jurisdicción limita opciones y amplifica vulnerabilidades que terminan trasladándose a toda la economía.

La segunda dimensión es comercial. Alrededor del 95% de las exportaciones de la región se facturan en dólares, y apenas un 3% en euros. Esto significa que, incluso cuando el socio comercial es europeo, las transacciones se canalizan en dólares. El resultado es una dependencia innecesaria que amplifica el impacto de los ciclos del dólar sobre el comercio y que, en la práctica, obliga a las empresas latinoamericanas a vivir en un mundo financiero que no siempre coincide con su geografía económica. **Y esta vulnerabilidad se intensifica en el contexto actual, con Estados Unidos elevando de forma significativa sus aranceles** —hoy en torno al 18% al resto del mundo y, en el caso de América Latina, pasando en apenas un año del 0,3% al 10,4%—. Frente a ello, los aranceles efectivos entre Europa y América Latina son mucho más bajos, alrededor del 3%. Este diferencial abre una oportunidad para intensificar los intercambios bilaterales y, si esos flujos se realizan en euros, las empresas pueden beneficiarse de una cobertura natural entre ingresos y pagos que refuerza su estabilidad financiera.

A esta dependencia financiera y comercial, se suma una tercera vulnerabilidad, menos visible pero estratégica: **la jurisdiccional**. Al concentrar la mayor parte de sus emisiones y liquidaciones en infraestructuras y mercados regidos por una única legislación, los emisores latinoamericanos quedan expuestos a decisiones discrecionales sin contar con vías alternativas que les permitan reaccionar o reposicionarse. En la práctica, es como avanzar por un único canal: mientras está abierto, el acceso parece seguro, pero basta un cambio regulatorio o político - más probable quizás en estos momentos - para quedar atrapados sin opciones. Esta situación recuerda que la diversificación no debe limitarse a las monedas, sino extenderse también a las jurisdicciones y a los canales de liquidación, con el fin de reducir vulnerabilidades de largo plazo.

Diversificar no significa abandonar el dólar, sino complementarlo. Emitir una parte de la deuda en euros, utilizar infraestructuras europeas para la liquidación de operaciones o, cuando sea posible, facturar exportaciones en euros son pasos que pueden reducir vulnerabilidades. **Al mismo tiempo, es fundamental seguir impulsando el desarrollo de los mercados locales, pero siempre manteniendo la puerta abierta a los mercados internacionales y haciéndolo de manera diversificada en otras monedas.**

Europa ofrece una alternativa creíble para avanzar en esa dirección. Incluso en un contexto de tensiones geopolíticas sin precedentes, el euro ha mantenido estable su posición como segunda moneda global, aunque su uso sigue siendo predominantemente regional. Para consolidar y reforzar ese papel necesitamos tres avances concretos: una oferta más profunda y amplia de activos seguros líquidos, un progreso decidido en la Unión de Mercados de Capitales y unas infraestructuras modernas y conectadas que den confianza a los inversores internacionales.

Es oportuno recordar que Europa cuenta con un volumen de ahorro que es, de hecho, mayor que el de Estados Unidos. En 2024, la tasa de ahorro de los hogares europeos se situó en torno al 15% de la renta disponible, frente al 8% en Estados Unidos. Y si ampliamos la perspectiva al conjunto de la economía, el ahorro bruto nacional alcanza aproximadamente el 25% del PIB en la UE, frente al 18% en Estados Unidos. Esta brecha de ahorro es un recordatorio de que Europa dispone de una base de recursos financieros estructuralmente mayor, que, si se canaliza de forma eficaz, puede proyectar al euro hacia una mayor relevancia internacional.

Disponemos de mercados de capitales que, aunque menos profundos, están en proceso de consolidación. Algunos grandes emisores latinoamericanos, y en particular los soberanos, ya han dado pasos significativos emitiendo en euros y construyendo un historial en nuestros mercados. **Conviene que también las empresas empiecen a posicionarse ahora, cuando las plataformas y la integración europea aún están en expansión.** Quienes lo hagan primero podrán beneficiarse más en el futuro, asegurándose condiciones más favorables y construyendo una relación duradera con los inversores europeos.

Para avanzar en esta agenda es esencial que Europa ofrezca una puerta de entrada adaptada a la realidad latinoamericana. Esto implica contar con instrumentos financieros y desarrollar plataformas, tanto de renta fija como variable, diseñados para empresas de menor tamaño, con mercados accesibles que no exijan volúmenes mínimos inalcanzables, y con canales que simplifiquen la emisión y reduzcan los costes de acceso. Solo así evitaremos que buena parte del tejido empresarial de la región quede cautivo de un único canal de financiación para su acceso a los mercados internacionales.

En definitiva, **diversificar en moneda y en jurisdicciones no es solo una estrategia financiera: es también una estrategia comercial y, en última instancia, una estrategia de autonomía económica.** Permite reducir vulnerabilidades, ganar capacidad de decisión y construir una relación más equilibrada entre regiones que, como Europa y América Latina, tienen intereses y valores profundamente alineados.

Por eso mi invitación es clara: **trabajemos juntos para reforzar los puentes financieros y comerciales entre Europa y América Latina.** Hagámoslo no solo pensando en los grandes emisores y en las multinacionales, sino también en las medianas empresas que constituyen el corazón de nuestras economías.

Si actuamos juntos, avanzaremos hacia un sistema monetario internacional más equilibrado, más resiliente y menos vulnerable a los riesgos de concentración. Y lo haremos reforzando al mismo tiempo nuestra autonomía y nuestra capacidad de decisión.