



La cuota del dólar en reservas, deuda, divisas y facturación comercial supera ampliamente el 26 % del PIB mundial de EE. UU.



El predominio de una moneda se apoya en un efecto de red basado en la credibilidad institucional y la profundidad de los mercados de deuda, ventajas que el euro nunca ha igualado



Federalizar la deuda de la zona euro hasta el 60 % del PIB crearía un mercado de eurobonos de 10,8 billones de dólares, una vía viable hacia su consolidación como moneda de reserva

## EL FUTURO DEL EURO: ¿PUEDE EUROPA CREAR UNA MONEDA DE RESERVA MUNDIAL?

**Javier DÍAZ-GIMÉNEZ**

**Juan Pablo UPHOFF**

IESE Business School

El predominio del dólar en el comercio y las finanzas mundiales ha resistido 82 años de profundas transformaciones, y la cuota de EE. UU. en las reservas mundiales, la deuda transfronteriza y las operaciones de divisas se mantiene muy por encima del 26 % que representa el país en el PIB mundial. Las estimaciones del valor de este privilegio oscilan entre 3,3 billones de dólares, si se tienen en cuenta el señoreaje y el ahorro en intereses, y 33 billones cuando se incorpora el efecto más amplio de la demanda de activos de reserva sobre el tipo de cambio del dólar y los costes de financiación de EE. UU. El euro disfruta de una ventaja similar, aunque menor, mientras que el yuan soporta una clara desventaja y tiene un peso muy inferior al de China en el PIB mundial. El predominio de una moneda funciona como un bien de red: la ventaja inicial del dólar con Bretton Woods, reforzada por el reciclaje de petrodólares, SWIFT y un volumen creciente de bonos del Tesoro, generó una ventaja de escala que ha demostrado ser autosostenida. El euro carece de un activo de referencia equivalente: los 16 billones de dólares de deuda pública de la eurozona están repartidos entre 21 emisores soberanos con distintas primas de riesgo. Federalizar la deuda de la eurozona hasta el 60 % del PIB crearía un fondo común de eurobonos de unos 10,8 billones de dólares, aproximadamente una cuarta parte del tamaño del mercado de bonos del Tesoro estadounidense, y supondría un verdadero punto de inflexión para el papel internacional del euro.

### Introducción

En 1965, Valéry Giscard d'Estaing, que en aquel momento ocupaba el cargo de ministro de Hacienda y Asuntos Económicos bajo la presidencia de Charles de

Gaulle, describió el dominio del dólar en el comercio y las finanzas internacionales llamándolo un “privilegio exorbitante”. Con esa descripción, Giscard se quejaba de la ventaja que el sistema de Bretton Woods otorgaba al dólar estadounidense (en adelante, “el dólar”) y, por consiguiente, a Estados Unidos. La expresión de Giscard hizo fortuna porque es una descripción concisa e ingeniosa de una situación que comenzó en 1943, al final de la Segunda Guerra Mundial, y que sigue siendo válida en 2026: el dólar sigue siendo la moneda de reserva que domina el comercio y las finanzas internacionales.

El sistema de Bretton Woods, con su paridad entre el dólar y el oro, tocaría a su fin cinco años después de la queja de Giscard d’Estaing. En 1971, el presidente Nixon suspendió la convertibilidad del dólar. A principios de 1980, la inflación del índice de precios de consumo estadounidense alcanzó el 14,8 %. Pero el dominio del dólar en el comercio y las finanzas internacionales se mantuvo y, a fecha de hoy, ha sobrevivido nada menos que a 82 años de crisis económicas y geopolíticas, y a todo el progreso tecnológico que se ha producido en las últimas ocho décadas. Tanto es así que el dominio del dólar ha sido una de las pocas características de la economía mundial que no ha cambiado desde entonces.

Cuadro 1 - Cuotas mundiales en 2025

|                                  | EE. UU. | EUR  | CHN  | RoW  |
|----------------------------------|---------|------|------|------|
| PIB nominal                      | 26,0    | 15,2 | 16,6 | 42,1 |
| Facturación de las exportaciones | 46,0    | 30,0 | 4,0  | 20,0 |
| Reservas de divisas              | 56,4    | 20,4 | 2,0  | 21,2 |
| Operaciones en FX                | 44,5    | 14,3 | 4,3  | 36,9 |
| Deuda transfronteriza            | 51,1    | 33,2 | —    | 15,7 |

**Notas:** Porcentaje del PIB mundial nominal expresado en dólares estadounidenses; porcentaje de la facturación de las exportaciones mundiales; composición por monedas de las reservas oficiales de divisas (COFER), considerando las reservas asignadas; volumen de negociación de instrumentos de divisas extrabursátiles (OTC), por moneda; y porcentajes de los saldos vivos (a tipos de cambio corrientes, al cierre del período).

**Fuentes:** FMI; Atlantic Council; BPI; BCE (2026).

El peso del dólar en el comercio y las finanzas mundiales sigue siendo muy superior a la cuota de EE. UU. en la economía mundial

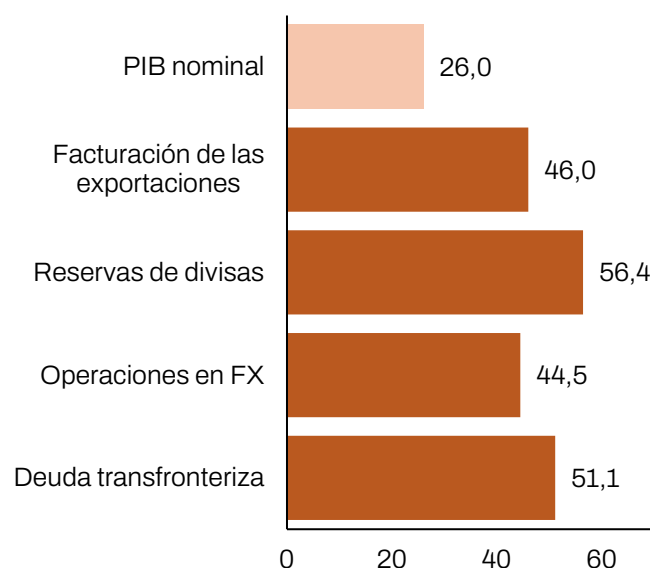
Los datos

En el Cuadro 1 cuantificamos el privilegio del dólar comparando los datos de EE. UU. con los de la eurozona, con los de China y con los del resto del mundo.

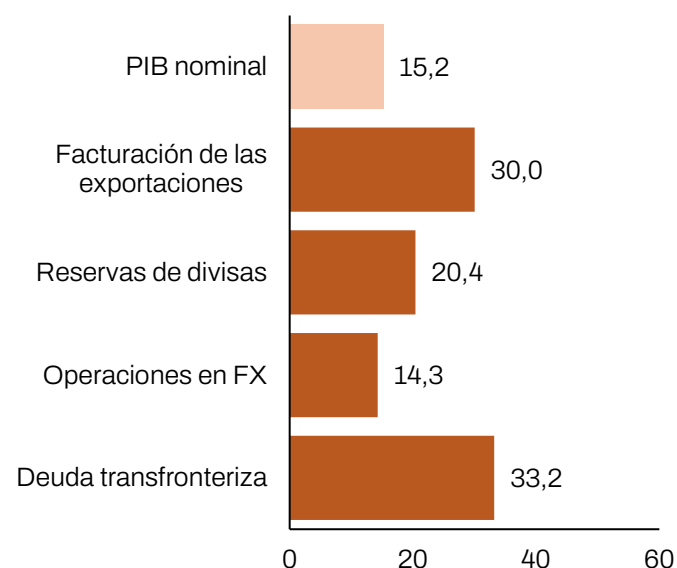
Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), en 2025 Estados Unidos representaba el 26,0 % del PIB nominal mundial medido en dólares corrientes. Si el dólar no tuviera ningún privilegio, las participaciones en el comercio y las finanzas internacionales de EE. UU. deberían ser más o menos las mismas: alrededor del 26 %. Sin embargo, la participación del dólar en los activos de reserva mundiales es del 56 %, en la deuda transfronteriza es del 51 %, en las transacciones de divisas es del 45 % y en la facturación global de las exportaciones es del 46 %. En cada una de estas cuatro dimensiones, las participaciones de EE. UU. eran sustancialmente mayores que su participación en el PIB mundial (véase el Cuadro 1 y el Panel A de la Figura 1).

**Figura 1 - Participación de Estados Unidos, la zona del euro, China y el resto del mundo en el total mundial en 2025**

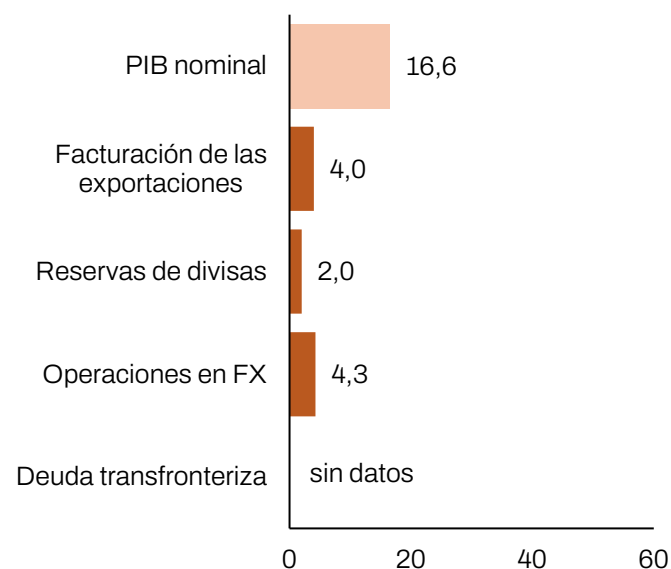
**Panel A: Cuota mundial de EE. UU. (%)**



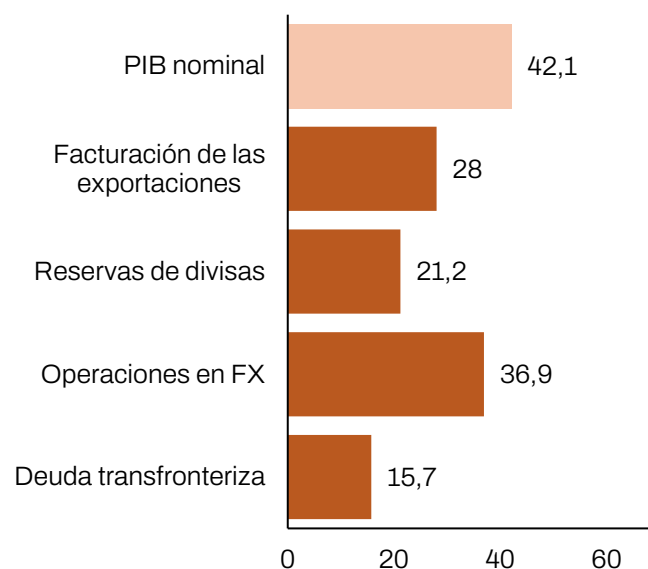
**Panel B: Cuota mundial de la zona del euro (%)**



**Panel C: Cuota mundial de China (%)**



**Panel D: Cuota mundial del resto del mundo (%)**



**Nota:** No se dispone de datos de deuda transfronteriza para China.

**Fuentes:** FMI; Atlantic Council; BPI; BCE (2026).

En el caso de la eurozona, observamos que las participaciones del euro en las reservas mundiales, en la facturación de las exportaciones y la deuda transfronteriza también son mayores que la participación de la eurozona en el PIB mundial, aunque en una cuantía considerablemente menor que las participaciones del dólar, y que la participación del euro en las operaciones financieras en divisas es ligeramente inferior a la participación de la eurozona en el PIB mundial (véase el Cuadro 1 y el Panel B de la Figura 1). Por lo tanto, el euro también está privilegiado en las finanzas internacionales

y en el comercio internacional, aunque su privilegio es sustancialmente menos exorbitante que el del dólar.

Por el contrario, la columna 3 del Cuadro 1 y el Panel C de la Figura 1 muestran que la influencia de China sigue siendo menor de lo que cabría esperar dado su peso económico en todas las categorías. La participación de China en el PIB mundial es del 17 %, pero la participación del yuan en el comercio y las finanzas mundiales no supera el 4 % en números redondos. Por lo tanto, el yuan, lejos de no tener un privilegio, sufre una grave penalización en el comercio y en las finanzas internacionales.

Por último, en la última columna del Cuadro 1 y en el Panel D de la Figura 1 mostramos que el resto del mundo también tiene un peso inferior al que le correspondería según su participación del PIB mundial, y también sufre una penalización, aunque considerablemente menor que la de China.

En este artículo nos preguntamos qué haría falta para que el euro aumentara su participación en el privilegio que confiere el estatus de moneda de reserva mundial.

### **Un privilegio de entre tres y treinta billones de dólares**

Arabia Saudí exporta petróleo, Taiwán exporta semiconductores, China exporta coches eléctricos y Estados Unidos exporta activos financieros, en parte para pagar sus importaciones de todos esos productos. Más concretamente, Estados Unidos exporta dólares y bonos del Tesoro. El resto del mundo compra estas dos clases de activos y los conserva en su cartera de forma permanente en el caso de los dólares, o hasta su vencimiento en el caso de los bonos del Tesoro.

En cierto sentido, los dólares y los bonos del Tesoro en poder de extranjeros son pasivos para Estados Unidos, siempre y cuando los residentes estadounidenses acepten dólares a cambio de su tiempo. Los dólares son un pasivo para los residentes estadounidenses, porque pueden utilizarse para comprar bienes y servicios producidos en Estados Unidos, y los bonos del Tesoro son un pasivo evidente para el Gobierno de EE. UU., porque son promesas de pago de dólares a su vencimiento. La diferencia más importante entre los dólares y los bonos del Tesoro es que los dólares no devengan intereses, mientras que los bonos del Tesoro sí lo hacen, casi siempre.

Emitir la moneda de reserva mundial es un privilegio porque el emisor puede comprar bienes y servicios extranjeros pagándolos con trozos de papel —los economistas llaman a esto “señoreaje”—. Y también es un privilegio porque la deuda pública del emisor paga menos intereses de los que tendría que pagar si el resto del mundo no quisiera poseer y conservar esa divisa. En este apartado calculamos el importe de este privilegio.

En un libro de próxima publicación, Pedro Videla (2026)<sup>1</sup> señala que los beneficios conjuntos derivados de los ingresos por señoreaje generados por el *stock* de dólares en poder de extranjeros y el descuento en los tipos de interés obtenido gracias a la demanda adicional de bonos del Tesoro por parte de inversores extranjeros ascienden,

El estatus del dólar como moneda de reserva ha contribuido a sostener una moneda más fuerte y unos tipos de interés más bajos en EE. UU.; revertir estas ventajas podría implicar una pérdida de riqueza de unos 33 billones de dólares

aproximadamente, a 99.000 millones de dólares. Si capitalizamos un beneficio anual constante de 99.000 millones de dólares a un tipo del 3 %, obtenemos aproximadamente 3,3 billones de dólares. Esta estimación podría constituir un límite inferior del valor del “privilegio exorbitante” del dólar.

[Jiang y sus coautores \(2026\) llegan a una cifra mucho mayor<sup>2</sup>](#). Se preguntan en qué medida una disminución en la demanda de dólares, si el dólar perdiera su condición de moneda de reserva, afectaría al valor real del dólar y a los tipos de interés de la deuda estadounidense, y llegan a dos conclusiones: primero, que el tipo de cambio real del dólar se ha apreciado en torno a un 8,8 % en las últimas décadas debido a la demanda adicional de dólares generada por su condición de moneda de reserva mundial; y, segundo, que los tipos de interés en estado estacionario han sido unos 90 puntos básicos menores de lo que hubieran sido. Estos cálculos los llevan a la conclusión de que revertir estos efectos supondría una pérdida de riqueza para EE. UU. de unos 33 billones de dólares. Esta estimación podría constituir un límite superior del valor del “privilegio” exorbitante del dólar<sup>1</sup>.

### El dinero es un club

En el apartado anterior llegamos a la conclusión de que emitir la moneda de reserva mundial podría tener un valor de entre 3,3 y 33 billones de dólares, o incluso más si tuviéramos en cuenta las ventajas geopolíticas que la moneda de reserva mundial reporta a su emisor. Por supuesto, Estados Unidos, la eurozona, China y todos los demás países son conscientes de la enorme magnitud de este privilegio, y a todos ellos les gustaría que sus monedas se convirtieran en reservas mundiales. Entonces, ¿por qué no lo hacen?

El dinero es un club cuyos miembros son las personas que deciden utilizarlo. Asociarse al Club del Dólar, al Club del Euro o a cualquier otro club monetario es voluntario<sup>ii</sup>. Las cuotas que los miembros de un club monetario deben pagar por utilizar los servicios de depósito de valor y liquidez que les ofrece su club son la tasa de inflación del dinero de ese club, que disminuye el poder adquisitivo de su dinero, y el tipo de interés nominal al que renuncian por no invertir su dinero en otros activos con mayor rentabilidad.

En 1944, el Club del Dólar jugaba con ventaja porque, en virtud del Acuerdo de Bretton Woods, el dólar era convertible en oro a razón de 35 dólares por onza troy. Además, la fiabilidad de la economía y de las instituciones estadounidenses hizo que la promesa de convertibilidad fuera creíble. Entre 1943 y 1971, tener dólares era casi lo mismo que tener oro, y el mundo aprendió a usar los dólares en el comercio internacional y a mantenerlos como depósito de valor. En 1971, los 44 signatarios del acuerdo original de Bretton Woods

- 
- i. Téngase en cuenta que los beneficios geopolíticos de emitir la moneda de reserva mundial no se han considerado en ninguno de estos dos cálculos.
  - ii. Existen algunas excepciones a esta regla. En la mayoría de los países, los contribuyentes se ven obligados a pagar sus impuestos en la moneda local. En muchos países, los bancos comerciales están obligados a mantener sus reservas en las monedas locales. Por último, en algunos países no se permite a los residentes cambiar su moneda local por divisas extranjeras.

se habían convertido en los 120 países miembros que el Fondo Monetario Internacional tenía ese año. Una gran parte de la humanidad pertenecía al Club del Dólar y eso convirtió al Club del Dólar en una red extremadamente valiosa. Las personas que no tenían un interés personal en poseer dólares los aceptaban como pago por sus servicios y se hacían socios de ese club porque muchas otras personas sí lo hacían.

En 1971, cuando el presidente Nixon suspendió la convertibilidad del dólar, Arabia Saudí aceptó intercambiar su petróleo por dólares. Pronto, los demás productores de petróleo hicieron lo mismo, lo que creó una gran reserva de petrodólares que nunca regresó a Estados Unidos. En su lugar, acabaron en bancos de Londres, que los aceptaron como depósitos y los utilizaron para conceder préstamos en dólares a sus clientes. La Reserva Federal negoció líneas de intercambio de dólares por libras esterlinas con el Banco de Inglaterra y con otros bancos centrales para proporcionar liquidez en dólares en momentos de necesidad. En 1973 se creó la Sociedad para las Telecomunicaciones Financieras Interbancarias Mundiales (SWIFT) y, en 1977, envió su primer mensaje, sentando así las bases de la infraestructura financiera necesaria para facilitar los pagos transfronterizos. Todas estas innovaciones han fortalecido al Club del Dólar, han reforzado la Red del Dólar y han permitido a Estados Unidos conservar una parte muy importante del privilegio exorbitante de emitir la moneda de reserva mundial.

Durante ese período, la deuda pública de Estados Unidos se ha disparado. De 142 miles de millones de dólares en 1943, la deuda pública de EE. UU. pasó a 398 miles de millones en 1971 y a 40.000 miles de millones en 2026. Este aumento vertiginoso ha proporcionado una alternativa segura, rentable y extremadamente líquida a la tenencia de dólares y ha reforzado el estatus del dólar como moneda de reserva mundial. Por el contrario, en 2026 la deuda pública de los países de la eurozona ascendía a 16.000 miles de millones de dólares, pero se repartía entre 21 países con legislaciones y primas de riesgo diferentes.

En 2025, el PIB de la zona del euro era de aproximadamente 18 billones de dólares, por lo que mutualizar la deuda hasta el 60 % del PIB permitiría crear un mercado de eurobonos de unos 10,8 billones, aproximadamente una cuarta parte del volumen de bonos del Tesoro estadounidense

### Una hoja de ruta para el euro

La experiencia del dólar que hemos analizado en el apartado anterior nos ofrece una hoja de ruta para el euro, si los países de la eurozona desean reforzar el papel del euro como moneda de reserva mundial. Los primeros pasos en esta ruta consisten en integrar los mercados financieros de la eurozona y crear un gran fondo común de eurobonos. Esto podría lograrse federalizando la deuda de los países de la eurozona hasta un 60 % del PIB de cada país. En 2025, el PIB de la eurozona era de aproximadamente 18 billones de dólares, y el 60 % de esa cifra equivale a 10,8 billones de dólares, lo que supone aproximadamente una cuarta parte de los 40 billones de la deuda del Tesoro de EE. UU. Este “Momento Hamilton” transformaría profundamente la Unión Europea y aumentaría sustancialmente el valor de pertenecer al Club del Euro para la comunidad internacional<sup>iii</sup>. **FI**

iii. El “Momento Hamilton” en la historia de Estados Unidos hace referencia a las negociaciones que llevó a cabo en 1790 el secretario del Tesoro, Alexander Hamilton, para convencer al Gobierno federal estadounidense de que asumiera todas las deudas pendientes de cada uno de los estados derivadas de la Guerra de la Independencia. Esta audaz medida centralizó el poder económico en el gobierno federal y unificó el sistema financiero estadounidense.

---

## Referencias

1. Videla, P. (2026). *Entangled rivals* [Manuscrito].
2. Jiang, Z., Krishnamurthy, A., Lustig, H., & Richmond, R. (2026). *Dollar erosion: Understanding the loss of reserve currency status*. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.5737402>