



FACULTAD DE CIENCIAS HUMANAS Y SOCIALES

**PODER REGULATORIO SIN PODER MONETARIO:  
euro digital, *stablecoins* y los límites de la soberanía  
monetaria europea bajo MiCA**

Vanesa Valle Cordero

5º E-5

Sistemas y mercados financieros internacionales

Tutor: Ramón Bermejo Climent

Madrid

Junio de 2026

## RESUMEN

Este trabajo examina la respuesta de la Unión Europea a la digitalización monetaria a partir de una pregunta delimitada: si la combinación entre el proyecto de euro digital y la habilitación de *stablecoins* (monedas estables) en euros bajo MiCA constituye una estrategia suficiente para preservar la soberanía monetaria y la autonomía estratégica en la economía digital. El desafío es asimétrico: el mercado global de *stablecoins* supera los 300.000 millones de dólares, casi un 99% en dólares, frente a un segmento en euros que no alcanza el 0,2% del total. La tesis central sostiene que la Unión ha articulado una respuesta dual, normativamente sofisticada pero materialmente ambivalente: el euro digital se presenta como prolongación del dinero público europeo, mientras las *stablecoins* en euros de emisores privados pretenden reconstruir, desde el mercado, una capacidad de pagos paneuropea que la Unión no ha logrado consolidar por sí sola.

El objeto se acota al espacio europeo y a la relación entre soberanía monetaria, poder regulatorio, infraestructura de pagos, euro digital y *stablecoins* en euros. El contraste con la respuesta estadounidense —de carácter habilitador y centrada en el dólar privado— constituye el principal eje de la comparación; la estrategia china en torno al e-CNY se incorpora de forma más somera, como tercer término de referencia.

Desde el punto de vista metodológico, el estudio combina análisis doctrinal del Reglamento MiCA y del debate normativo sobre el euro digital, revisión crítica de literatura de economía política internacional y geoeconomía, examen de fuentes institucionales europeas y un contraste comparado centrado en Estados Unidos y China. El trabajo concluye que la Unión Europea dispone de una capacidad regulatoria considerable, pero todavía insuficiente para transformar esa densidad normativa en liderazgo monetario digital: su estrategia es defensiva, reactiva y dependiente de una articulación inestable entre iniciativa pública y soluciones privadas reguladas.

**Palabras clave:** euro digital; *stablecoins* en euros; MiCA; soberanía monetaria; autonomía estratégica; geoeconomía; Unión Europea; Qivalis.

## ABSTRACT

This dissertation analyses the European Union's response to monetary digitalisation through a narrowly defined research question: whether the combination of the digital euro project and the authorisation of euro-denominated *stablecoins* under MiCA amounts to a sufficient strategy for preserving monetary sovereignty and strategic autonomy in the digital

economy. The challenge is quantitatively asymmetric: the global stablecoin market now exceeds USD 300 billion and is roughly 99% dollar-denominated, while euro-denominated stablecoins remain below EUR 600 million. Its central argument is that the Union has devised a dual response that is normatively sophisticated yet materially ambivalent: the digital euro is conceived as the digital extension of European public money, whereas euro stablecoins seek to reconstruct, through regulated private issuance, a pan-European payment capacity that Union institutions have not been able to consolidate on their own.

The scope of the dissertation is deliberately restricted to the European case and, within it, to the relationship between monetary sovereignty, regulatory power, payment infrastructures, the digital euro and euro stablecoins. Dollar stablecoins, the evolving United States framework and China's e-CNY strategy are included only as analytical benchmarks required to assess Europe's structural constraints and the real reach of its ambition to secure monetary autonomy.

Methodologically, the dissertation combines doctrinal analysis of MiCA and the digital euro debate, a critical review of International Political Economy and geoeconomic scholarship, the examination of European institutional sources, and a limited comparative contrast with the United States and China. It concludes that the European Union possesses substantial regulatory capacity, but not an equivalent degree of monetary and infrastructural power; its digital monetary strategy therefore remains essentially defensive, reactive and reliant on an unstable balance between public initiative and regulated private provision.

**Keywords:** digital euro; euro-denominated stablecoins; MiCA; monetary sovereignty; strategic autonomy; geoeconomics; European Union; Qivalis.

## ÍNDICE

<b>I. INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>1</b>
1. Finalidad, relevancia y delimitación del objeto de estudio .....	2
2. Pregunta de investigación, hipótesis y metodología .....	3
3. Estructura del trabajo .....	5
<b>II. MARCO TEÓRICO: DINERO, PODER E INFRAESTRUCTURA EN LA ECONOMÍA POLÍTICA INTERNACIONAL</b> .....	<b>6</b>
1. Jerarquía monetaria y poder estructural .....	6
2. Infraestructura financiera, dependencia y coerción .....	7
3. Poder regulatorio europeo y límites materiales .....	8
<b>III. LAS STABLECOINS DENOMINADAS EN DÓLARES COMO PROBLEMA ESPECÍFICO DE RRII</b> .....	<b>10</b>
1. De activo digital a cuasiinfraestructura monetaria .....	10
2. Funciones monetarias, efectos de red y alcance transfronterizo .....	12
3. Stablecoins, sanciones y diversificación geopolítica .....	13
<b>IV. MICA COMO RESPUESTA DEFENSIVA: RACIONALIDAD, DISEÑO Y SESGO DE CONTENCIÓN</b> .....	<b>14</b>
1. De Libra/Diem a MiCA .....	14
2. ARTs, EMTs y la arquitectura de gobierno de MiCA .....	15
3. Protección, estabilidad y disciplina de mercado .....	19
4. El límite político de MiCA .....	20
<b>V. PODER REGULATORIO SIN PODER MONETARIO: LOS LÍMITES ESTRUCTURALES DE LA UNIÓN EUROPEA</b> .....	<b>21</b>
1. Mercado único regulado, infraestructura no unificada .....	21
2. Dependencia de proveedores externos y profundidad financiera insuficiente .....	23
3. El efecto Bruselas y sus límites .....	25
<b>VI. EL EURO DIGITAL: AMBICIÓN ESTRATÉGICA Y CAPACIDAD MATERIAL</b> .....	<b>26</b>
1. Justificación geoeconómica del proyecto .....	26
2. Soberanía, pagos y autonomía estratégica .....	27
3. Por qué el euro digital no resuelve por sí solo el problema .....	29
4. Stablecoins en euros como respuesta privada europea: la hipótesis Qivalis .....	30
5. Una lectura liberal-crítica: soberanía monetaria sin centralización innecesaria .....	32
<b>VII. PERSPECTIVA COMPARADA: EL ESPEJO ESTADOUNIDENSE Y EL CONTRASTE CHINO</b> .....	<b>34</b>
1. Estados Unidos: infraestructuras privadas para la prolongación digital del dólar .....	34

2. China: e-CNY, política industrial y experimentación estatal. ....	37
3. Qué revela la comparación sobre la posición europea. ....	39
<b>VIII. CONCLUSIONES</b> .....	<b>40</b>
1. Respuesta a la pregunta de investigación y verificación de las hipótesis. ....	41
2. Aportaciones al estudio de las Relaciones Internacionales. ....	43
3. Implicaciones para la política europea. ....	43
4. Límites del trabajo y agenda de investigación futura. ....	44
<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	<b>46</b>

## ÍNDICE DE SIGLAS

<b>AML</b>	Anti-Money Laundering (prevención del blanqueo de capitales)
<b>APIs</b>	Application Programming Interfaces (interfaces de programación de aplicaciones)
<b>ART</b>	Asset-Referenced Token (ficha referenciada a activos)
<b>BaFin</b>	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (autoridad federal de supervisión financiera de Alemania)
<b>BCE</b>	Banco Central Europeo
<b>BPI</b>	Banco de Pagos Internacionales
<b>CBDC</b>	Central Bank Digital Currency (moneda digital de banco central)
<b>CFT</b>	Countering the Financing of Terrorism (lucha contra la financiación del terrorismo)
<b>CIPS</b>	Cross-Border Interbank Payment System (sistema de pagos interbancarios transfronterizos de China)
<b>e-CNY</b>	Yuan digital (moneda digital del banco central de la República Popular China)
<b>EBA</b>	European Banking Authority (Autoridad Bancaria Europea)
<b>EE. UU.</b>	Estados Unidos de América
<b>EMT</b>	E-Money Token (ficha de dinero electrónico)
<b>ESMA</b>	European Securities and Markets Authority (Autoridad Europea de Valores y Mercados)
<b>FSB</b>	Financial Stability Board (Consejo de Estabilidad Financiera)
<b>GENIUS Act</b>	Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act
<b>JERS</b>	Junta Europea de Riesgo Sistémico (organismo de la UE de vigilancia macroprudencial del sistema financiero)
<b>MiCA</b>	Markets in Crypto-Assets (Reglamento (UE) 2023/1114, relativo a los mercados de cryptoactivos)
<b>NFT</b>	Non-Fungible Token (ficha no fungible)
<b>RMB</b>	Renminbi (moneda de la República Popular China)
<b>RRII</b>	Relaciones Internacionales

<b>SWIFT</b>	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
<b>UE</b>	Unión Europea
<b>USDC</b>	USD Coin (stablecoin en dólares emitida por Circle)
<b>USDT</b>	Tether (stablecoin en dólares emitida por Tether Limited)

## I. INTRODUCCIÓN

El dinero que los ciudadanos europeos emplean a diario parece, a primera vista, una realidad puramente doméstica. Y, sin embargo, la moneda en que se denomina y la infraestructura sobre la que circula dependen cada vez más de actores ajenos al continente, en un orden internacional donde el control de los canales por los que fluye el valor constituye ya, en sí mismo, una forma de poder (Farrell y Newman, 2019). Bajo la aparente neutralidad técnica del acto de pagar late una disputa por el poder monetario en la era digital de la que depende el grado de autonomía que la Unión Europea conserva sobre su propia moneda.

En el primer trimestre de 2025, los principales mercados de criptoactivos retiraron Tether (USDT) —la mayor *stablecoin*<sup>1</sup> del mundo— de su oferta para los clientes europeos. La Unión Europea había conseguido expulsar de su mercado al instrumento dominante; aun así, ese mismo activo siguió creciendo en el resto del planeta sin apenas inmutarse. La escena condensa el problema que vertebra este trabajo. Europa posee un poder regulatorio considerable sobre el dinero digital, pero no el poder material para decidir, por sí sola, cuál será la moneda —y la infraestructura— dominante de esa nueva economía.

La digitalización del dinero ha dejado de ser marginal y constituye ya un problema central de la economía política internacional. El mercado de *stablecoins* supera los 300.000 millones de dólares, casi un 99% en dólares; las emitidas en euros no llegan a 600 millones. Subyace una pugna por la configuración del orden monetario internacional y la posición de cada actor en su jerarquía (Anguren et al., 2023; Van der Linden y Shirazi, 2023).

Para las Relaciones Internacionales, esta mutación es decisiva. El dinero internacional nunca ha sido una realidad puramente técnica, sino una institución jerárquica sostenida por capacidades estatales, profundidad financiera, infraestructuras de liquidación y densidad de usos privados (Cohen, 2015; Hinojosa Martínez, 2021). Cuando el valor se desplaza hacia capas programables, tokenizadas y transfronterizas, lo que se reabre no es un debate sobre medios de pago, sino una disputa sobre la distribución del poder monetario y la gobernanza de las transacciones (James y Quaglia, 2025; Westermeier, 2024). Las *stablecoins* en dólares son el síntoma más nítido de esa disputa, pues son instrumentos privados que cumplen funciones cuasi

---

<sup>1</sup>Se denomina *stablecoin* a un criptoactivo que busca mantener un valor estable por referencia a una moneda u otro activo. A diferencia de una moneda digital de banco central (CBDC), su emisor es una entidad privada.

monetarias e infraestructurales en espacios antes reservados al dinero soberano (Demertzis y Lipsky, 2023; Ferreira y Sandner, 2021).

Este trabajo se sitúa en ese cruce entre dinero público, dinero privado regulado, infraestructura de pagos y geoeconomía. Su objeto no son los criptoactivos en general ni la política europea de finanzas digitales en sentido amplio, sino una cuestión precisa: si la combinación de regulación intensiva —el Reglamento MiCA—, proyecto de euro digital y habilitación condicionada de *stablecoins* en euros basta para que la Unión Europea preserve su soberanía monetaria frente al ascenso de infraestructuras privadas dolarizadas (Banco Central Europeo [BCE], 2022; Comisión Europea, 2023). La tesis que se defiende es que esa respuesta resulta normativamente sofisticada pero materialmente ambivalente. MiCA es una manifestación poderosa del *rule-making* europeo (la producción de normas) y del giro geoeconómico del mercado interior, pero la capacidad de regular no equivale a liderazgo monetario digital (Bilotta y Voloder, 2023; James y Quaglia, 2025). El euro digital aspira a prolongar el papel del dinero público como ancla del sistema de pagos; al mismo tiempo, que sean grandes bancos europeos quienes impulsen *stablecoins* en euros sugiere que el propio mercado percibe carencias funcionales que la moneda digital pública podría no cubrir con igual flexibilidad (CaixaBank, 2025; Consejo de la Unión Europea, 2025). El problema europeo, en suma, no es solo de regulación de riesgos, sino de capacidad infraestructural, escala de mercado y proyección monetaria internacional.

### **1. Finalidad, relevancia y delimitación del objeto de estudio.**

La finalidad del trabajo es valorar la *suficiencia* de esa estrategia. No se discute si MiCA aporta seguridad jurídica o si el euro digital puede preservar la presencia del dinero público en entornos crecientemente digitalizados, pues ambas cosas admiten, con matices, una respuesta afirmativa (Blanco Barón, 2025; Wronka, 2024). Lo que se cuestiona es más exigente: si una construcción regulatoria y pública de esta naturaleza puede compensar la ausencia de una infraestructura monetaria digital europea con efectos de red, profundidad de mercado y escala suficientes para disputar terreno al dólar tokenizado.

La relevancia del problema es doble. Toca una cuestión clásica de las Relaciones Internacionales —la distribución del poder monetario y su rearticulación cuando la moneda circula por canales tokenizados y potencialmente desintermediados— y resulta especialmente

aguda para una Unión que formula su respuesta en el lenguaje de la autonomía estratégica<sup>2</sup> y la soberanía financiera mientras su arquitectura de pagos sigue mostrando dependencias externas estructurales (Hallak, 2022; Westermeier, 2024).

El objeto se delimita al espacio europeo y a la relación entre soberanía monetaria, poder regulatorio, infraestructura de pagos, euro digital y *stablecoins* en euros. No se abordan de forma exhaustiva Bitcoin, las finanzas descentralizadas ni el conjunto de respuestas estatales al fenómeno cripto. El contraste con Estados Unidos —cuya respuesta habilitadora a las *stablecoins* en dólares constituye el principal espejo del trabajo— se examina con mayor detenimiento que el caso chino, incorporado de forma más somera, para medir las limitaciones estructurales de la Unión (Ferranti, 2025).

La especificidad del objeto obliga, además, a una última precisión. Este trabajo no pretende demostrar que el euro digital carezca de utilidad ni que toda forma de dinero privado programable deba ser celebrada sin reservas. Su propósito es más delimitado e incómodo. Se trata de examinar si la estrategia europea, tal como se ha configurado, revela una paradoja de fondo: que la Unión puede estar intentando resolver una debilidad material —su retraso en infraestructura y escala de mercado— mediante una combinación de regulación intensiva y de innovación pública muy condicionada, mientras las soluciones privadas en euros aparecen precisamente allí donde el ecosistema necesita flexibilidad, velocidad de despliegue e integración funcional con mercados tokenizados (CaixaBank, 2025; Gütschow y Lucke, 2026).

## **2. Pregunta de investigación, hipótesis y metodología.**

La pregunta de investigación que guía el trabajo es la siguiente: ¿hasta qué punto la combinación entre euro digital y *stablecoins* en euros bajo MiCA constituye una estrategia suficiente para reforzar la soberanía monetaria europea en la economía digital frente al ascenso de infraestructuras privadas dolarizadas? De esta pregunta se desprenden tres hipótesis operativas. La primera sostiene que MiCA, aunque eleva los estándares prudenciales y define un perímetro regulatorio avanzado, no basta para convertir a la Unión en un polo monetario digital autónomo. La segunda plantea que el euro digital responde a una lógica geoeconómica real —anclaje del dinero público, resiliencia de pagos y autonomía estratégica— pero que su diseño, precisamente por prudente y restrictivo, limita su capacidad competitiva (BCE, 2022, 2024). La tercera hipótesis afirma que las *stablecoins* en euros, si emergen bajo un marco

---

<sup>2</sup>En el discurso de la Unión Europea, la autonomía estratégica designa la capacidad de actuar y decidir sin depender de terceros en ámbitos considerados críticos, como la defensa, la energía o, cada vez más, las infraestructuras financieras y digitales.

prudencial exigente, pueden resultar funcionalmente más adaptables que el euro digital para determinados usos transfronterizos y programables, aun sin resolver por sí mismas las carencias estructurales del euro como moneda internacional (Bilotta y Voloder, 2023; CaixaBank, 2025).

Metodológicamente, el trabajo combina cuatro planos de análisis. En primer lugar, un análisis doctrinal y normativo del Reglamento MiCA, de las propuestas legislativas sobre el euro digital y de los documentos institucionales del BCE, la Comisión y el Consejo. En segundo lugar, una revisión crítica de literatura académica situada en la intersección entre Economía Política Internacional, geoeconomía, infraestructura financiera y estudios sobre monedas digitales. En tercer lugar, un análisis comparado centrado en Estados Unidos y China para situar la estrategia europea en un marco más amplio de competencia monetaria e infraestructural. En cuarto lugar, una lectura interpretativa de orientación liberal-crítica, no como ejercicio ideológico externo al objeto, sino como herramienta analítica para valorar si la respuesta europea privilegia en exceso el control centralizado frente a la creación de un marco competitivo capaz de generar soluciones europeas de mercado (Anguren et al., 2023; James y Quaglia, 2025). El contraste entre fuentes normativas, académicas e institucionales, complementadas con datos de mercado y prensa económica especializada, persigue triangular la evidencia y no depender de una sola voz. Los cuatro planos se ordenan, además, en torno a una distinción que atraviesa todo el trabajo, la que separa tres dimensiones de la autonomía estratégica europea —capacidad normativa, capacidad infraestructural y capacidad monetaria— y que permite calibrar con precisión lo que la Unión domina, lo que solo controla en parte y lo que apenas condiciona. La Tabla 1 sintetiza esas tres dimensiones.

**Tabla 1.** Las tres dimensiones de la autonomía estratégica europea en el dinero digital

Dimensión	Qué capta (e instrumento europeo)	Tipo de poder y referente teórico	Posición de la Unión y evidencia (2025-2026)	Brecha y palanca de política europea
Capacidad normativa	Fijar las reglas del mercado de criptoactivos y condicionar el acceso a él (Reglamento MiCA; supervisión de EBA y ESMA)	Poder regulatorio y de gatekeeping (control de acceso); «efecto Bruselas» (Bradford, 2020)	Alta. Fija el estándar y puede vetar el acceso a su mercado: en 2025 los exchanges retiraron USDT del EEE por incumplir MiCA y los emisores en euros operan ya con licencia europea	Regular no equivale a usar: el estándar no genera por sí solo demanda de euros. Palanca: exigir reservas en activos europeos y proyectar MiCA hacia terceros países

Dimensión	Qué capta (e instrumento europeo)	Tipo de poder y referente teórico	Posición de la Unión y evidencia (2025-2026)	Brecha y palanca de política europea
Capacidad infraestructural	Controlar los raíles de pago, compensación y liquidación sobre los que circula el dinero	Poder infraestructural e interdependencia armada (Farrell y Newman, 2019)	Media-baja. Solo controla en parte unos raíles dependientes de terceros: cerca de seis de cada diez pagos europeos transitan por infraestructura estadounidense (Visa, Mastercard, PayPal) y la respuesta privada (Qivalis, 37 entidades) es aún incipiente	Los raíles críticos siguen en manos no europeas. Palanca: euro digital, esquemas paneuropeos de pago y liquidación mayorista en dinero de banco central (proyectos Pontes y Appia del BCE)
Capacidad monetaria	Emitir dinero digital y dotarlo de profundidad, liquidez y alcance internacional (euro digital; stablecoins en euros; activo seguro)	Poder estructural y monetario (Strange, 1988; Cohen, 2015)	Limitada. Apenas condiciona el alcance internacional de su moneda digital: cerca del 99% de las stablecoins son en dólares, las denominadas en euros no llegan a 600 millones y el euro digital sigue pendiente (emisión no antes de 2029)	No hay aún dinero digital en euros con profundidad ni alcance global. Palanca: un activo seguro común y la unión de los mercados de capitales que doten de hondura al euro

Fuente: elaboración propia a partir de Strange (1988), Cohen (2015), Farrell y Newman (2019), Bradford (2020) y James y Quaglia (2025).

### 3. Estructura del trabajo.

El trabajo se organiza en ocho capítulos. Tras esta introducción, el capítulo segundo presenta el marco teórico, centrado en la jerarquía monetaria, el poder estructural, la geopolítica de las infraestructuras financieras y los límites materiales del poder regulatorio europeo. El tercer capítulo examina por qué las *stablecoins* denominadas en dólares constituyen un problema específico de Relaciones Internacionales y no una simple cuestión de innovación financiera. El cuarto capítulo analiza MiCA como respuesta defensiva, tanto en su racionalidad como en su diseño, prestando especial atención a las categorías de ART y EMT y al modo en que habilitan, pero también contienen, la emergencia de *stablecoins* en euros.

El quinto capítulo estudia los límites estructurales de la Unión Europea —la fragmentación de su mercado, la dependencia respecto de proveedores externos y la insuficiencia de activos seguros— y las condiciones bajo las cuales el llamado efecto Bruselas<sup>3</sup> puede proyectarse más allá del derecho positivo. El sexto capítulo constituye el núcleo del trabajo y se dedica al euro

<sup>3</sup>El «efecto Bruselas» designa la capacidad de la Unión Europea para proyectar sus estándares regulatorios más allá de sus fronteras a través del acceso a su mercado interior (Bradford, 2020).

digital y a las *stablecoins* en euros como respuestas concurrentes a un mismo problema de soberanía monetaria. El séptimo centra la comparación en Estados Unidos y, someramente, en China para situar el caso europeo. Por último, el octavo capítulo recoge las conclusiones, responde a las hipótesis, identifica las aportaciones específicas al campo de las Relaciones Internacionales y formula una valoración final sobre la suficiencia —o insuficiencia— de la estrategia europea.

## **II. MARCO TEÓRICO: DINERO, PODER E INFRAESTRUCTURA EN LA ECONOMÍA POLÍTICA INTERNACIONAL**

### **1. Jerarquía monetaria y poder estructural.**

El análisis de las *stablecoins* y de la respuesta europea parte de una premisa central de la economía política internacional. El dinero internacional no es una institución neutral, sino una estructura jerárquica (Cohen, 2015; Strange, 1988). Esa jerarquía decide qué unidades funcionan como medio de pago internacional, qué activos se perciben como reserva segura, qué jurisdicciones financian sus déficits en mejores condiciones y qué Estados externalizan sus costes de ajuste hacia el resto del sistema (Eichengreen, 2011). En ella, el dólar no es una moneda «más usada», sino el punto donde se articulan liquidez, seguridad, profundidad financiera y capacidad de coerción. Las *stablecoins* denominadas en dólares no nacen en el vacío, ya que su credibilidad y su escala descansan sobre esa base pública previa —la centralidad del dólar como denominación, reserva e infraestructura de confianza—, de modo que presentarlas como mera innovación privada oscurece su anclaje en una jerarquía estatal (Steinberg y Sánchez Reboiro, 2026). Rey (2025) advierte, además, de que una proliferación desordenada de emisores privados podría devolver al sistema a una lógica decimonónica de monedas privadas compitiendo por el señoreaje, con efectos fragmentadores.

Esa relación entre moneda y poder admite dos lecturas complementarias. La primera es el poder estructural, es decir, la capacidad de configurar los marcos en los que otros actores deciden (Strange, 1988). Una moneda internacional dominante no solo abarata las transacciones de quienes la usan; condiciona prácticas de endeudamiento, coberturas, normas contables, preferencias de reserva y rutinas de facturación. La segunda es el poder infraestructural, es decir, el control de los canales, plataformas y estándares por los que circula el dinero. En la era digital ambas se entrelazan. El dinero ya no se limita a emitirse o custodiarse en balances bancarios; circula por tarjetas, *wallets* (carteras digitales), aplicaciones, *exchanges* (plataformas de intercambio), API y redes programables. Quien domina esas capas de acceso, custodia y

liquidación no desplaza al soberano monetario, pero sí moldea usos, dependencias y efectos de red (Farrell y Newman, 2019). Las *stablecoins* dólar importan precisamente porque trasladan la primacía monetaria estadounidense a esos entornos técnicos sin reproducir las viejas formas de intermediación bancaria (Beck y Park, 2021).

La Unión Europea entra en este debate desde una posición ambivalente. Dispone de un mercado inmenso, de un acervo regulatorio robusto y de una moneda —el euro— que, aun secundaria frente al dólar, tiene densidad suficiente para aspirar a funciones internacionales relevantes (Ayuso y Conesa, 2020). Pero esa potencialidad convive con límites persistentes, como una unión bancaria incompleta, una unión de mercados de capitales inacabada, una fragmentación político-fiscal que reduce la oferta de activos seguros paneuropeos y una dependencia estructural de infraestructuras de pago y tecnología que no gobierna del todo. Por eso conviene desconfiar de toda lectura triunfalista de la «soberanía europea», pues el problema de las *stablecoins* dólar no es que amenacen un espacio monetario consolidado, sino que interpelan a una Unión que aún no ha resuelto su condición híbrida, bastante integrada para regular de forma unificada pero insuficientemente cohesionada para proyectar una capacidad monetaria comparable a la estadounidense (Steinberg y Sánchez Reboiro, 2026).

## **2. Infraestructura financiera, dependencia y coerción.**

El segundo eje del marco es la infraestructura financiera. En la teoría monetaria convencional el dinero se piensa como emisión, confianza y política monetaria, y rara vez se examinan los soportes materiales que lo hacen circular (Cerqueira Gouveia et al., 2017). Pero en el capitalismo contemporáneo la infraestructura —sistemas de mensajería, cámaras de compensación, custodios, proveedores de liquidez, redes de tarjetas, plataformas tecnológicas— es inseparable del poder monetario. La capacidad de sancionar, excluir, retrasar, vigilar o encarecer transacciones no nace solo del control sobre la unidad de cuenta, sino del control sobre las vías de acceso a esa unidad y sobre los nodos que la vuelven operativa, lo que Farrell y Newman (2019) llamaron interdependencia armada (*weaponized interdependence*). La financiarización digital no hace sino intensificar una verdad antigua. Quien domina los «pipes» (los conductos) del sistema controla una parte sustantiva de la economía política internacional, aunque no monopolice la soberanía monetaria (Arnal et al., 2024; Hays y Kirilenko, 2021).

La guerra en Ucrania y la congelación de las reservas rusas reactivaron con fuerza esta dimensión infraestructural del poder financiero (James y Quaglia, 2025). Más allá del debate

sobre las sanciones, importa su lección analítica. La centralidad del dólar y de las infraestructuras occidentales no es solo una ventaja funcional, sino una capacidad de coerción que otros actores observan, internalizan y tratan de limitar (McDowell, 2023). Por eso las discusiones sobre CBDC, desdolarización, reservas en oro o criptoactivos no son meras excentricidades tecnológicas ni simples estrategias de evasión, sino respuestas a la vulnerabilidad ante un sistema cuyas palancas decisivas siguen concentradas en pocos emisores y pocos nodos. Las *stablecoins* dólar participan de ese contexto de forma ambigua, puesto que amplían las opciones operativas de usuarios y jurisdicciones periféricas, pero al hacerlo refuerzan la gravitación del dólar como estándar de pagos y reservas digitales (Ferranti, 2025).

Esa ambivalencia es decisiva, pues un instrumento puede aparentar descentralización y reproducir, en realidad, jerarquías centrales; puede prometer una alternativa a la banca tradicional y, aun así, consolidar la moneda del actor dominante (Bech y Garratt, 2017). De ahí la sensibilidad estratégica de las *stablecoins* en dólares. No son moneda emitida por la Reserva Federal, pero tampoco un desafío frontal al orden del dólar. Ocupan una posición intermedia que privatiza y flexibiliza ciertos usos del dinero estadounidense, los adapta a lógicas tecnológicas nuevas y prolonga su alcance internacional allí donde la banca tradicional resulta cara, lenta o insuficiente. La pregunta pertinente para Europa no es, entonces, si las *stablecoins* son «públicas» o «privadas», sino qué dependencia generan y qué margen de maniobra dejan a la Unión cuando el dinero que circula en su propio espacio económico puede ser cada vez más digital, privado y denominado en la moneda de otro (Hays y Kirilenko, 2021).

### **3. Poder regulatorio europeo y límites materiales.**

El tercer eje es el poder regulatorio europeo. La literatura sobre el «efecto Bruselas» ha mostrado que la Unión proyecta estándares más allá de sus fronteras cuando regula mercados grandes, atractivos y jurídicamente integrados, hasta fijar umbrales de cumplimiento que las empresas globales adoptan como referencia general (Bradford, 2020; Ayuso y Conesa, 2020). MiCA responde en parte a esa lógica y, con definiciones exhaustivas, obligaciones de autorización, libros blancos, reglas de gobernanza, requisitos para emisores y proveedores y un trato reforzado a los tokens significativos, la Unión trata de erigir su mercado en jurisdicción de referencia. Pero aquí se impone una cautela teórica. El poder regulatorio no es hegemonía. Producir reglas no equivale a dominar activos, redes, capital político o capacidades tecnológicas; equivale a ordenar la entrada a un espacio de mercado valioso (Blanco Barón, 2025; Okano-Heijmans y Dekker, 2023).

Esa cautela es crucial porque el éxito del «efecto Bruselas» depende de una condición que el terreno monetario no satisface, esto es, que la regulación recaiga sobre un mercado que los demás no puedan eludir (Cerqueira Gouveia et al., 2017). En pagos e infraestructuras monetarias digitales, la Unión regula desde la paradoja de gobernar un mercado enorme sin controlar ni la moneda jerárquicamente dominante ni la capa donde se concentran escala, datos y liquidez. De ahí su sesgo defensivo, pues el derecho europeo bloquea externalidades, encarece la entrada y fija condiciones de acceso con eficacia, pero no produce por sí mismo centrales de liquidez ni plataformas paneuropeas con alcance global (James y Quaglia, 2025).

El poder regulatorio europeo es, así, condicionante pero no autosuficiente, y revela su límite en cuanto el objetivo deja de ser ordenar un mercado para pasar a construir una posición internacional más fuerte. Si la infraestructura de pagos sigue dependiendo de terceros, si la innovación escalable se produce en otros polos y si la moneda de referencia continúa siendo el dólar, el derecho actúa como defensa sofisticada, no como motor de transformación del equilibrio monetario global. MiCA importa, pues, menos por lo que logra que por lo que revela, esto es, la forma específica en que Europa ejerce el poder, una densidad normativa que compensa la ausencia de otras palancas (Ferreira y Sandner, 2021; Hallak, 2022).

El caso europeo obliga a distinguir entre *market-shaping power* (poder para moldear el mercado) y *money-shaping power* (poder para moldear el dinero). El primero condiciona el acceso a un mercado amplio mediante reglas, autorizaciones, estándares prudenciales y técnicas de equivalencia; el segundo es mucho más exigente, pues exige producir la unidad de cuenta relevante, la liquidez creíble, los activos seguros y las redes de uso por las que una forma monetaria se vuelve infraestructura internacional. Sobre esa separación se apoya la tesis de este trabajo. MiCA puede endurecer el terreno europeo, elevar el coste de cumplimiento y disciplinar a emisores externos, pero no puede crear por sí sola profundidad financiera, preferencia internacional por el euro ni adopción transfronteriza sostenida. La Unión tiene capacidad para ordenar el acceso; carece de una palanca equivalente para recentrar el sistema (Ayuso y Conesa, 2020).

De ahí que este trabajo adopte una posición deliberadamente crítica frente a las narrativas autocelebratorias de la Unión como «regulatory superpower» (superpotencia regulatoria) (Ayuso y Conesa, 2020). El dinero internacional no se gobierna solo con reglas, sino también con liquidez, activos seguros y escala de uso. La cuestión no es si Europa tiene poder —lo tiene—, sino que lo concentra en una sola de las tres dimensiones de la autonomía monetaria, la normativa, en la que sobresale, frente a la infraestructural, que controla en parte, y la

propriadamente monetaria, que apenas condiciona. MiCA se entiende, en última instancia, como el producto más acabado de esa asimetría (Bilotta y Voloder, 2023; Van der Linden y Shirazi, 2023).

### III. LAS STABLECOINS DENOMINADAS EN DÓLARES COMO PROBLEMA ESPECÍFICO DE RRII

#### 1. De activo digital a cuasiinfraestructura monetaria.

La primera razón para tratarlas de forma autónoma es funcional. A diferencia de otros criptoactivos, no se legitiman por una promesa de apreciación especulativa, sino por su pretensión de estabilidad y utilidad transaccional (Conesa, 2019). Su ambición no es «superar» a la moneda estatal en el plano ideológico, como en ciertos imaginarios bitcoiners, sino hacer operable el dólar en arquitecturas técnicas más flexibles, más rápidas y potencialmente más globales. Un activo digital cuyo valor aspira a mantenerse estable frente a una moneda soberana se aproxima mucho más a un instrumento monetario o cuasimonetario que a un simple vehículo especulativo. Permite aparcar liquidez, transferir valor, ejecutar pagos, aportar colateral y preservar una unidad de cuenta reconocible para agentes con bancarización desigual. Desde el punto de vista de las RRII, las *stablecoins* dólar son una extensión privada de la moneda hegemónica hacia nuevos territorios técnicos (Beck y Park, 2021; Ferranti, 2025). La magnitud no es menor. A mediados de 2025 el mercado superaba los 200.000 millones de dólares, en torno al 99% de ese valor estaba denominado en dólares —con USDT y USDC concentrando cerca del 90% del segmento— y las *stablecoins* en euros no alcanzaban los 350 millones de euros (BPI, 2025; Schaaf, 2025). Hacia finales de 2025 ese mercado rondaba ya los 270.000 millones de dólares, con ambos emisores por encima del 95% (Ahmed y Aldasoro, 2025). La intensidad de uso es igualmente reveladora. En 2025 las *stablecoins* movieron del orden de 33 billones de dólares en transacciones —un 72% más que el año anterior— y, por primera vez, USDC superó a USDT por volumen liquidado, con 18,3 frente a 13,3 billones de dólares (Bloomberg, 2026a). El entusiasmo inversor acompañó esa expansión. La salida a bolsa de Circle, emisor de USDC, multiplicó su valoración en 2025 (Bloomberg, 2025a) y colocó a los emisores de *stablecoins* en el centro del mercado de capitales.

La segunda razón es infraestructural. En el ecosistema digital las *stablecoins* no son solo activos, sino lubricantes de un número creciente de mercados y aplicaciones, pues tienden puentes entre el dinero bancario y los criptoactivos, entre *exchanges* centralizados y protocolos descentralizados, entre usuarios minoristas y redes de liquidación casi instantánea (Ferreira y

Sandner, 2021). Esa centralidad funcional las convierte en piezas de infraestructura aunque el derecho no siempre las trate como tales. Cuando una *stablecoin* se vuelve el medio habitual de entrada y salida de liquidez, el activo de reserva de una plataforma o el instrumento preferente de *settlement* entre jurisdicciones, deja de ser un «producto» aislado para operar como capa de base de un sistema más amplio. Eso es lo que inquieta a las autoridades europeas. El riesgo no está solo en el valor de mercado de un token, sino en que una arquitectura privada y dolarizada se interponga entre los usuarios europeos y el dinero soberano o los depósitos bajo supervisión europea (Anguren et al., 2023).

La cuestión decisiva, pues, no es si las *stablecoins* sustituirán por completo a SWIFT o al corresponsalismo bancario, sino cómo reordenan la competencia entre las capas de la infraestructura de pagos. La literatura comparada coincide en que, al menos a corto plazo, complementan más que sustituyen a las redes heredadas, pues ganan en velocidad, programabilidad y liquidación casi instantánea en ciertos corredores, pero siguen dependiendo de rampas fiduciarias, marcos AML/CFT y arreglos de confianza anclados en órdenes jurídicos estatales. Su relevancia geopolítica nace de esa posición intermedia, ya que no suprimen el sistema, pero desplazan porciones crecientes del flujo transfronterizo hacia entornos donde la gobernanza del emisor, la gestión de reservas, los estándares de cumplimiento y el acceso a la liquidez se vuelven superficies de poder (Banco de Pagos Internacionales [BPI], 2025).

La tercera razón es geoeconómica. Las *stablecoins* referenciadas al dólar condensan una forma de poder que no encaja del todo en las categorías clásicas de la teoría monetaria internacional (McDowell, 2023). No son eurodólares en sentido estricto, pero comparten con ellos la capacidad de multiplicar el alcance operativo del dólar fuera de la emisión soberana; tampoco son simples depósitos tokenizados, aunque compitan con algunas de sus funciones. Lo decisivo es que hacen circular «dólar utilizable» en redes globales con barreras de entrada bajas, horarios continuos y una programabilidad ajena a los instrumentos bancarios. Para usuarios con inflación, controles de capital, sistemas de pago deficientes o exposición a sanciones, una *stablecoin* dólar se vuelve una vía práctica de acceso a una moneda jerárquicamente superior. Y lo que interpela a Europa no es que esos activos circulen en periferias monetarias lejanas, sino que consoliden hábitos, infraestructuras y expectativas capaces de reordenar el ecosistema monetario digital al margen del euro (Ferreira y Sandner, 2021).

De ahí que resulte conceptualmente insuficiente describir las *stablecoins* dólar como «innovación financiera» sin más (Gorton y Zhang, 2023; Levine, 2025). Tal etiqueta captura su novedad técnica, pero oculta su localización en una estructura de poder desigual. Una

innovación denominada en la moneda hegemónica no es neutral respecto del orden monetario; más bien tiende a reproducirlo de forma adaptativa. En este sentido, el crecimiento de las *stablecoins* dólar puede leerse como una modalidad de digitalización del privilegio monetario estadounidense (Eichengreen, 2011), como ha subrayado también Bloomberg Opinion (Laurent, 2025b). No porque Washington controle exhaustivamente cada emisor privado, sino porque la denominación, la profundidad de los activos de respaldo, la liquidez de los mercados estadounidenses y la aceptabilidad global del dólar proporcionan a esos emisores una ventaja estructural que ningún equivalente europeo posee hoy a la misma escala. La innovación privada, por tanto, no suspende la jerarquía monetaria; la traduce a formatos más móviles y, en ciertos casos, más difíciles de disciplinar desde fuera de la jurisdicción monetaria central (Ferranti, 2025).

## **2. Funciones monetarias, efectos de red y alcance transfronterizo.**

Las *stablecoins* dólar adquieren peso internacional porque combinan tres funciones que, por separado, no serían igual de disruptivas (Prasad, 2021). Ofrecen, primero, una unidad de cuenta sencilla e inteligible, pues el dólar sigue siendo la referencia dominante para fijar precios, guardar ahorro de corto plazo y comparar valores. Prometen, segundo, una circulación casi permanente, atractiva allí donde la banca tradicional impone fricciones temporales, geográficas o regulatorias. Y se integran, tercero, en infraestructuras digitales que generan fuertes efectos de red, de modo que cuantos más *exchanges*, protocolos, *wallets* y usuarios las aceptan, mayor es su utilidad y más costoso resulta sustituirlas por alternativas menos líquidas. Esa lógica de red explica por qué la competencia monetaria digital no es una pugna entre «mejores diseños» regulatorios, sino una competición por escala, compatibilidad y ubicuidad (Anguren et al., 2023; Ferranti, 2025).

Para la Unión, esa lógica de red plantea un dilema incómodo. Preservar el papel del euro en su propio espacio no se logra solo restringiendo riesgos de emisión o imponiendo deberes de información, pues hay que evitar que al usuario le resulte más cómodo, líquido o interoperable operar en tokens dolarizados —la «dolarización digital» por defecto que otras economías ya viven (Morales-Guzman, 2026)— que en soluciones en euros. MiCA aborda la primera dimensión —riesgo, transparencia y disciplina del emisor—, pero apenas la segunda, esto es, la experiencia de uso, la profundidad del ecosistema y la ventaja acumulada de los estándares ya instalados. En términos políticos, Europa puede diseñar un marco exigentísimo sin generar por ello un incentivo equivalente para adoptar infraestructuras monetarias europeas.

El derecho ordena, frena y encarece; difícilmente produce, por sí solo, efectos de red alternativos (Bilotta y Voloder, 2023).

El carácter transfronterizo agrava el problema. Un activo que se emite en una jurisdicción, se respalda con reservas custodiadas en otra, se negocia en plataformas globales y lo usan agentes dispersos en regímenes muy distintos desborda la lógica territorial del derecho financiero. De ahí la insistencia europea en autorización, supervisión y gobernanza del emisor; pero cuando la utilidad de un activo depende de redes globales y de mercados exteriores más profundos, ninguna jurisdicción aislada redirige el ecosistema entero. La Unión defiende su mercado interno mejor de lo que moldea la arquitectura monetaria digital global. MiCA es una tecnología de gobierno del acceso, no una palanca para reordenar la jerarquía monetaria internacional (Ferreira y Sandner, 2021; Hays y Kirilenko, 2021).

### **3. Stablecoins, sanciones y diversificación geopolítica.**

La literatura empírica reciente refuerza esta intuición y desmiente que el ecosistema cripto evolucione al margen de la geopolítica. La incertidumbre económica y el riesgo geopolítico deprimen el rendimiento de los criptomercados, que reaccionan de forma heterogénea y no lineal a episodios como la guerra ruso-ucraniana (Ferranti, 2025). En clave de RRII, *stablecoins*, reservas digitales y criptoactivos forman parte del espacio contemporáneo de la coerción, la cobertura y la fragmentación monetaria, pues no son un dominio ajeno a la política internacional, sino una de sus extensiones más recientes (McDowell, 2023).

Hay, además, una dimensión a menudo distorsionada en el debate público, la que concierne a la relación entre *stablecoins*, sanciones y diversificación. La experiencia reciente ha reforzado la percepción de que el control occidental sobre infraestructuras y reservas puede tornarse herramienta de coerción (Farrell y Newman, 2019), lo que ha incentivado a Estados y privados a buscar menor exposición a los canales tradicionales (McDowell, 2023). Sería un error, sin embargo, concluir que las *stablecoins* dólar erosionan por sí mismas el poder del dólar. A menudo ocurre lo contrario, pues ofrecen acceso a liquidez dolarizada fuera del circuito bancario sin abandonar la referencia al dólar. La paradoja es central, ya que los intentos de eludir la infraestructura financiera occidental pueden acabar reforzando, por vías privadas, la centralidad de su moneda dominante (Ferranti, 2025; Okano-Heijmans y Dekker, 2023).

Esa misma literatura muestra que la amenaza de congelación de activos empuja a algunos países hacia el oro, el renminbi o los criptoactivos (McDowell, 2023), pero también que ningún activo es del todo inmune y que la respuesta toma la forma de diversificación, no de sustitución

plena (Eichengreen, 2011). Las *stablecoins* dólar, por tanto, no son el instrumento de una hipotética «desdolarización», sino de una reconfiguración del acceso al dólar en nuevas condiciones técnicas. Para Europa el dato es doblemente incómodo. Confirma que la competencia por el dinero digital no se agota en la dicotomía dólar / anti-dólar, y revela que incluso los actores reacios a la primacía occidental siguen operando en clave dólar cuando la infraestructura privada les da flexibilidad (Beck y Park, 2021; Ferranti, 2025).

La implicación última es infraestructural. El desplazamiento geopolítico relevante no consiste en crear un activo nuevo, sino en controlar la capa de mensajería, cumplimiento, liquidez y liquidación sobre la que circula. Por eso lo decisivo no es si las *stablecoins* sustituyen a SWIFT, sino en qué corredores, bajo qué marcos y con qué interoperabilidad reducen la dependencia de las tuberías heredadas. Conviene, pues, leerlas menos como una criptomoneda estable y más como infraestructura monetaria programable, el terreno donde hoy se disputan poder regulatorio, acceso a datos y capacidad de sanción (Farrell y Newman, 2019).

#### **IV. MICA COMO RESPUESTA DEFENSIVA: RACIONALIDAD, DISEÑO Y SESGO DE CONTENCIÓN**

##### **1. De Libra/Diem a MiCA.**

La génesis política de MiCA confirma su carácter defensivo. La Comisión llevaba años observando la expansión de los cryptoactivos y la dispersión regulatoria entre Estados miembros, pero fue Libra/Diem lo que convirtió un problema sectorial en una cuestión de soberanía y estabilidad (Anguren et al., 2023). Libra no inquietó a Bruselas solo por el fraude o por el desamparo del inversor, sino porque exhibía una posibilidad más radical, la de que una gran plataforma tecnológica, con una base de usuarios masiva y una moneda de referencia internacional, se convirtiera en proveedor de un medio de pago transfronterizo cuasiuniversal. Frente a un actor híbrido, privado y global, la capacidad de la Unión para ordenar su mercado mediante regulación financiera tradicional quedaba potencialmente desbordada. MiCA nace, pues, del reconocimiento de que la digitalización del dinero podía desplazar el centro de gravedad del sistema financiero hacia espacios que el derecho europeo aún no cubría (Hallak, 2022).

Ese origen importa porque revela la lógica que preside el texto. MiCA no se diseñó primordialmente para fomentar un «campeón europeo» de innovación monetaria digital, sino para cerrar una brecha regulatoria ante la posibilidad de que activos y plataformas de nueva generación alcanzaran escala sistémica sin quedar sujetos a un marco homogéneo en la Unión.

Sus objetivos declarados combinan cuatro vocabularios: seguridad jurídica, apoyo a la innovación, protección del consumidor y estabilidad financiera. El equilibrio entre ellos, sin embargo, es asimétrico. La innovación es invocada, pero el diseño normativo se estructura sobre todo alrededor de la disciplina del emisor, la información al mercado, los requisitos de autorización y la prevención de riesgos sistémicos. Más que un derecho para habilitar un mercado nuevo, MiCA opera como un derecho para domesticar un mercado que ya se ha mostrado potencialmente perturbador (Hallak, 2022). Ninguna disposición expresa mejor ese sesgo que el artículo 23: cuando una ficha referenciada a activos —o, por extensión del artículo 58, una ficha de dinero electrónico denominada en divisa de un tercer país, es decir, una *stablecoin* en dólares— se utiliza como medio de cambio por encima del millón de operaciones y de los 200 millones de euros diarios de media en una misma zona monetaria, su emisor debe dejar de emitirla y presentar un plan de reducción (Reglamento [UE] 2023/1114), en lo que constituye un instrumento de *statecraft* monetario (uso de la moneda como herramienta de poder estatal) para contener la expansión del dólar tokenizado en la zona euro.

En este sentido, el Reglamento (UE) 2023/1114 —aplicable a los emisores de ART y EMT desde el 30 de junio de 2024 y en su integridad desde el 30 de diciembre de 2024— constituye un movimiento típicamente europeo, pues anticipa problemas de fragmentación, armoniza definiciones y desplaza la gobernanza desde regímenes nacionales dispersos hacia un marco único (Wronka, 2024). Esa operación reduce incertidumbre, limita arbitraje, dota de claridad conceptual a un ecosistema previamente heterogéneo y refuerza la capacidad supervisora del conjunto europeo. Sin embargo, el propio éxito de la armonización puede ocultar una debilidad de fondo. La Unión armoniza porque no controla plenamente la dinámica tecnológica subyacente; regula con gran densidad porque carece de la escala financiera e industrial que permitiría canalizar la innovación desde un centro propio con igual capacidad de atracción. Por ello, el mérito técnico de MiCA no debe impedir una lectura política más severa. Es la respuesta de una potencia regulatoria altamente sofisticada ante un proceso de innovación cuya dirección material se decide en buena medida fuera de Europa (Cappai, 2023).

## **2. ARTs, EMTs y la arquitectura de gobierno de MiCA.**

El problema no es solo clasificatorio. Cappai (2023) advierte de que el paquete europeo de finanzas digitales nace con *trade-offs* (disyuntivas) notables y deja fuera zonas enteras del ecosistema, porque una legislación general, vertical y jerárquica difícilmente sigue el ritmo de una tecnología cuyo perímetro económico cambia sin cesar. Su propuesta de una «participatory regulation» (regulación participativa) no desautoriza a MiCA, pero sí lo sitúa como un primer

encuadramiento, no como la forma definitiva de gobernar la innovación monetaria digital en Europa.

La arquitectura de MiCA se organiza alrededor de una taxonomía funcional amplia. La regulación pretende cubrir el universo de criptoactivos no ya incluidos en otras normas financieras europeas y distingue, de manera decisiva para este trabajo, entre tres categorías, a saber, los asset-referenced tokens (fichas referenciadas a activos), los electronic money tokens (fichas de dinero electrónico) y los demás criptoactivos. Esta clasificación no es meramente terminológica; expresa un juicio político sobre la peligrosidad relativa de ciertas formas de dinero digital privado. Los ARTs y los EMTs concentran la atención del regulador porque son las figuras que más claramente pueden aproximarse a funciones monetarias y de pago a escala. Esa decisión evita dejar fuera del marco europeo a los instrumentos con mayor potencial sistémico y confirma que el objetivo principal de MiCA no era tanto ordenar la innovación digital en abstracto como responder a la amenaza específica de *stablecoins* con vocación de uso generalizado (Anguren et al., 2023). La Tabla 2 sistematiza estas tres categorías, sus principales obligaciones y los artículos aplicables.

**Tabla 2.** Taxonomía de los criptoactivos en el Reglamento MiCA

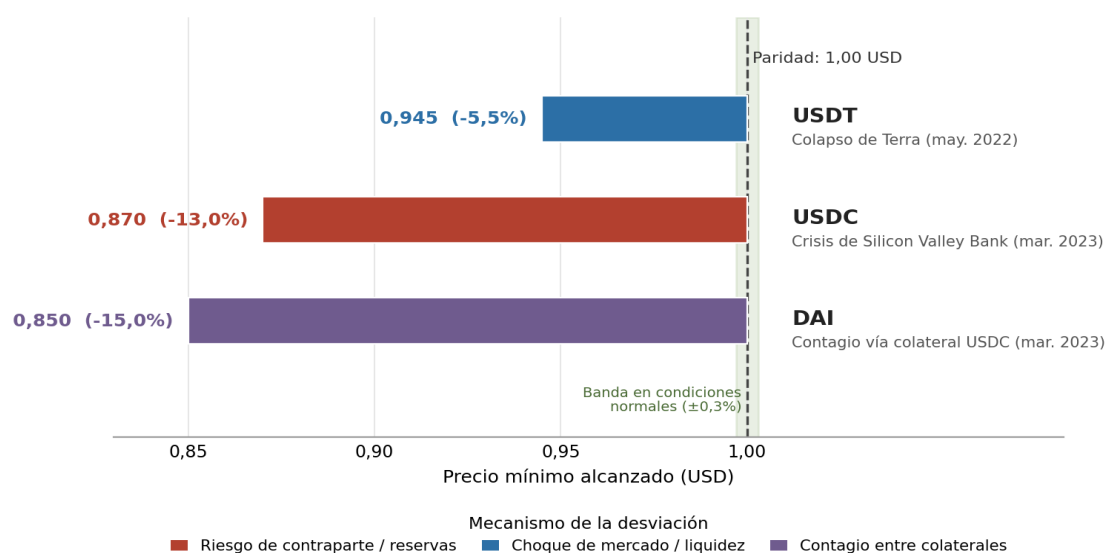
Categoría	Definición	Respaldo	Obligaciones destacadas	Artículos
Ficha referenciada a activos (ART)	Mantiene un valor estable refiriéndose a varios activos, monedas o materias primas	Cesta de activos o monedas	Autorización, reservas y libro blanco; límite de uso como medio de cambio; régimen reforzado si es «significativa»	arts. 16 y ss.; 23; 40; 43
Ficha de dinero electrónico (EMT)	Mantiene un valor estable refiriéndose a una única moneda oficial	Una sola moneda oficial (p. ej., euro o dólar)	Emisión por entidad de crédito o de dinero electrónico; reembolso a la par; prohibición de remunerar; reglas específicas si la moneda es de un tercer país	arts. 48 y ss.; 50; 58
Otros criptoactivos	Criptoactivos no incluidos en las dos categorías anteriores	Sin mecanismo de estabilización	Libro blanco y normas de conducta de los proveedores de servicios (CASPs)	arts. 4 y ss.

*Fuente: elaboración propia a partir del Reglamento (UE) 2023/1114 (MiCA).*

Los EMTs quedan definidos, en esencia, como criptoactivos que pretenden mantener un valor estable por referencia a la moneda oficial de un país (Hallak, 2022). Esa definición aproxima el fenómeno al universo del dinero electrónico y explica que MiCA imponga un

régimen especialmente exigente para sus emisores. Los ARTs, en cambio, son criptoactivos que buscan estabilidad mediante referencia a otros valores, derechos o combinaciones de activos, incluyendo varias monedas oficiales. Esta dualidad permite a la Unión diferenciar entre instrumentos que se parecen más a una representación digital de una moneda fiduciaria concreta y aquellos que, por su diseño de respaldo, composición de reservas o pluralidad de referencias, podrían generar riesgos adicionales de arbitraje, opacidad o desalineación entre promesa de estabilidad y calidad real de la garantía (S&P Global, 2023; véase la Figura 1). El mensaje político es inequívoco, pues cuanto más cerca está un criptoactivo de la función monetaria, más intensa debe ser su disciplina pública (Blanco Barón, 2025).<sup>4</sup>

**Figura 1.** Mínimos alcanzados por las principales stablecoins en dólares en episodios de tensión, clasificados según el mecanismo de la desviación.



*Fuente: elaboración propia a partir de S&P Global (2023). Nota: USDC se desvió por riesgo de contraparte—el 8% de sus reservas quedó retenido en Silicon Valley Bank (marzo de 2023)—; USDT, por un choque de mercado durante el colapso de Terra (mayo de 2022), pese a carecer de exposición directa; y DAI, por contagio, al emplear USDC como colateral. Todas recuperaron la paridad—USDC en torno a 72 horas—y, en condiciones normales (incluido el periodo 2025-2026), cotizan dentro de una banda estrecha en torno a 1,00 USD.*

El régimen jurídico previsto para estas categorías refuerza esa intuición. En el caso de los ARTs, MiCA exige libro blanco, autorización previa, requisitos de capital, establecimiento de planes de recuperación y reembolso y, de forma crucial, anclaje institucional en personas jurídicas establecidas en la Unión. No se trata solo de pedir información al mercado, sino de

<sup>4</sup>Esta lógica funcional no es exclusivamente europea. El Reino Unido califica las stablecoins de pago como «activos de liquidación digital» y las somete a la regulación de pagos, no a la de valores; Singapur regula las stablecoins de moneda única atendiendo a la estabilidad del valor y la credibilidad de las reservas; y Suiza, a través de la FINMA, aplica un análisis funcional caso por caso. La distinción entre instrumentos de pago e instrumentos de inversión se perfila así como un estándar regulatorio internacional emergente (Morales-Guzman, 2026).

hacer jurídicamente localizable al emisor y de someterlo a una cadena de responsabilidad supervisable. Para los EMTs, el diseño es igualmente restrictivo, ya que solo pueden ser emitidos por entidades de crédito o entidades de dinero electrónico, deben publicar libro blanco y adoptar planes de recuperación y reembolso, aunque sin necesitar la misma aprobación ex ante del documento informativo. La lógica es clara. Europa no acepta que una pretensión de estabilidad monetaria digital pueda descansar sobre estructuras societarias difusas o sobre una promesa tecnológicamente seductora pero institucionalmente evanescente (Hallak, 2022). A ello se añade la prohibición de remunerar tanto los ART como los EMT (arts. 40 y 50), que elimina su atractivo como cuasidepósito y confirma que el legislador quiso instrumentos de pago vigilados, no vehículos de ahorro.

MiCA articula además responsabilidad jurídica directa por la información de los libros blancos y exige claridad, veracidad y ausencia de engaño (Laurent, 2025e; Van der Linden y Shirazi, 2023). El regulador parte de que el mercado de criptoactivos no puede ordenarse solo por reputación, código o disciplina de la comunidad, sino que necesita los mecanismos clásicos de *disclosure* (divulgación de información), responsabilidad e intervención supervisora. Esa traslación del derecho financiero tradicional a los activos digitales se ha celebrado por cerrar vacíos, pero delata el sesgo del enfoque, pues MiCA supone que el problema central de los criptoactivos cercanos al dinero es la insuficiencia de reglas, no la insuficiencia de infraestructura monetaria europea.

Otro rasgo decisivo es la categoría de tokens «significativos» (Wronka, 2024). La posibilidad de que la EBA clasifique como significativos los ARTs y EMTs que reúnan al menos tres de los criterios del artículo 43 —entre ellos, superar los diez millones de tenedores, los 5.000 millones de euros de valor emitido o los 2,5 millones de operaciones diarias— y los someta a exigencias reforzadas responde de manera directa al temor a la sistemicidad privada. La Unión asume aquí que ciertos activos digitales pueden alcanzar escala suficiente como para plantear problemas que desbordan la mera protección del consumidor. Se trata de una intuición correcta y, probablemente, uno de los aciertos más claros del texto, pues reconoce que el tamaño, la liquidez y la integración funcional de una *stablecoin* pueden convertirla en cuestión macroprudencial y no solo microregulatoria (Consejo de Estabilidad Financiera [FSB], 2023). Sin embargo, la categoría de significatividad también deja entrever una fragilidad. Europa reacciona cuando el emisor adquiere demasiada escala; no dispone todavía de instrumentos equivalentes para producir por sí misma una escala alternativa. El reglamento regula la magnitud ajena; no genera magnitud propia (Cappai, 2023).

MiCA extiende además reglas de organización, gobernanza, custodia, conducta y prevención del abuso de mercado a los proveedores de servicios de criptoactivos, trasladando al ecosistema digital la idea de que el riesgo no reside solo en el token, sino en toda la cadena que lo rodea: plataformas, custodios, operadores y servicios de cambio. Es una concepción relacional de la estabilidad, ya que un activo puede ser formalmente «estable» y generar, aun así, vulnerabilidades por malas prácticas de custodia, conflictos de interés o estructuras opacas. La Unión acierta al regular esa ecología intermedia, pero el enfoque sigue siendo de policía de mercado —vigila nodos y reparte responsabilidades— sin construir la capa europea de pagos y liquidación que reduciría la dependencia de actores externos (Ferreira y Sandner, 2021).

### **3. Protección, estabilidad y disciplina de mercado.**

La crítica decisiva atañe a la eficacia real del reglamento. Van der Linden y Shirazi (2023) sostienen que MiCA elevará la certeza jurídica, pero no necesariamente la adopción a la escala pretendida; Wronka (2024), comparando el Reino Unido y Alemania, muestra que distintos equilibrios regulatorios producen efectos heterogéneos sobre innovación y confianza; y la literatura comparada UE-EE. UU. recuerda que armonizar reduce el arbitraje, pero no borra las ventajas ya consolidadas por los emisores en dólares (Hallak, 2022). MiCA corrige un vacío normativo real; lo que no corrige, salvo de forma indirecta e incompleta, es la asimetría entre regular un mercado y poseer la moneda, la liquidez y la infraestructura que lo ordenan.

Leído en conjunto, el lenguaje de MiCA combina innovación responsable con protección y estabilidad, pero el orden real de prioridades es nítido (Anguren et al., 2023). La protección del consumidor y la integridad del mercado operan como justificación inmediata; la estabilidad financiera y el buen funcionamiento de los pagos, como justificación sistémica; la innovación, como cláusula de acompañamiento más que como principio rector. El modelo evita dos errores frecuentes —la indulgencia tecnófila y el rechazo frontal—, pero concibe la innovación como algo que permitir bajo vigilancia, no como algo que producir estratégicamente. De ahí que MiCA sea excelente como régimen de admisión disciplinada al mercado europeo y mucho menos convincente como instrumento de proyección geoeconómica ofensiva (Hallak, 2022).

La crítica admite aún más precisión. MiCA trata a las *stablecoins*, ante todo, como fuente de riesgo: de información deficiente, de opacidad en las reservas, de gobernanza inadecuada, de abuso de mercado, de sustitución monetaria, de amenaza a los pagos (Van der Linden y Shirazi, 2023). La percepción es en parte acertada, pero cuando una jurisdicción ve una innovación sobre todo como riesgo, responde conteniéndola, no construyendo ventaja. El

reglamento delata así la posición estructural de la Unión, la de una potencia normativa que teme quedar desplazada en la carrera por la infraestructura monetaria digital y que, ante esa amenaza, levanta barreras, homogeneiza criterios y exige trazabilidad. Lo que no resuelve es la pregunta más difícil, la de quién proveerá, en clave europea, la solución monetaria digital de uso masivo capaz de competir con las redes dolarizadas privadas (Cappai, 2023).

A ello se añade un problema distributivo ya señalado por la literatura, pues los costes de cumplimiento de un marco tan complejo se absorben mejor desde los incumbentes regulados o los grandes actores con músculo jurídico y financiero, mientras que las *startups* (empresas emergentes) y los nuevos entrantes europeos cargan con un peso relativamente mayor (Wronka, 2024). No invalida el objetivo protector de MiCA, pero obliga a moderar las expectativas sobre su capacidad de estimular un ecosistema innovador europeo, ya que una regulación exhaustiva puede cerrar vacíos y, a la vez, reforzar a quienes ya tienen escala, experiencia de *compliance* (cumplimiento normativo) o respaldo financiero. Si esa asimetría se suma a la preexistencia de emisores y plataformas anclados en la economía del dólar, el resultado es paradójico, pues Europa regula para proteger su mercado y lo hace de un modo que no necesariamente fortalece su propia innovación (Anguren et al., 2023).

#### **4. El límite político de MiCA.**

El límite político de MiCA es, en suma, que no puede lograr por vía jurídica lo que exigiría una decisión estratégica más amplia sobre infraestructura, integración financiera, política industrial y proyección internacional del euro (Cappai, 2023). Puede domesticar el acceso al mercado europeo, pero no suplir la ausencia de un equivalente a la potencia combinada de los activos seguros estadounidenses, la profundidad de sus mercados de capital, la escala de sus plataformas y la ubicuidad del dólar. La tentación europea ha sido confundir regulación avanzada con problema resuelto; este trabajo sostiene lo contrario. MiCA es una pieza necesaria pero subordinada, un dique normativo importante incapaz por sí solo de alterar la estructura material de la competencia monetaria digital. Por eso resulta inadecuado presentarlo como prueba de «liderazgo europeo», pues se parece más a la respuesta sofisticada de un actor consciente de su vulnerabilidad y resuelto, al menos, a no dejar su mercado del todo expuesto (Bilotta y Voloder, 2023; Blanco Barón, 2025).

## V. PODER REGULATORIO SIN PODER MONETARIO: LOS LÍMITES ESTRUCTURALES DE LA UNIÓN EUROPEA

### 1. Mercado único regulado, infraestructura no unificada.

La comparación intraeuropea anterior a MiCA confirma el alcance del problema. Wronka (2024) muestra que el Reino Unido privilegió un enfoque flexible y habilitador, mientras Alemania optó por uno más prudencial y prescriptivo; esa divergencia explica por qué la armonización era imprescindible, pero también que, cuando el marco común llega, muchas posiciones de mercado, aprendizajes regulatorios y efectos de red ya se han consolidado bajo regímenes previos. El derecho europeo corrige la fragmentación; no rehace la secuencia temporal del mercado (Van der Linden y Shirazi, 2023). La aplicación nacional lo ilustra. En España, la supervisión de los emisores de fichas referenciadas a activos y de dinero electrónico recae en el Banco de España, mientras los proveedores de servicios sobre criptoactivos quedan bajo la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con un período transitorio para los operadores ya inscritos.

El argumento central puede formularse ya con precisión. La Unión exhibe poder regulatorio efectivo sobre los criptoactivos, pero carece del poder monetario e infraestructural que convertiría ese derecho en liderazgo material (Wronka, 2024). La asimetría se manifiesta primero como coexistencia entre un mercado jurídicamente cada vez más integrado y una infraestructura de pagos y capitales aún segmentada o dependiente. Reglas uniformes para emisores y proveedores no eliminan, por sí solas, la pluralidad de sistemas nacionales, la unión bancaria incompleta, la unión de mercados de capitales inacabada ni la dependencia de proveedores privados no europeos en capas decisivas del pago. En términos jurídicos, el mercado único existe; en términos monetario-infraestructurales, su densidad es menor que la que sugiere la cohesión regulatoria (Bilotta y Voloder, 2023).

La insuficiencia europea no es, pues, un mero «atraso tecnológico», sino un problema de composición del *statecraft*. James y Quaglia (2025) subrayan que la UE ha reforzado formas unilaterales y defensivas de *financial statecraft* justo donde percibe dependencias excesivas de terceros países y grandes plataformas privadas; pero ese giro geoeconómico topa con sus límites cuando las infraestructuras críticas siguen fuera del control europeo y cuando la Unión carece de empresas nativas comparables a los BigTech estadounidenses. Aplicado a las *stablecoins*, la UE puede disciplinar emisores y acotar usos, pero no producir por vía reglamentaria la demanda

global de activos seguros en euros ni la ubicuidad internacional de un equivalente digital al dólar.

Dicho de otra forma, la cuestión no es si MiCA importa, sino qué tipo de poder evidencia. Importa porque ordena el acceso al mercado europeo, endurece requisitos de autorización, reserva, gobernanza y protección del usuario, y reduce la ventaja del arbitraje normativo. Pero evidencia un poder principalmente de *gatekeeping*, es decir, un poder de admisión, condicionamiento y veto sobre el acceso a un gran mercado, no un poder capaz por sí solo de generar liquidez sistémica, escala de red o centralidad monetaria internacional. La prueba más gráfica llegó en el primer trimestre de 2025, cuando, a instancias de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, los principales *exchanges* retiraron USDT —la mayor *stablecoin* del mundo, cuyo emisor optó por no solicitar autorización bajo MiCA— para los clientes del Espacio Económico Europeo (Autoridad Europea de Valores y Mercados [ESMA], 2025). La Unión pudo expulsar de su mercado al activo dominante, sin que ello frenara su crecimiento global. El cierre del período transitorio de MiCA el 1 de julio de 2026 —fecha tope que el artículo 143 del Reglamento [UE] 2023/1114 fija para los proveedores que ya operaban bajo regímenes nacionales— vuelve definitiva esa exclusión, pues desde entonces ofrecer una *stablecoin* no autorizada a clientes del Espacio Económico Europeo infringe el derecho de la Unión. Ahora bien, ese veto alcanza solo a las plataformas reguladas, no a los raíles descentralizados, ya que el propio Reglamento deja fuera de su ámbito los servicios de criptoactivos prestados de forma plenamente descentralizada y sin intermediario alguno (Reglamento [UE] 2023/1114, considerando 22), de manera que USDT sigue circulando dentro de la Unión a través de plataformas de intercambio descentralizadas, operaciones entre pares y monederos autocustodiados, por más que los contornos precisos de esa exención permanezcan discutidos (Cappai, 2023). El contraste resume el argumento de este capítulo. La Unión disciplina a los intermediarios que autoriza, pero no la infraestructura sin permisos, que carece de un titular al que dirigir la norma. A la preocupación por estas figuras se sumó la Junta Europea de Riesgo Sistémico, que en octubre de 2025 advirtió específicamente sobre los esquemas de emisión conjunta entre entidades de la Unión y de terceros países y recomendó reforzar la vigilancia de las *stablecoins* multiemisión (JERS, 2025). La capacidad sancionadora europea se ha ejercido también sobre emisores domésticos. En 2025 el supervisor alemán BaFin ordenó el cese de actividad del emisor Ethena por incumplimientos de las normas de la Unión, una muestra de que el control europeo opera tanto hacia fuera como hacia dentro, en un episodio documentado por Bloomberg (Laurent, 2025c). La UE puede elevar el coste de entrar en su

espacio; no puede, sin instrumentos adicionales, crear las condiciones materiales que hicieron del dólar el activo de referencia del ecosistema digital privado contemporáneo (Ferreira y Sandner, 2021).

Esa brecha pesa especialmente en el dinero digital. Las *stablecoins* dólar no se imponen por estar mejor o peor reguladas, sino porque se apoyan en una moneda de altísima aceptabilidad internacional, en activos de respaldo profundamente líquidos y en una infraestructura capaz de absorber escala con rapidez (James y Quaglia, 2025). Europa llega a la transición con una desventaja de base. El euro es la segunda moneda internacional, pero a notable distancia del dólar —en torno al 20% de las reservas oficiales mundiales frente a cerca del 57% (BCE, 2025a)—, y su internacionalización descansa sobre una arquitectura política y financiera menos compacta. La propia literatura sobre el euro digital admite que la autonomía estratégica solo es verosímil si se acompaña de mayor capacidad innovadora, infraestructura atractiva y reformas más amplias; sin ellas, la regulación contiene daños, no transforma la posición de la Unión en la jerarquía monetaria (Bilotta y Voloder, 2023; Blanco Barón, 2025).

Se añade un problema de temporalidad. El derecho europeo opera con horizontes de deliberación largos, alta densidad procedimental y búsqueda de equilibrio entre intereses múltiples (Wronka, 2024), un estilo virtuoso en legitimidad y estabilidad, pero que, allí donde la innovación corre y los efectos de red premian la escala temprana, se vuelve desventaja estratégica. De ahí lo revelador del contraste con Estados Unidos y China, pues ambos piensan el dinero digital desde la infraestructura, mientras que la Unión tiende a pensarlo, ante todo, desde la regulación (Blanco Barón, 2025; James y Quaglia, 2025).

## **2. Dependencia de proveedores externos y profundidad financiera insuficiente.**

La segunda manifestación del problema es la dependencia de proveedores e infraestructuras no europeos. El debate sobre autonomía estratégica en pagos no nace con los criptoactivos, pero estos lo intensifican. El debate lleva años vinculando la soberanía de pagos con la excesiva dependencia de redes privadas extranjeras y con la debilidad relativa de la arquitectura financiera de la zona euro. En el entorno digital esa dependencia se agrava, porque controlar la interfaz con el usuario —la *wallet*, la plataforma, el proveedor tecnológico, la aplicación— puede pesar tanto como controlar la unidad monetaria. Mientras los canales de uso, custodia e interoperabilidad sigan dominados por terceros, la Unión difícilmente traducirá el peso económico del euro en centralidad funcional (Bilotta y Voloder, 2023; Steinberg y Sánchez Reboiro, 2026).

Esa dependencia es, además, multicapa. En el dinero digital no basta con preguntar quién emite el activo, pues importa quién gestiona la mensajería, quién aporta la capa de cumplimiento, quién intermedia la conversión entre dinero tokenizado y bancario, quién posee la relación con el usuario final y quién concentra la liquidez en los corredores más transitados. Ahí anida la vulnerabilidad europea, ya que, aunque la unidad subyacente sea el euro y la regulación sea europea, la cadena operativa puede seguir dependiendo de plataformas e infraestructuras ajenas. La soberanía monetaria formal no se traduce sin más en soberanía funcional sobre los raíles del pago digital (Beck y Park, 2021; James y Quaglia, 2025).

Y es financiera. El dólar conserva ventajas estructurales ligadas a la profundidad y liquidez de los mercados estadounidenses, a la abundancia de activos seguros y a la capacidad del Tesoro y la Reserva Federal de actuar como anclas últimas del sistema (James y Quaglia, 2025). Las *stablecoins* dólar se benefician de ese entorno por partida doble, pues la referencia al dólar es creíble para los agentes internacionales y sus activos de respaldo encuentran en los mercados estadounidenses una profundidad incomparable. Europa no replica esa base solo con regulación, ya que, mientras la oferta de activos paneuropeos verdaderamente seguros y la integración de los mercados de capital sigan incompletas, el euro será un soporte estructuralmente menos apto para una expansión privada comparable. MiCA, por elaborado que sea, no crea esa profundidad (Eichengreen, 2011; Ferranti, 2025).

La propia regulación reconoce esa limitación al conceder tanto peso a reservas, reembolso, gobernanza y liquidez del emisor, pues el derecho intenta compensar con disciplina prudencial lo que no garantiza con centralidad monetaria propia (Wronka, 2024). El contraste con Estados Unidos es nítido. Allí el debate sobre *stablecoins* oscila entre protección, competitividad y modernización de los pagos, dando por supuesta la fuerza del dólar; en la Unión incorpora desde el inicio una ansiedad más existencial, el temor a que un ecosistema de pagos dominado por moneda privada extranjera erosione la autonomía regulatoria, la eficacia de la política monetaria o el lugar del dinero del banco central. La severidad de MiCA es inseparable de esa inseguridad estructural (Bilotta y Voloder, 2023; Van der Linden y Shirazi, 2023).

Aun cuando la Unión piensa en términos estratégicos, lo hace desde un horizonte defensivo (Van der Linden y Shirazi, 2023). El euro digital aparece en numerosos documentos como vía para reducir la dependencia de sistemas de pago extranjeros, reforzar la soberanía doméstica y, eventualmente, apoyar el uso internacional del euro; pero la literatura especializada advierte que su éxito depende de factores que el reglamento no suministra, como la innovación en la capa monetaria, el diseño atractivo, la interoperabilidad real, el apoyo político sostenido y las

reformas complementarias. Cuando esas condiciones faltan, el derecho acaba operando como sustituto imperfecto de una estrategia material más robusta.

Conviene, en fin, evitar una falsa alternativa (Hallak, 2022). El problema europeo no es que las *stablecoins* vayan a «sustituir» linealmente a SWIFT o a las infraestructuras tradicionales. La amenaza es más sutil y más seria, pues no consiste en la desaparición súbita de lo viejo, sino en la consolidación de una capa adicional de pagos digitales cuyo centro de gravedad siga siendo el dólar y no el euro (McDowell, 2023).

### **3. El efecto Bruselas y sus límites.**

La prudencia analítica es aquí indispensable. Blanco Barón (2025) observa que MiCA se ha leído como ocasión para que la Unión influya en los estándares globales y atraiga innovación, pero advierte de que esa ambición choca con la lentitud y el coste de los procesos regulatorios europeos frente a jurisdicciones que avanzan más deprisa en infraestructura digital. El efecto Bruselas opera aquí sobre reglas de acceso y conducta; no altera por sí mismo la moneda de referencia, la profundidad del mercado de reservas ni la localización del poder infraestructural (Ferreira y Sandner, 2021).

¿Significa esto que el efecto Bruselas es irrelevante en este campo? En absoluto (Wronka, 2024). MiCA puede proyectar estándares, obligar a los emisores globales a adaptar documentación, gobernanza y reservas, e incluso inducir convergencias regulatorias fuera de la Unión (Bradford, 2020); el poder regulatorio europeo es real y no debe subestimarse, y una de las posibilidades que abre es que Europa fije una referencia de cumplimiento para quien aspire a legitimidad internacional. El problema es el salto que a menudo se da entre influencia regulatoria y liderazgo sistémico, pues una jurisdicción puede ser imitada en sus normas y seguir siendo secundaria en la provisión material del activo o de la infraestructura que regula. El derecho europeo puede influir en cómo se emiten o comercializan las *stablecoins*; no consigue que el activo de referencia deje de ser el dólar ni que la base de liquidez abandone los mercados estadounidenses (Blanco Barón, 2025).

Por eso «poder regulatorio sin poder monetario» no es un eslogan, sino un diagnóstico (Hallak, 2022). La Unión ha alcanzado una sofisticación normativa notable y puede convertirla en influencia internacional parcial, pero esa influencia descansa sobre una base material y una integración política más débiles de las que exigiría una estrategia monetaria ofensiva. MiCA encarna así lo mejor del modelo europeo y también su límite más claro, esto es, una capacidad extraordinaria para producir orden jurídico en un espacio económico vasto, junto a una

capacidad mucho menor para fijar por sí sola la infraestructura central del dinero digital que viene (Ferreira y Sandner, 2021).

## VI. EL EURO DIGITAL: AMBICIÓN ESTRATÉGICA Y CAPACIDAD MATERIAL

### 1. Justificación geoeconómica del proyecto.

Conviene evitar un automatismo frecuente, el de dar por sentado que toda CBDC equivale a una ganancia inmediata de soberanía. La bibliografía comparada insiste en lo contrario, pues el efecto estratégico de una moneda digital de banco central depende del diseño concreto, del grado de intermediación admitido, de su relación con el sistema bancario, de la convertibilidad, del régimen de anonimato, de su integración con las infraestructuras existentes y, sobre todo, del ecosistema monetario en que se inserta. Una CBDC mal diseñada puede sumar fricciones, desestabilizar depósitos o no resultar lo bastante atractiva para competir con soluciones privadas. La mera innovación del soporte no garantiza ni internacionalización ni autonomía (Cerqueira Gouveia et al., 2017; Cámara et al., 2018).

Los documentos más recientes del BCE hacen explícito ese trasfondo. El tercer informe de progreso de la fase preparatoria del euro digital, abierta en noviembre de 2023, sostiene que la dependencia europea de proveedores extranjeros crea vulnerabilidades para la resiliencia, la competitividad económica y la soberanía monetaria. Esa formulación es importante porque desplaza el proyecto del plano técnico al geoeconómico, pues el euro digital es presentado como respuesta a una dependencia estratégica ya diagnosticada por las propias instituciones. Esa orientación tiene además una traducción material concreta. A comienzos de 2024 el BCE convocó licitaciones para los proveedores de componentes del euro digital por un valor de hasta 1.100 millones de euros (BCE, 2024). Esa inquietud institucional es persistente. Un documento de trabajo del propio BCE, difundido a comienzos de 2026, advirtió de que una adopción generalizada de *stablecoins* —sobre todo si están referenciadas a divisas extranjeras— supondría riesgos relevantes para los bancos de la zona del euro y para la soberanía monetaria del banco central, según informó Bloomberg (Bloomberg, 2026b). Pero el mismo informe confirma que el proyecto sigue todavía en fase de *rulebook*, experimentación y selección de proveedores, lo que subraya la distancia existente entre la identificación del problema y la disponibilidad efectiva de una solución europea a escala (BCE, 2025b).

El euro digital aparece en el debate como la pieza que podría compensar, al menos en parte, las insuficiencias de una respuesta puramente regulatoria. Su atractivo político es que reformula la discusión, ya que, en lugar de limitarse a disciplinar emisores privados, la Unión y el

Eurosistema ofrecerían una forma pública de dinero digital adaptada a la economía contemporánea, capaz de preservar la presencia del dinero de banco central en un entorno digitalizado, reducir la dependencia de infraestructuras privadas extranjeras y reforzar la autonomía de pagos de la zona euro. Para este trabajo, sin embargo, lo relevante no son sus virtudes abstractas, sino lo que el proyecto revela sobre la autopercepción europea. Que se presente como instrumento para defender soberanía, resiliencia y papel internacional del euro indica que las autoridades reconocen una vulnerabilidad estructural, pues el derecho no basta cuando la disputa es por el control de las infraestructuras monetarias de nueva generación (Bilotta y Voloder, 2023).

Conviene subrayar, además, que el euro digital no nace como proyecto de internacionalización agresiva del euro. La literatura más sólida lo sitúa en el cruce entre política monetaria doméstica, transformación de los pagos y reducción de dependencias; solo de forma secundaria se le atribuye la función de apoyar el papel internacional de la moneda. A diferencia de Estados Unidos, que puede pensar la modernización monetaria digital desde la continuidad del predominio del dólar, la Unión formula el euro digital bajo la sombra de sus carencias, como las infraestructuras de pago poco consolidadas a escala paneuropea, la competencia de actores privados externos, el temor a la sustitución monetaria por *stablecoins* y una arquitectura financiera incompleta. Es, por ello, menos una expresión de confianza expansiva que un intento de evitar una pérdida adicional de control (Westermeier, 2024).

## **2. Soberanía, pagos y autonomía estratégica.**

La continuidad entre los informes del BCE y la literatura académica más reciente refuerza una idea decisiva para el presente Trabajo de Fin de Grado. El euro digital se concibe como complemento del efectivo, como infraestructura paneuropea y como forma de reducir la dependencia de grandes proveedores no europeos (BCE, 2024). Incluso en el lenguaje institucional más favorable al proyecto, la lógica sigue siendo defensiva. No se parte de una posición de hegemonía desde la que expandir el euro, sino de una posición de vulnerabilidad relativa desde la que evitar que la digitalización consolide una subordinación mayor frente a redes privadas y dolarizadas ya existentes (Cipollone, 2025a). El propio BCE ha cuantificado esa dependencia, pues 15 de los 20 países de la zona del euro carecen de una solución nacional de pagos digitales ampliamente utilizada en comercios físicos, de modo que la zona del euro depende de la «amabilidad de extraños» para sus pagos minoristas (Cipollone, 2025b).

Conceptualmente, el valor del euro digital reside en que reintroduce dinero público allí donde el riesgo es que la interfaz cotidiana del usuario quede capturada por plataformas privadas (Cipollone, 2025a). Puede leerse, así, como un proyecto de capacidad estatal —o, más exactamente, público-europea— en un contexto de privatización creciente de funciones monetarias. Allí donde las *stablecoins* aspiran a ofrecer un equivalente digital estable de moneda soberana sin serlo, el euro digital respondería de principio, modernizando el dinero de banco central sin ceder del todo el terreno a emisores privados. Pero esa dimensión simbólica no equivale a una solución completa, pues la mera existencia de un activo público digital no garantiza adopción masiva, usabilidad superior ni efecto de red suficiente para desplazar alternativas ya consolidadas (Bilotta y Voloder, 2023; Okano-Heijmans y Dekker, 2023).

La propia literatura europea sobre el tema insiste en esta tensión. Un euro digital bien diseñado podría ayudar a reducir dependencia respecto de sistemas de pago extranjeros y a reforzar soberanía doméstica; pero su impacto sobre la internacionalización del euro es mucho más incierto, especialmente si incorpora restricciones de tenencia, remuneración poco atractiva o limitaciones operativas orientadas a evitar desintermediación bancaria (Bindseil, 2020). En términos directos, cuanto más prudente sea el diseño para no perturbar al sistema financiero existente, menor puede ser su atractivo como alternativa a soluciones privadas ágiles y programables. La Unión se enfrenta aquí a una dificultad que revela con claridad su posición estructural. Necesita innovar sin desestabilizar, ofrecer una herramienta pública sin desencadenar fugas bancarias, reforzar soberanía sin romper el delicado equilibrio institucional del Eurosistema. Esa prudencia puede ser razonable, pero también reduce el potencial competitivo del instrumento frente a *stablecoins* privadas más adaptables (Beck y Park, 2021). El propio calendario institucional refleja esa cautela. El BCE no contempla una posible emisión antes de 2029 y la supedita a que los legisladores aprueben la legislación (Cipollone y Dombrovskis, 2025). El proceso lo confirma. Aunque el Consejo fijó su mandato negociador en diciembre de 2025 (Consejo de la Unión Europea, 2025), a mediados de 2026 el informe del Parlamento Europeo —que recorta sensiblemente el diseño del BCE— seguía pendiente de votación en comisión, prevista para finales de junio, con la adopción definitiva aplazada en el mejor de los casos a finales de ese año (Parlamento Europeo, 2026).

Se añade una cuestión de gobernanza política. Mientras las *stablecoins* dólar evolucionan con relativa rapidez según incentivos de mercado y decisiones empresariales, el euro digital debe atravesar deliberación institucional, conciliación entre Estados miembros, equilibrio entre BCE, Comisión, banca comercial, consumidores y proveedores de pago, y una definición

jurídica cuidadosa de privacidad, acceso y límites de uso. Ese carácter público le da legitimidad, pero también lentitud y densidad negociadora, de modo que lo que para Europa es garantía democrática puede ser, en términos competitivos, una desventaja frente a entornos donde la innovación monetaria privada se mueve en horizontes mucho más cortos. El contraste vuelve a ser ilustrativo, pues las *stablecoins* capitalizan primero los efectos de uso, mientras que Europa discute primero la arquitectura normativa, institucional y prudencial (Bilotta y Voloder, 2023; Wronka, 2024).

El euro digital tampoco puede evaluarse solo como instrumento de pagos. En la medida en que la competencia monetaria digital se libra también sobre datos, estándares, interoperabilidad y control de la infraestructura, forma parte de una discusión más amplia sobre soberanía tecnológica europea. James y Quaglia (2025) muestran que la UE ha empezado a tratar ciertas infraestructuras financieras y digitales como objetos de *statecraft* defensivo, y el euro digital encaja en esa trayectoria. Por eso mismo la evaluación debe ser sobria, ya que el euro digital puede mejorar la posición defensiva de la Unión, reforzar el papel del dinero público y dificultar la captura del espacio de pagos por actores extracomunitarios, pero no equivale a una recuperación automática de poder monetario internacional. Es, en el mejor de los casos, condición necesaria de una estrategia más amplia, no su sustituto (Bilotta y Voloder, 2023).

### **3. Por qué el euro digital no resuelve por sí solo el problema.**

El euro digital debe interpretarse, pues, como condición potencialmente necesaria de una estrategia europea más sólida, no como panacea. Puede reducir vulnerabilidades, fortalecer la presencia del dinero público en la economía digital y favorecer una mayor autonomía de pagos; pero no corrige por sí mismo la escasa profundidad de los mercados de capital europeos, la falta de activos seguros paneuropeos comparables en abundancia a los del Tesoro estadounidense, la dependencia tecnológica de proveedores externos ni la fragmentación política que aún limita la proyección internacional del euro. Sería, en el mejor de los casos, una pieza más de un rompecabezas mayor, ya que pedir que un solo instrumento monetario compense déficits acumulados en integración financiera, política industrial y gobernanza económica es pedirle más de lo que puede dar (Gütschow y Lucke, 2026).

### **4. Stablecoins en euros como respuesta privada europea: la hipótesis Qivalis.**

La constitución de Qivalis a finales de 2025 altera de manera relevante el marco analítico del debate europeo. No se trata de una anécdota corporativa ni de un movimiento táctico menor dentro del sector bancario, sino de la primera cristalización visible de una respuesta paneuropea,

privada y explícitamente geoeconómica al desafío de la digitalización monetaria, una iniciativa adelantada por Bloomberg (Bloomberg, 2025b; CaixaBank, 2025). Según la comunicación oficial de CaixaBank, el consorcio agrupaba inicialmente a diez grandes bancos europeos — ampliados a lo largo de 2026 hasta treinta y siete entidades de quince países, con notable presencia española, como CaixaBank y BBVA (ING, 2026)—, está domiciliado en Ámsterdam, aspira a obtener autorización y supervisión del Banco Central de los Países Bajos como institución de dinero electrónico y prevé emitir una *stablecoin* denominada en euros en la segunda mitad de 2026. Más importante que la estructura societaria es el lenguaje político con el que el proyecto se presenta, articulado en torno a la «autonomía monetaria en la era digital», los pagos transfronterizos sin fricciones, la liquidación casi instantánea, la disponibilidad 24/7 y una infraestructura que integra protección de datos, estabilidad financiera y cumplimiento regulatorio.

Desde las Relaciones Internacionales, el interés de Qivalis radica en que evidencia una mutación de la estrategia monetaria europea. Durante años el discurso institucional trató las *stablecoins* ante todo como un problema: riesgo prudencial, posible sustitución monetaria, amenaza para la transmisión de la política monetaria, vector de dominación infraestructural ajena (Hallak, 2022). El diagnóstico no era erróneo, pero sí incompleto. Una *stablecoin* bancaria en euros demuestra que la misma tecnología que la Unión intentó contener puede convertirse, bajo supervisión estricta y dentro del perímetro de MiCA, en vehículo de europeización de los raíles digitales. El problema deja de ser solo cómo frenar una *stablecoin* extranjera y pasa a ser también cómo lograr que surjan instrumentos privados europeos capaces de disputar espacio funcional a USDC, USDT o a los futuros equivalentes de las grandes plataformas tecnológicas (CaixaBank, 2025).

Esta evolución importa porque altera la supuesta dicotomía entre dinero público y dinero privado. La cuestión ya no es si Europa debe elegir entre una CBDC minorista y la prohibición o marginación del dinero privado programable, sino en qué condiciones puede articular una combinación viable entre un ancla pública de banco central y una capa privada regulada que vuelva operativa la presencia del euro en mercados tokenizados, pagos transfronterizos y liquidaciones *on-chain* (Brunnermeier et al., 2019; Westermeier, 2024). Qivalis introduce, en suma, la posibilidad de una tercera vía europea, que no es ni el *laissez-faire* cripto ni la centralización casi exclusiva de la innovación monetaria en el balance y la arquitectura del BCE.

La literatura más crítica con el diseño actual del euro digital ayuda a comprender por qué esta tercera vía ha adquirido plausibilidad. Gütschow y Lucke sostienen que el proyecto de euro digital propuesto por la Comisión padece una tensión constitutiva, pues pretende ser suficientemente atractivo como para justificar su emisión, pero no tanto como para competir de verdad con los depósitos bancarios; suficientemente público como para preservar el anclaje monetario, pero no tanto como para provocar una desintermediación masiva; suficientemente seguro como para servir de respaldo sistémico, pero no tanto como para convertirse en activo de preferencia en situaciones de tensión (Gütschow y Lucke, 2026). De ahí que el propio diseño oficial —plasmado en la propuesta de Reglamento de la Comisión de junio de 2023 [COM(2023) 369 final]— insista en límites de tenencia, que la literatura técnica ha calibrado en torno a los 3.000 euros por residente<sup>5</sup> (Bindseil, 2020), en la ausencia de remuneración y en la subordinación funcional a su uso como instrumento de pago, no como instrumento de ahorro o inversión (BCE, 2024; Consejo de la Unión Europea, 2025). Esa cuadratura del círculo reduce de forma evidente la potencia competitiva del euro digital frente a soluciones privadas que, dentro del perímetro de MiCA, puedan ofrecer mayor flexibilidad, mejor integración con casos de uso programables y una propuesta de valor más cercana a las necesidades del mercado.

Ahora bien, idealizar la respuesta privada sería intelectualmente insuficiente. Una *stablecoin* bancaria en euros no resuelve por sí sola los dilemas clásicos de toda arquitectura monetaria híbrida. Persisten problemas de concentración del emisor, dependencia tecnológica, interoperabilidad, escalabilidad, tratamiento de reservas y posible fricción con la jerarquía entre dinero del banco central y dinero bancario (Gütschow y Lucke, 2026). Además, una *stablecoin* europea tampoco equivale a una expansión automática del papel internacional del euro. La literatura sobre internacionalización monetaria insiste en que el estatus global de una divisa no se construye únicamente con mejor tecnología, sino con profundidad financiera, provisión de activos seguros, credibilidad macroeconómica y densidad de usos transfronterizos (Cohen, 2015; Eichengreen, 2011). Precisamente por ello, la hipótesis Qivalis no debe leerse como prueba de un liderazgo europeo consumado, sino como indicio de que incluso las propias entidades financieras del continente perciben que la competencia monetaria digital se librarán en la capa infraestructural y no solo en el campo de la regulación formal. Esa cautela la ha hecho explícita el propio Banco Central Europeo. En mayo de 2026 su presidenta sostuvo que las *stablecoins* en euros no constituyen una vía eficiente para reforzar el papel internacional de la

---

<sup>5</sup>Esta cifra no constituye un límite oficial fijado por el Banco Central Europeo, sino una calibración recurrente en la literatura técnica; el importe definitivo dependerá de la legislación y de decisiones posteriores del Consejo de Gobierno.

moneda y distinguió —en línea con el marco analítico de este trabajo— entre una función monetaria y una función tecnológica que el debate tiende a confundir, advirtiendo de que el riesgo es importar fragilidades en lugar de exportar soberanía (Lagarde, 2026). Esa lectura es la línea dominante del propio BCE. En junio de 2026 la consejera ejecutiva Isabel Schnabel reiteró —en declaraciones recogidas por Bloomberg— que la mejor respuesta europea a las *stablecoins* es el euro digital y el anclaje en dinero de banco central, no la réplica del modelo privado estadounidense (Bloomberg, 2026d).

### **5. Una lectura liberal-crítica: soberanía monetaria sin centralización innecesaria.**

Si se adopta una lectura liberal-crítica, el problema europeo aparece bajo una luz distinta. La cuestión no sería, en primer lugar, la supuesta necesidad de ampliar el perímetro funcional del banco central, sino la incapacidad histórica de la Unión para traducir poder regulatorio en un mercado de pagos y liquidación verdaderamente paneuropeo, competitivo y tecnológicamente escalable. La dependencia respecto de Visa, Mastercard y otros proveedores no europeos no es solo el resultado de un déficit jurídico; es el resultado de una combinación de fragmentación del mercado, insuficiente coordinación empresarial, ausencia de efectos de red propios y debilidad estructural en la capa infraestructural (Westermeier, 2024). Westermeier ha mostrado con claridad que el euro digital surge en buena medida como materialización de racionalidades de seguridad y autonomía estratégica en un contexto de creciente visibilidad de la geopolítica de las infraestructuras de pago. Pero que esa lectura sea acertada no implica que la respuesta pública diseñada hasta ahora sea, desde el punto de vista funcional, la más eficiente ni la más fértil.

El euro digital, tal como lo presentan la Comisión, el BCE y el Consejo, se concibe como complemento del efectivo, forma pública de pago digital, ancla monetaria del sistema y potencial refuerzo de la resiliencia y la autonomía estratégica europeas (Comisión Europea, 2023). Sin embargo, precisamente la insistencia en que no debe servir como instrumento de inversión, en que sus saldos estarán sujetos a límites de tenencia y en que debe preservarse el papel de la banca comercial evidencia que la solución pública europea nace deliberadamente recortada (Gütschow y Lucke, 2026). Desde una perspectiva económica liberal, esta autocontención no es en sí misma criticable; de hecho, puede ser prudente. Lo criticable es extraer de ella una pretensión de centralidad estratégica desproporcionada. Una capa pública de pago tan cuidadosamente limitada difícilmente puede convertirse por sí sola en el núcleo de la soberanía monetaria europea en la economía digital.

En este punto, el argumento crítico no equivale a negar la relevancia del dinero público. Al contrario, parte de reconocer que el banco central sigue siendo el emisor del activo último de liquidación y el garante del anclaje monetario. Pero de esa premisa no se sigue automáticamente que todo problema de dependencia, competencia o innovación deba resolverse creando una nueva infraestructura minorista pública para el conjunto del mercado (Ayuso y Conesa, 2020). Una cosa es preservar el ancla monetaria; otra muy distinta es asumir que la mejor forma de hacerlo consiste en desplazar o subordinar preventivamente soluciones privadas europeas que podrían ser más adaptables para pagos programables, usos transfronterizos o mercados tokenizados (Murau y van 't Klooster, 2023).

La experiencia histórica de la integración europea en pagos refuerza esta cautela. El gran déficit europeo no ha sido la ausencia de normas, sino la incapacidad para convertir densidad regulatoria en campeones funcionales. Las dificultades reiteradas del European Payments Initiative —debilitado por la retirada de buena parte de sus bancos fundadores—, la persistente dependencia respecto de redes estadounidenses y el retraso relativo de la Unión en infraestructuras digitales de gran escala muestran que el problema europeo es menos jurídico que empresarial e infraestructural (Bilotta y Voloder, 2023; Westermeier, 2024). Por ello, un enfoque excesivamente centrado en el euro digital corre el riesgo de confundir soberanía con administración central y competitividad con producción normativa. En clave liberal, la mejor contribución del poder público no consiste siempre en ocupar el mercado, sino en fijar reglas estables, tecnológicamente neutrales y prudencialmente exigentes que permitan que el propio mercado europeo despliegue soluciones competitivas bajo una unidad de cuenta común (James y Quaglia, 2025).

MiCA contiene, en este sentido, una intuición valiosa. Al clasificar los EMT y los ART y someterlos a exigencias de autorización, reservas, redención, gobierno interno y supervisión reforzada cuando alcanzan carácter significativo, la Unión no solo limita riesgos; también define el perímetro dentro del cual puede surgir un dinero privado digital compatible con la estabilidad y con ciertos objetivos de autonomía estratégica (Hallak, 2022). El problema es que la UE oscila entre dos impulsos difíciles de conciliar, pues, por un lado, quiere permitir innovación y ganar escala y, por otro, alberga una profunda desconfianza hacia todo instrumento que no nazca del banco central o de la supervisión pública más intensa. Esa oscilación puede desembocar en una estrategia subóptima, la de sobreregular alternativas privadas al tiempo que se impulsa una CBDC cuya utilidad marginal para el usuario y cuya capacidad de adopción espontánea siguen siendo discutidas (Gütschow y Lucke, 2026).

La conclusión normativa de esta lectura no es abolir el euro digital, sino desabsolutizarlo. El euro digital puede tener sentido como seguro de contingencia, como instrumento de resiliencia y como recordatorio de que el dinero público no debe desaparecer del espacio digital. Pero convertirlo en el eje casi exclusivo de la soberanía monetaria europea sería un error analítico y estratégico. Una arquitectura más realista combinaría el dinero público como ancla última, las *stablecoins* y los depósitos tokenizados en euros como capa competitiva de mercado y un marco regulatorio menos inclinado a dirigir *ex ante* cada trayectoria de innovación y más orientado a favorecer interoperabilidad, competencia y disciplina prudencial (CaixaBank, 2025; Consejo de la Unión Europea, 2025). Dicho con toda claridad, si Europa quiere recuperar soberanía monetaria en la economía digital, quizá deba aceptar que esa soberanía no se conquista sustituyendo al mercado, sino consiguiendo, por fin, que exista un mercado europeo digno de tal nombre.

## **VII. PERSPECTIVA COMPARADA: EL ESPEJO ESTADOUNIDENSE Y EL CONTRASTE CHINO**

### **1. Estados Unidos: infraestructuras privadas para la prolongación digital del dólar.**

Lo relevante del caso estadounidense no es que haya producido una arquitectura perfectamente coherente, sino que ha empezado a seleccionar qué formas de dinero digital considera políticamente útiles (Rey, 2025). La señal es nítida, pues, más que abrazar el universo cripto en bloque, Washington acomoda los instrumentos compatibles con la supervisión, el rastreo, la modernización de los pagos y la prolongación funcional del dólar. Esa selección importa para Europa porque confirma que la disputa no gira en torno a la «innovación» en abstracto, sino en torno a qué soportes digitales pueden integrarse en un orden monetario estratégicamente gestionable (James y Quaglia, 2025).

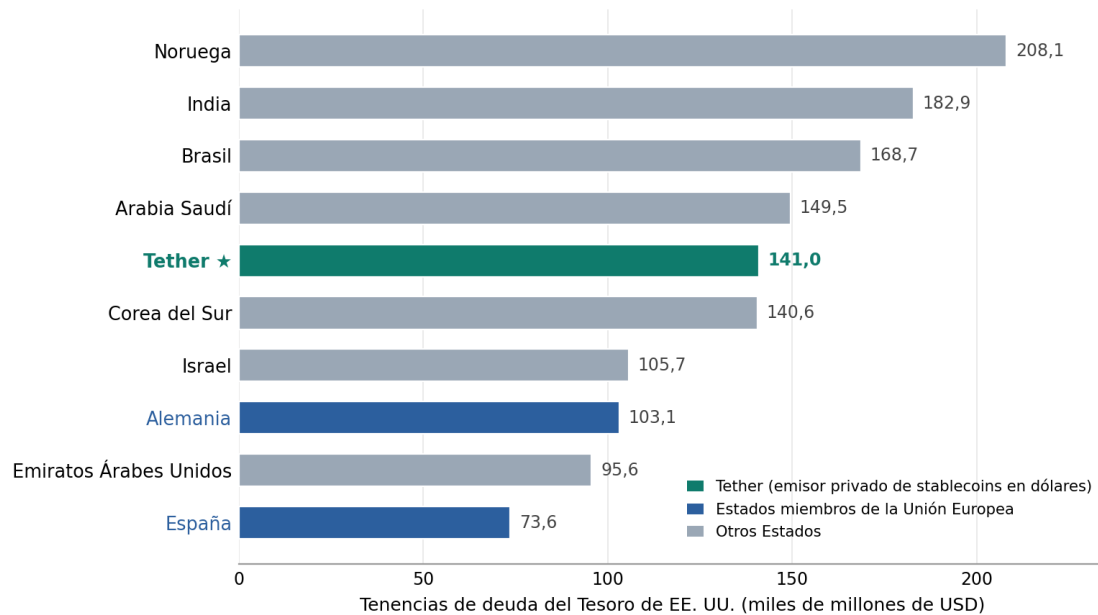
La evolución estadounidense de 2025 radicaliza ese contraste. La literatura sobre el GENIUS Act —firmado en julio de 2025— lo interpreta como un marco que combina protección del tenedor, reservas íntegras en efectivo y deuda del Tesoro a corto plazo, prohibición de remunerar y proyección del dólar a través de infraestructuras privadas, hasta el punto de que Bloomberg Opinion ha descrito ese dólar digital como una verdadera arma comercial (Laurent, 2025b). Aunque parte de esa literatura sea aún exploratoria, su valor analítico es claro, pues Washington puede pensar estratégicamente las *stablecoins* como extensión digital de la hegemonía del dólar porque dispone de la moneda, de los activos de respaldo y de la profundidad financiera que vuelven verosímil esa estrategia. Europa, en

cambio, regula *stablecoins* dólar desde fuera del centro emisor de ese poder (Eichengreen, 2011).

La comparación con Estados Unidos sirve, primero, para mostrar que un mismo fenómeno —la expansión del dinero digital privado— se lee desde posiciones estructurales radicalmente distintas. Donde Europa ve sobre todo un problema de soberanía, riesgo y sustitución monetaria, Estados Unidos puede ver a la vez un vector de modernización de los pagos y de prolongación del dólar en la economía digital global. La diferencia no es ideológica, sino posicional, y deriva del lugar de cada actor en la jerarquía monetaria. El auge de *stablecoins* en dólares no amenaza la centralidad del dólar como el auge de *stablecoins* no denominadas en euros amenaza al euro; podrá suscitar inquietudes prudenciales, pero no cuestiona el privilegio de base, porque la unidad de referencia sigue siendo la propia. De ahí que buena parte del debate normativo estadounidense conciba las *stablecoins* no como erosión del poder monetario, sino como vía para adaptarlo a nuevos estándares tecnológicos.

El GENIUS Act ilustra bien esa diferencia de posición estructural (Bloomberg, 2025c). En la literatura reciente, el nuevo marco estadounidense no aparece solo como regulación prudencial de emisores, sino como intento de institucionalizar una versión digitalizada de la hegemonía del dólar, con reservas plenas en activos líquidos estadounidenses, prioridad de los tenedores y un entorno normativo capaz de convertir el crecimiento de las *stablecoins* en demanda adicional por letras del Tesoro y por la propia unidad monetaria de referencia. De hecho, a finales de 2025 los emisores de *stablecoins* en dólares mantenían unos 153.000 millones de dólares en letras del Tesoro estadounidense, por delante de tenedores soberanos como China o el Reino Unido; su huella es tal que entradas de 3.500 millones de dólares en *stablecoins* comprimen el rendimiento de las letras del Tesoro a tres meses entre 2,5 y 3,5 puntos básicos (Ahmed y Aldasoro, 2025). Un trabajo posterior del Fondo Monetario Internacional corrobora ese canal con un marco estructural de identificación de alta frecuencia: un aumento del 1% en la capitalización conjunta de USDC y USDT reduce de forma persistente el rendimiento de la letra del Tesoro a un mes en torno a 0,42 puntos básicos y el de la letra a tres meses unos 0,50 (Cerutti et al., 2026). El mayor emisor supera ya a Estados como Alemania o España (Departamento del Tesoro de EE. UU., 2026; véase la Figura 2). Incluso lecturas más críticas sostienen que el desplazamiento regulatorio favorece a los activos «útiles, rastreables y alineados con el dólar» frente a criptomonedas más difíciles de domesticar. Washington puede permitirse esa selección porque no teme una sustitución externa; busca gobernar cómo se expande el dólar sobre nuevos raíles privados (BPI, 2025).

**Figura 2.** Tenencias de deuda del Tesoro de Estados Unidos: el principal emisor de stablecoins en dólares frente a tenedores soberanos.



*Fuente: elaboración propia a partir del Departamento del Tesoro de EE. UU. (Treasury International Capital, datos a diciembre de 2025) para los tenedores soberanos y de la atestación de reservas de Tether del primer trimestre de 2026 (auditada por BDO). Nota: con unos 141.000 millones de dólares, Tether supera a Estados como Alemania, los Emiratos Árabes Unidos o España y se sitúa a la altura de Corea del Sur o Arabia Saudí; los mayores tenedores extranjeros son Japón (~1,19 billones), el Reino Unido (~866.000 millones) y China (~684.000 millones).*

Especialmente revelador es el lugar cambiante de Bitcoin en la estrategia monetaria digital estadounidense. En la nueva jerarquía regulatoria, Bitcoin aparece cada vez menos como vector de política monetaria digital y más como activo especulativo, reserva de valor o «commodity» digital; las *stablecoins*, en cambio, quedan privilegiadas por ser programables, compatibles con la supervisión, integrables con los pagos y, sobre todo, directamente funcionales a la proyección del dólar. La inflexión es significativa, pues el poder estadounidense no necesita elegir entre Estado y mercado, sino que puede usar mercados privados altamente escalables como instrumento de una continuidad monetaria estratégica. La UE carece de ese lujo, porque las *stablecoins* que dominan su mercado no son extensión del euro, sino del dólar (Rey, 2025).

La discusión estadounidense, además, plantea la sustitución de las infraestructuras heredadas en clave incrementalista. Incluso la literatura que explora su impacto geoeconómico admite que las *stablecoins* no reemplazan a SWIFT, sino que añaden una capa de liquidación rápida y programable sobre corredores concretos, sobre todo cuando cuentan con buenas *off-ramps*, seguridad jurídica y acceso a reservas líquidas. La constatación aclara la naturaleza del

desafío europeo, ya que el dólar no necesita destruir el sistema existente para reforzarse y le basta con colonizar la nueva capa de pagos digitales privados que se monta sobre él (BPI, 2025).

## **2. China: e-CNY, política industrial y experimentación estatal.**

La comparación con China ayuda, además, a situar el caso europeo. El e-CNY muestra que un Estado puede intentar construir infraestructura monetaria digital desde la coordinación política, la escala doméstica y la política industrial; pero tanto la literatura geoeconómica sobre el euro digital como los trabajos sobre soberanía digital coinciden en que la internacionalización de una moneda digital depende también de legitimidad institucional, interoperabilidad y confianza. La UE no posee el control centralizado chino ni la hegemonía privada del dólar, y de ahí que su respuesta más coherente sea una mezcla de regulación densa, prudencia institucional y ambición monetaria limitada por dependencias estructurales persistentes (Bilotta y Voloder, 2023; Von Carnap, 2023).

La referencia a China cumple una función precisa. No se incorpora porque Europa deba imitarla, ni porque el e-CNY sea ya una amenaza equivalente a las *stablecoins* dólar en el espacio europeo, sino porque ilumina otra posibilidad, la de una estrategia en la que dinero digital, política industrial, infraestructura y proyección geopolítica se conciben de forma mucho más integrada. La literatura presenta el e-CNY como instrumento híbrido, domésticamente orientado a reforzar control y eficiencia y potencialmente proyectable en clave regional o transfronteriza cuando se integra con iniciativas de interoperabilidad o internacionalización gradual del renminbi. Lo decisivo para el argumento no es exagerar el alcance actual de esa estrategia, sino constatar que China piensa el dinero digital como cuestión de capacidad estatal, estandarización tecnológica y posicionamiento internacional, mientras la Unión tiende a pensarlo como cuestión de regulación del mercado y de preservación de los equilibrios existentes (Bilotta y Voloder, 2023; Prasad, 2021).

China ofrece el contraste opuesto. A diferencia de la UE, no ha separado tan nítidamente regulación, política industrial e infraestructura monetaria. Una parte reciente de la literatura exploratoria sostiene que Beijing está ensamblando una arquitectura escalonada en la que el e-CNY —con 16,7 billones de yuanes (unos 2,3 billones de dólares) en transacciones acumuladas y más de 230 millones de monederos a finales de 2025 (Atlantic Council, 2026)—, CIPS<sup>6</sup>, mBridge y eventuales *stablecoins* en yuanes operan como piezas complementarias de un

---

<sup>6</sup>El CIPS (Cross-Border Interbank Payment System) es el sistema de pagos transfronterizos en yuanes desarrollado por China, presentado a menudo como alternativa parcial a la red SWIFT.

proyecto de internacionalización gradual del RMB. Es más, desde enero de 2026 el banco central chino remunera los saldos de e-CNY a tipos próximos a los del depósito a la vista y lo reclasifica como pasivo de depósito, en deliberado contraste con un euro digital concebido sin remuneración y con límites de tenencia (Atlantic Council, 2026). Aun tomando con cautela las proyecciones más ambiciosas, el punto analítico es sólido, pues China no concibe el dinero digital solo como objeto de supervisión financiera, sino como componente de corredores económicos, estándares técnicos, gestión de datos y reducción de dependencia respecto de cuellos de botella dominados por Occidente (He y Zeng, 2025).

El contraste revela, por tanto, una diferencia de racionalidad estratégica. Donde Europa separa analíticamente regulación financiera, política monetaria, defensa de los pagos e innovación, el caso chino sugiere una articulación más compacta entre esas dimensiones. El modelo chino no es exportable a una unión democrática y jurídicamente compleja como la europea; significa, más modestamente, que la competencia por la infraestructura monetaria digital no se decide solo con buenas reglas, sino también con visión de conjunto, capacidad de ejecución y coordinación entre objetivos industriales, tecnológicos y monetarios. En esa comparación, Europa aparece como un actor sofisticado pero fragmentado, capaz de producir normas de gran calidad, menos capaz de alinear con la misma intensidad todos los instrumentos que convertirían esas normas en centralidad monetaria digital (Hays y Kirilenko, 2021; James y Quaglia, 2025). La Tabla 3 resume esta posición europea en perspectiva comparada.

**Tabla 3.** La posición europea en perspectiva comparada

	<b>Unión Europea</b>	<b>Estados Unidos</b>	<b>China</b>
Instrumento monetario digital	Euro digital (en preparación) y stablecoins en euros reguladas	Stablecoins en dólares privadas (GENIUS Act)	Yuan digital (e-CNY), CBDC minorista estatal
Infraestructura de pagos	Fragmentada y dependiente de proveedores externos	Privada, dominante y de alcance global	Estatal e integrada (e-CNY, CIPS)
Enfoque regulatorio	Regulación ex ante exhaustiva (MiCA)	Habilitación y proyección del dólar	Control estatal y política industrial
Racionalidad estratégica	Defensiva: contener y disciplinar	Ofensiva: extender el dólar	Soberanista: autonomía y control
Posición estructural	Poder regulatorio sin poder monetario pleno	Centro emisor del poder monetario	Emisor con control infraestructural

*Fuente: elaboración propia.*

La presencia de China en el debate tiene, además, un efecto político preciso, pues obliga a la Unión a pensarse en un entorno donde la cuestión monetaria deja de estar monopolizada por

el eje dólar-euro clásico (Duarte, 2023). Si el futuro del dinero global se articula cada vez más sobre el control de los raíles, de los estándares de identidad y de cumplimiento, la UE no compite solo contra una moneda más fuerte, sino también contra modelos estatales y corporativos de coordinación infraestructural más resueltos. Ese es el trasfondo geopolítico que da a MiCA toda su ambivalencia, pues expresa sofisticación regulatoria y, a la vez, una conciencia aguda de vulnerabilidad (James y Quaglia, 2025).

### **3. Qué revela la comparación sobre la posición europea.**

La comparación con Estados Unidos y China autoriza una conclusión de alcance. Europa no carece de poder, pero lo tiene extraordinariamente concentrado en el plano regulatorio (James y Quaglia, 2025). Estados Unidos combina regulación, moneda jerárquica, activos seguros, plataformas privadas escalables y profundidad financiera; China combina experimentación estatal, coordinación político-industrial e infraestructura estratégica; la Unión ofrece, sobre todo, un mercado grande, sofisticación jurídica y legitimidad regulatoria. Es una combinación influyente, pero menos apta para producir con rapidez una ecología monetaria digital propia que compita de igual a igual con las alternativas estadounidense o china. De ahí que la respuesta europea parezca correctiva o reactiva incluso cuando está bien diseñada. El contraste no humilla a Europa, sino que aclara la naturaleza específica de sus recursos (Bilotta y Voloder, 2023).

El contraste con Estados Unidos resulta especialmente revelador. Lejos de competir con las *stablecoins* privadas, Washington las ha integrado en su propia arquitectura de poder, ya que, al exigirles reservas en efectivo y deuda pública estadounidense, ha transformado la innovación privada en una fuente adicional de demanda de bonos del Tesoro y, por tanto, en un sostén indirecto de la primacía del dólar (Bloomberg, 2026c). La Unión, en cambio, ha tendido a tratar la moneda privada como un riesgo que contener, y no como un instrumento que orientar. Esa diferencia de planteamiento —contención frente a canalización— explica buena parte de la asimetría de resultados.

La consecuencia práctica es que la Unión no debería confundir una defensa exitosa del mercado interno con la conquista del liderazgo monetario digital, como ha advertido Bloomberg Opinion (Laurent, 2025d). Puede lograr lo primero sin alcanzar lo segundo, esto es, proyectar estándares, elevar los costes del incumplimiento y erigirse en referente de prudencia regulatoria sin alterar la dirección general de un ecosistema que sigue denominándose en dólares y apoyándose en mercados estadounidenses o en plataformas cuya escala Europa no iguala.

Tampoco conviene sobrevalorar el crecimiento de las *stablecoins* en euros, pues su expansión bajo MiCA responde sobre todo a una consolidación regulatoria —la expulsión de los emisores no conformes— más que a una demanda orgánica, lo que matiza su lectura como prueba de competitividad (Van der Linden y Shirazi, 2023). Parte del discurso europeo equipara autonomía estratégica con capacidad normativa; en el terreno monetario, esa equivalencia es demasiado optimista, porque la moneda, la infraestructura y la innovación condicionan decisivamente la eficacia geoeconómica de la regla (Farrell y Newman, 2019).

Vista así, MiCA es una política racional para un actor que conoce sus límites. No cabe reprochar a la Unión no haber actuado como Estados Unidos o China, pues carece de sus bases estructurales; sí cabe exigir precisión conceptual al medir el alcance de su respuesta. Europa ha optado por maximizar aquello en lo que es comparativamente fuerte —la producción normativa, la armonización del mercado, la trazabilidad supervisora— para minimizar el riesgo de quedar subordinada a una infraestructura monetaria digital ajena. Es una estrategia comprensible. Lo que este trabajo discute es la tendencia a presentarla como si ya fuera una forma de liderazgo, cuando se parece más a una sofisticada política de reducción de la vulnerabilidad (James y Quaglia, 2025).

Esa reducción de vulnerabilidad no es un objetivo menor. En un sistema internacional marcado por fragmentación, instrumentalización financiera, digitalización y competencia normativa, evitar dependencias excesivas puede ser tan importante como proyectar hegemonía. El problema es que la reducción de vulnerabilidad no debe confundirse con autonomía plena. Europa puede ganar tiempo, ordenar su espacio y evitar los peores escenarios de sustitución monetaria descontrolada. Pero mientras no convierta su capacidad regulatoria en una estrategia más integrada de pagos, capitales, tecnología e internacionalización del euro, seguirá actuando principalmente desde una lógica defensiva. Este punto prepara el terreno para las conclusiones finales. El mérito de MiCA es real, pero su grandeza no reside en haber resuelto el problema europeo del dinero digital, sino en haberlo formulado jurídicamente con una claridad que ahora obliga a pensar más allá del derecho (Hays y Kirilenko, 2021).

## VIII. CONCLUSIONES

Este trabajo partió de una pregunta deliberadamente acotada: ¿hasta qué punto la combinación entre euro digital y *stablecoins* en euros bajo MiCA constituye una estrategia suficiente para reforzar la soberanía monetaria europea en la economía digital frente al ascenso de infraestructuras privadas dolarizadas? El recorrido analítico permite ofrecer ahora una

respuesta precisa. La Unión Europea ha articulado una respuesta dual —un ancla pública de banco central en proyecto y una capa privada regulada en gestación— que es normativamente sofisticada pero materialmente insuficiente. Su estrategia reduce vulnerabilidades y ordena jurídicamente el problema, pero la Unión ejerce un poder regulatorio sobresaliente sin alcanzar el poder monetario digital que las *stablecoins* denominadas en dólares proyectan desde la moneda jerárquicamente dominante del sistema internacional. En este capítulo se verifica ese diagnóstico a la luz de las tres hipótesis formuladas en la introducción, se precisan las aportaciones del trabajo al campo de las Relaciones Internacionales y se identifican sus implicaciones y límites.

### **1. Respuesta a la pregunta de investigación y verificación de las hipótesis.**

La primera hipótesis sostenía que MiCA, aunque eleva los estándares prudenciales y define un perímetro regulatorio avanzado, no basta para convertir a la Unión en un polo monetario digital autónomo. El análisis desarrollado en los capítulos cuarto y quinto permite considerarla confirmada. MiCA responde a una lógica de contención antes que de liderazgo, ya que su diseño efectivo prioriza la autorización, la transparencia, la gobernanza, las reservas, el reembolso y el control reforzado sobre los tokens significativos, porque el verdadero problema para la Unión era domesticar la posibilidad de sistemicidad privada dentro de su mercado. Esa respuesta ha sido, en términos regulatorios, notable, pues ha reducido incertidumbre, armonizado definiciones, impuesto localización jurídica y trasladado al ecosistema digital categorías de responsabilidad que antes operaban de manera fragmentaria (Ferreira y Sandner, 2021; Van der Linden y Shirazi, 2023). Pero lo que el reglamento hace bien es exactamente lo que puede hacer una potencia regulatoria avanzada, esto es, clasificar, exigir, autorizar, supervisar e incluso frenar (art. 23). La disputa por el dinero digital incluye otros verbos que el derecho no puede conjugar por sí mismo, como emitir a escala, generar liquidez estructural, producir efectos de red y dotar al euro de una presencia digital transfronteriza comparable a la del dólar, cuyas *stablecoins* movieron unos 33 billones de dólares en transacciones en 2025 (Bloomberg, 2026a). La distancia entre la calidad de la norma y la densidad de la infraestructura es, de hecho, el hallazgo más robusto del trabajo. Europa no es débil, sino asimétrica.

La segunda hipótesis planteaba que el euro digital responde a una lógica geoeconómica real —anclaje del dinero público, resiliencia de pagos y autonomía estratégica—, pero que su diseño, precisamente por prudente y restrictivo, limita su capacidad competitiva. También esta hipótesis queda confirmada. El proyecto revela lucidez estratégica, en la medida en que identifica el riesgo de dependencia infraestructural y reconoce la necesidad de preservar el

dinero del banco central en la economía digital (BCE, 2025b; Westermeier, 2024). Sin embargo, la insistencia oficial en límites de tenencia, ausencia de remuneración y subordinación funcional al pago evidencia que la solución pública europea nace deliberadamente recortada, pues pretende ser lo bastante atractiva como para justificar su emisión, pero no tanto como para competir de verdad con los depósitos bancarios ni convertirse en activo de preferencia en situaciones de tensión (Gütschow y Lucke, 2026). Esa cuadratura del círculo es institucionalmente comprensible y, al mismo tiempo, estratégicamente limitante. Un euro digital así concebido puede ser condición necesaria de una arquitectura europea más sólida; no basta por sí mismo para producirla.

La tercera hipótesis afirmaba que las *stablecoins* en euros, si emergen bajo un marco prudencial exigente, pueden resultar funcionalmente más adaptables que el euro digital para determinados usos transfronterizos y programables, aun sin resolver por sí mismas las carencias estructurales del euro como moneda internacional. La evidencia examinada apunta a su confirmación, con matices. La constitución de Qivalis por diez grandes bancos europeos, con vocación explícita de «autonomía monetaria en la era digital», demuestra que el propio mercado percibe carencias funcionales que la solución pública podría no cubrir con la misma flexibilidad, y que la tecnología monetaria que la Unión intentó contener puede convertirse, dentro del perímetro de MiCA, en vehículo de europeización de los raíles digitales (CaixaBank, 2025). Ahora bien, idealizar la respuesta privada sería intelectualmente insuficiente, pues persisten problemas de concentración, interoperabilidad, escalabilidad y tratamiento de reservas, y una *stablecoin* europea no equivale a una expansión automática del papel internacional del euro, cuyo estatus depende de profundidad financiera, provisión de activos seguros y densidad de usos transfronterizos que la Unión aún no garantiza (BPI, 2025; Bilotta y Voloder, 2023).

En su formulación más exigente, por tanto, la respuesta a la pregunta de investigación no es simplemente que la estrategia europea sea «insuficiente», sino que su insuficiencia es reveladora. La Unión ha comprendido correctamente el riesgo estratégico —la privatización digital del dólar, que incluso convierte el crecimiento de las *stablecoins* en demanda de deuda pública estadounidense—, pero lo ha traducido prioritariamente al lenguaje en el que más poder posee, el del derecho del mercado interior. Esa traducción no es trivial ni inútil; es el modo específico en que actúa una potencia regulatoria cuya soberanía financiera es parcial y cuya autonomía estratégica no descansa todavía sobre infraestructuras equivalentes a sus ambiciones discursivas.

## **2. Aportaciones al estudio de las Relaciones Internacionales.**

La aportación principal del trabajo ha consistido en reinsertar las *stablecoins* en preguntas clásicas de la disciplina, como quién define la unidad de cuenta dominante, quién controla los canales por los que circula el valor, cómo se distribuyen las dependencias monetarias y qué capacidad conserva una potencia regulatoria no hegemónica para defender su posición. Desde esas preguntas, MiCA deja de ser solo un reglamento financiero y se convierte en un episodio de la disputa contemporánea por el poder monetario en la era digital. El análisis muestra, además, que la digitalización no vuelve obsoletos los conceptos de jerarquía monetaria y poder estructural, sino que los hace más necesarios, pues la expansión de las *stablecoins* dólar confirma que la jerarquía persiste y puede incluso reforzarse a través de innovaciones privadas que traducen la centralidad del dólar a nuevos soportes técnicos (Cohen, 2015; Steinberg y Sánchez Reboiro, 2026). Para las Relaciones Internacionales, la lección es que la tecnología no «descentraliza» automáticamente el poder; a menudo lo reconfigura sin abolirlo.

Una segunda aportación es conceptual. El trabajo propone manejar la autonomía estratégica europea, aplicada al dinero digital, con mayor exigencia analítica, desagregándola en tres componentes, a saber, la capacidad normativa, la capacidad infraestructural y la capacidad monetaria. Europa posee la primera de modo sobresaliente, la segunda de forma parcial y la tercera de manera condicionada. Esa desagregación explica por qué el discurso europeo sobre soberanía resulta persuasivo en el plano jurídico y menos convincente en el plano material, y permite evitar tanto la autocomplacencia como el derrotismo. Finalmente, la lectura liberal-crítica adoptada sugiere que ancla pública y capa privada regulada no son alternativas excluyentes, sino componentes de una arquitectura monetaria híbrida cuya articulación —y no la centralización preventiva de la innovación en el balance del banco central— constituye el verdadero reto de la soberanía monetaria europea.

## **3. Implicaciones para la política europea.**

En el plano normativo, la conclusión más importante es que Europa debería resistir dos tentaciones opuestas, la complacencia regulatoria, que asume que un marco tan sofisticado como MiCA basta para asegurar una posición robusta en la competencia monetaria digital, y el derrotismo tecnopolítico, que deduce de la centralidad del dólar la marginalidad inevitable de toda estrategia europea. Ninguna de las dos hace justicia a la realidad. De ese diagnóstico se desprende una agenda de prioridades concretas y, en buena medida, secuenciadas. (i) Infraestructura antes que norma adicional: construir raíles de pago genuinamente paneuropeos

y reducir la dependencia de proveedores externos en la capa de contacto con el usuario final — tarjetas, monederos digitales e interfaces de acceso—, que es donde hoy se decide el control efectivo. (ii) Profundidad financiera: acelerar la unión de los mercados de capitales y la provisión de un activo seguro paneuropeo, sin el cual el euro carece del sustrato que sostiene a toda moneda internacional. (iii) Un euro digital con ambición competitiva, y no solo prudencial: dotarlo de funcionalidades —programabilidad, usos transfronterizos e interoperabilidad— que lo hagan efectivamente atractivo, y revisar límites de tenencia excesivamente restrictivos si llegaran a comprometer su adopción. (iv) Articulación público-privada: tratar las *stablecoins* en euros reguladas, como las que apunta la iniciativa Qivalis, no como competencia del euro digital sino como complemento estratégico, fijando condiciones de interoperabilidad, reserva y supervisión que permitan ganar escala sin sacrificar estabilidad. (v) Una mirada geoeconómica integrada: vincular regulación financiera, política industrial, capacidad tecnológica y proyección exterior del euro en una sola estrategia, en lugar de gestionarlas como compartimentos separados (James y Quaglia, 2025; Laurent, 2025d). El derecho debe ordenar la transición; no puede constituir el único contenido de la estrategia.

#### **4. Límites del trabajo y agenda de investigación futura.**

La investigación se ha centrado deliberadamente en la respuesta europea a las *stablecoins* denominadas en dólares, lo que ha dejado en segundo plano debates relevantes sobre finanzas descentralizadas, depósitos tokenizados o los usos geopolíticos del renminbi digital. Asimismo, la naturaleza cualitativa del estudio impide medir empíricamente el peso relativo de cada factor en la adopción de *stablecoins* o en la futura aceptación del euro digital. Esos límites no debilitan la tesis; definen su alcance. Una agenda futura debería estudiar empíricamente los patrones reales de adopción de *stablecoins* en el espacio europeo, comparar su economía política con la de los depósitos tokenizados, analizar la interacción entre MiCA, el euro digital y los protocolos de finanzas descentralizadas, y observar si marcos estadounidenses más favorables —como el derivado de la GENIUS Act— aceleran una especialización funcional en la que Europa actúe sobre todo como jurisdicción disciplinante y no como polo emisor de referencia (Cohen, 2015).

La conclusión final puede formularse con nitidez. Frente al ascenso de las *stablecoins* dólar, la Unión Europea ha reaccionado con derecho de gran calidad; lo que todavía no ha demostrado es que ese derecho pueda convertirse, por sí solo, en poder monetario. Europa no está conquistando el dinero digital, sino que está tratando de impedir que el dinero digital se organice enteramente sin Europa. Su fuerza y su límite se confunden en el mismo gesto, que es

también el diagnóstico central de este trabajo, el de regular muy bien aquello que todavía no se puede dominar materialmente del todo.

## BIBLIOGRAFÍA

- Ahmed, R., & Aldasoro, I. (2025). *Stablecoins and safe asset prices* (BIS Working Papers n.º 1270). Banco de Pagos Internacionales. <https://www.bis.org/publ/work1270.htm>
- Anguren, R., García Alcorta, J., García Calvo, L., Hernández García, D., & Valdeolivas, E. (2023). La regulación de los criptoactivos en el marco internacional y europeo en curso. *Revista de Estabilidad Financiera*, 44, 121-145. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/30054>
- Arnal, J., Feás, E., González-Agote, A., Otero-Iglesias, M., Tamames, J., & Steinberg, F. (2024). *El modelo económico europeo ante el retorno de la geopolítica: diagnóstico y propuestas de reforma* (Informe Elcano n.º 33). Real Instituto Elcano. <https://www.realinstitutoelcano.org/informes/el-modelo-economico-europeo-ante-el-retorno-de-la-geopolitica-diagnostico-y-propuestas-de-reforma/>
- Atlantic Council. (2026, 15 de enero). *What to watch as China prepares its digital yuan for prime time* [Econographics]. Atlantic Council. <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/econographics/what-to-watch-as-china-prepares-its-digital-yuan-for-prime-time/>
- Autoridad Europea de Valores y Mercados. (2025, enero). *Statement on the provision of certain crypto-asset services in relation to non-MiCA-compliant ARTs and EMTs*. ESMA.
- Ayuso, J., & Conesa, C. (2020). *Una introducción al debate actual sobre la moneda digital de banco central (CBDC)* (Documento Ocasional n.º 2005). Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/10443>
- Banco Central Europeo. (2022, 13 de julio). *Key objectives of the digital euro*. The ECB Blog. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog220713~34e21c3240.en.html>
- Banco Central Europeo. (2024). *Progress on the preparation phase of a digital euro: First progress report*. ECB. [https://www.ecb.europa.eu/euro/digital\\_euro/progress/html/ecb.deprp202406.en.html](https://www.ecb.europa.eu/euro/digital_euro/progress/html/ecb.deprp202406.en.html)
- Banco Central Europeo. (2025a). *The international role of the euro, June 2025*. BCE. <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/html/ecb.ire202506.en.html>

- Banco Central Europeo. (2025b). *Progress on the preparation phase of a digital euro: Third progress report*. ECB.  
[https://www.ecb.europa.eu/euro/digital\\_euro/progress/html/ecb.deprp202507.en.html](https://www.ecb.europa.eu/euro/digital_euro/progress/html/ecb.deprp202507.en.html)
- Banco de Pagos Internacionales. (2025). The next-generation monetary and financial system. En *Annual Economic Report 2025* (cap. III, pp. 73-110). BIS.  
<https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2025e3.htm>
- Bech, M., & Garratt, R. (2017). Criptomonedas de bancos centrales. *Boletín del CEMLA*, 63(4), 99-118.
- Beck, T., & Park, Y. C. (2021). Introduction. En T. Beck & Y. C. Park (Eds.), *Fostering FinTech for financial transformation: The case of South Korea*. CEPR Press.
- Bilotta, N., & Voloder, E. (2023). Going global: The political ambition and economic reality of the (digital) euro. En N. Bilotta & F. Botti (Eds.), *Digitalisation and geopolitics: Catalytic forces in the (future) international monetary system* (pp. 65-92). Edizioni Nuova Cultura / Istituto Affari Internazionali.
- Bindseil, U. (2020). *Tiered CBDC and the financial system* (ECB Working Paper No. 2351). Banco Central Europeo.  
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2351~c8c18bbd60.en.pdf>
- Blanco Barón, C. (2025). La regulación de los criptoactivos: más allá de un problema de eficiencia. *Revista de Economía Institucional*, 27(53), 133-186.  
<https://doi.org/10.18601/01245996.v27n53.07>
- Bloomberg. (2025a, 4 de junio). *Stablecoin firm Circle's IPO raises \$1.1 billion in upsized deal*.  
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-06-04/circle-ipo-is-said-to-price-above-range-to-raise-1-1-billion>
- Bloomberg. (2025b, 25 de septiembre). *UniCredit, ING among nine lenders developing euro stablecoin*. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-09-25/unicredit-ing-among-nine-lenders-developing-euro-stablecoin>
- Bloomberg. (2025c, 24 de octubre). *Will stablecoins or CBDCs be the future of money?*.  
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-10-24/will-stablecoins-or-cbdcs-be-the-future-of-money>

- Bloomberg. (2026a, 8 de enero). *Stablecoin transactions rose to record \$33 trillion in 2025, led by USDC*. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-01-08/stablecoin-transactions-rose-to-record-33-trillion-led-by-usdc>
- Bloomberg. (2026b, 3 de marzo). *Stablecoins may pose major monetary-policy risks: ECB paper*. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-03-03/stablecoins-could-pose-major-risks-to-monetary-policy-ecb-paper>
- Bloomberg. (2026c, 13 de marzo). *Tether's Lutnick ties and hoard of gold, Treasuries win DC crypto support*. <https://www.bloomberg.com/features/2026-tether-usa-crypto-ambitions/>
- Bloomberg. (2026d, 1 de junio). *Best ECB response to stablecoins is digital euro, Schnabel says*. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-06-01/best-ecb-response-to-stablecoins-is-digital-euro-schnabel-says>
- Bradford, A. (2020). *The Brussels effect: How the European Union rules the world*. Oxford University Press.
- Brunnermeier, M. K., James, H., & Landau, J.-P. (2019). *The digitalization of money* (NBER Working Paper No. 26300). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w26300>
- CaixaBank. (2025, 2 de diciembre). *CaixaBank y otros nueve bancos europeos presentan Qivalis, la empresa que lanzará una «stablecoin» en euros en la segunda mitad de 2026* [Nota de prensa]. <https://www.caixabank.com/es/actualidad/noticias/caixabank-y-otros-nueve-bancos-europeos-presentan-qivalis-la-empresa-que-lanzara-una-stablecoin-en-euros-en-la-segunda-mitad-de-2026>
- Cámara, N., Dos Santos, E., Grippa, F., Sebastián, J., Soto, F., & Varela, C. (2018). *Monedas digitales emitidas por bancos centrales: una valoración de su adopción en América Latina* (Documento de Trabajo n.º 18/05). BBVA Research.
- Cappai, M. (2023). The role of private and public regulation in the case study of crypto-assets: The Italian move towards participatory regulation. *Computer Law & Security Review*, 49, 105831. <https://doi.org/10.1016/j.clsr.2023.105831>
- Cerqueira Gouveia, O., Dos Santos, E., Fernández de Lis, S., Neut, A., & Sebastián, J. (2017). *Monedas digitales emitidas por los bancos centrales: adopción y repercusiones* (Documento de Trabajo n.º 17/05). BBVA Research.

- Cerutti, E., Firat, M., Hengge, M., & Sagawa, T. (2026). *Stablecoin shocks* (Documento de trabajo del FMI n.º 2026/044). Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/en/publications/wp/issues/2026/03/06/stablecoin-shocks-574528>
- Cipollone, P. (2025a, 8 de abril). *Empoderar a Europa: fortalecer la autonomía estratégica a través del euro digital* [Declaración introductoria ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo]. Banco Central Europeo. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp250408~40820747ef.en.html>
- Cipollone, P. (2025b, 17 de noviembre). *El euro digital: un paso hacia adelante colectivo para Europa* [Declaración introductoria ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo]. Banco Central Europeo. [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp251117\\_1~e62f13b4dd.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp251117_1~e62f13b4dd.en.html)
- Cipollone, P., & Dombrovskis, V. (2025, 9 de diciembre). *Un euro digital para la era digital* [Entrada de blog]. El blog del BCE, Banco Central Europeo. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb.blog20251209~9ba130ff20.en.html>
- Cohen, B. J. (2015). *Currency power: Understanding monetary rivalry*. Princeton University Press.
- Comisión Europea. (2023, 28 de junio). *Digital euro package*. <https://finance.ec.europa.eu>
- Conesa, C. (2019). *Bitcoin: ¿una solución para los sistemas de pago o una solución en busca de problema?* (Documento Ocasional n.º 1901). Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/8803>
- Consejo de Estabilidad Financiera. (2023). *High-level recommendations for the regulation, supervision and oversight of global stablecoin arrangements: Final report*. Financial Stability Board. <https://www.fsb.org/2023/07/high-level-recommendations-for-the-regulation-supervision-and-oversight-of-global-stablecoin-arrangements-final-report/>
- Consejo de la Unión Europea. (2025). *Hacia un euro digital* [Página de políticas]. <https://www.consilium.europa.eu/es/policies/digital-euro/>
- Demertzis, M., & Lipsky, J. (2023). The geopolitics of central bank digital currencies. *Intereconomics*, 58(4), 173-177. <https://doi.org/10.2478/ie-2023-0037>

- Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. (2026). *Major foreign holders of Treasury securities* [datos a diciembre de 2025; Treasury International Capital System]. <https://ticdata.treasury.gov/Publish/mfhhis01.txt>
- Duarte, C. (2023). Monedas digitales de bancos centrales: el caso de China. En A. Girón (Coord.), *Crédito, dinero y mercados emergentes. Crisis y retos en el nuevo orden monetario internacional* (pp. 231-249). Universidad Nacional Autónoma de México.
- Eichengreen, B. (2011). *Exorbitant privilege: The rise and fall of the dollar and the future of the international monetary system*. Oxford University Press.
- Farrell, H., & Newman, A. L. (2019). Weaponized interdependence: How global economic networks shape state coercion. *International Security*, 44(1), 42-79. [https://doi.org/10.1162/isec\\_a\\_00351](https://doi.org/10.1162/isec_a_00351)
- Ferranti, M. (2025). Hedging sanctions risk: Cryptocurrency in central bank reserves. *Journal of International Money and Finance*, 159, 103433. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2025.103433>
- Ferreira, A., & Sandner, P. (2021). EU search for regulatory answers to crypto assets and their place in the financial markets' infrastructure. *Computer Law & Security Review*, 43, 105632. <https://doi.org/10.1016/j.clsr.2021.105632>
- Gorton, G. B., & Zhang, J. Y. (2023). Taming wildcat stablecoins. *University of Chicago Law Review*, 90(3), 909-972. <https://lawreview.uchicago.edu/print-archive/taming-wildcat-stablecoins>
- Gütschow, M., & Lucke, B. (2026). The proposed design of the digital euro: A critical analysis. *Digital Finance*, 8, artículo 7. <https://doi.org/10.1007/s42521-025-00171-2>
- Hallak, I. (2022). *Markets in crypto-assets (MiCA)* (PE 739.221). European Parliamentary Research Service. [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS\\_BRI\(2022\)739221](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI(2022)739221)
- Hays, D., & Kirilenko, A. (2021). Cryptocurrency regulation and enforcement in the US and Europe. En T. Beck & Y. C. Park (Eds.), *Fostering FinTech for financial transformation: The case of South Korea*. CEPR Press.
- He, Y., & Zeng, K. (2025). A geopolitical economy analysis of China and India's approaches to transnational data governance. *Politics and Governance*, 13, artículo 10361. <https://doi.org/10.17645/pag.10361>

- Hinojosa Martínez, L. M. (2021). Euro digital o criptoeuro: ¿está en juego la soberanía monetaria europea? *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, 69, 471-508. <https://doi.org/10.18042/cepc/rdce.69.01>
- ING. (2026). *European banks rally behind a euro stablecoin*. <https://www.ing.com/news/2026/european-banks-rally-behind-a-euro-stablecoin.html>
- James, S., & Quaglia, L. (2025). Geoeconomics and financial statecraft in the European Union: The case of critical market infrastructures. *Journal of International Economic Law*, 28(3), 490-504. <https://doi.org/10.1093/jiel/jgaf026>
- Junta Europea de Riesgo Sistémico. (2025, 20 de octubre). *Informe sobre los riesgos sistémicos de los criptoactivos y recomendación sobre las stablecoins* [Comunicado de prensa]. JERS. <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2025/html/esrb.pr251020~84e90ccc73.en.html>
- Lagarde, C. (2026, 8 de mayo). *Stablecoins and the future of money: separating functions from instruments* [Discurso]. Banco de España LatAm Economic Forum, Roda de Berà, España. Banco Central Europeo.
- Laurent, L. (2025b, 12 de junio). A digital dollar is a trade war weapon. *Bloomberg Opinion*. <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2025-06-12/circle-ipo-stablecoin-is-a-powerful-trade-war-weapon>
- Laurent, L. (2025c, 2 de julio). Stablecoins are waking up Wirecard-scarred Germany. *Bloomberg Opinion*. <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2025-07-02/stablecoins-are-waking-up-wirecard-scarred-germany>
- Laurent, L. (2025d, 1 de octubre). Stablecoins: Digital dollar dominance is a euro call to arms. *Bloomberg Opinion*. <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2025-10-01/stablecoins-digital-dollar-dominance-is-a-euro-call-to-arms>
- Laurent, L. (2025e, 16 de octubre). Stablecoins? More like tokenized hedge funds. *Bloomberg Opinion*. <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2025-10-16/stablecoins-more-like-tokenized-hedge-funds>
- Levine, M. (2025, 2 de abril). Stablecoins are growing up. *Bloomberg Opinion*. <https://www.bloomberg.com/opinion/newsletters/2025-04-02/stablecoins-are-growing-up>

- McDowell, D. (2023). *Bucking the buck: US financial sanctions and the international backlash against the dollar*. Oxford University Press.
- Morales-Guzman, R. (2026). *Digital dollarization: Stablecoins and Canada's monetary sovereignty* (Digital Policy Hub Working Paper). Centre for International Governance Innovation. <https://www.cigionline.org/static/documents/DPH-paper-Guzman.pdf>
- Murau, S., & van 't Klooster, J. (2023). Rethinking monetary sovereignty: The global credit money system and the state. *Perspectives on Politics*, 21(4), 1319-1336. <https://doi.org/10.1017/S153759272200127X>
- Okano-Heijmans, M., & Dekker, B. (2023). Different futures for a digitalised global financial system: How can Europe deal with politicisation and weaponisation? En N. Bilotta & F. Botti (Eds.), *Digitalisation and geopolitics: Catalytic forces in the (future) international monetary system* (pp. 93-112). Edizioni Nuova Cultura / Istituto Affari Internazionali.
- Parlamento Europeo. (2026). *Digital euro* [Tren legislativo]. <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/>
- Prasad, E. S. (2021). *The future of money: How the digital revolution is transforming currencies and finance*. The Belknap Press of Harvard University Press.
- Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 1095/2010 y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/1937. *Diario Oficial de la Unión Europea*, L 150, 9 de junio de 2023. <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2023-80808>
- Rey, H. (2025). Stablecoins, tokens, and global dominance. *Finance & Development*, 62(3), 24-27. Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/en/publications/fandd/issues/2025/09/stablecoins-tokens-global-dominance-helene-rey>
- S&P Global. (2023). *Stablecoins: a deep dive into valuation and depegging*. <https://www.spglobal.com/en/research-insights/special-reports/stablecoins-a-deep-dive-into-valuation-and-depegging>
- Schaaf, J. (2025, 28 de julio). From hype to hazard: What stablecoins mean for Europe. *The ECB Blog*. Banco Central Europeo.

<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb.blog20250728~e6cb3cf8b5.en.html>

Steinberg, F., & Sánchez Reboiro, C. (2026, 18 de febrero). *Dinero digital y poder: tensiones del nuevo orden monetario global* [Análisis]. Real Instituto Elcano. <https://www.realinstitutoelcano.org/analisis/dinero-digital-y-poder-tensiones-del-nuevo-orden-monetario-global/>

Strange, S. (1988). *States and markets*. Pinter Publishers.

Van der Linden, T., & Shirazi, T. (2023). Markets in Crypto-Assets Regulation: Does it provide legal certainty and increase adoption of crypto-assets? *Financial Innovation*, 9, 22. <https://doi.org/10.1186/s40854-022-00432-8>

Von Carnap, K. (2023). China's e-CNY as a geopolitical weapon: A new era of minilateralism in Asia's digital economy. En N. Bilotta & F. Botti (Eds.), *Digitalisation and geopolitics: Catalytic forces in the (future) international monetary system* (pp. 113-140). Edizioni Nuova Cultura / Istituto Affari Internazionali.

Westermeier, C. (2024). The digital euro: A materialization of (in)security. *Review of International Political Economy*, 31(5), 1569-1592. <https://doi.org/10.1080/09692290.2024.2345613>

Wronka, C. (2024). Crypto-asset regulatory landscape: A comparative analysis of the crypto-asset regulation in the UK and Germany. *Journal of Asset Management*, 25, 417-426. <https://doi.org/10.1057/s41260-024-00358-z>

**ANEXO: Declaración de uso de herramientas de IA generativa**

<b>Nombre Grado/Máster:</b>	Doble Grado en Derecho y Relaciones Internacionales
<b>Nombre Alumno:</b>	Vanesa Valle
<b>Coordinador/a TFG/TFM:</b>	Gil Pérez, Javier Paradés Martín, Marta
<b>Nombre Director/a de TFG/TFGM:</b>	Bermejo Climent, Ramón

Declaro que para la elaboración del presente Trabajo Fin de Grado / Trabajo Fin de Máster se ha utilizado inteligencia artificial generativa como herramienta de apoyo.	<b>SÍ</b>	<b>NO</b>
---	-----------	-----------

**1) Uso de la IA Generativo**

Si tu respuesta ha sido SÍ, contesta a las siguientes preguntas. Si has contestado NO, pasa al apartado 2.

**Uso ético**

	<b>SÍ</b>	<b>NO</b>
¿A la hora de usar la herramienta IA, en los <i>prompts</i> utilizados has incluido datos de carácter sensible o de carácter personal (fotos de personas reales, datos personales, etc.)? <i>Si tu respuesta es afirmativa especifica cuáles.</i>		NO
¿Has orientado tu uso a suplantar tu trabajo personal sin hacer una revisión crítica de la extraído en la herramienta IA? <i>Si tu respuesta es afirmativa especifica cuáles.</i>		NO
¿Has tenido en cuenta las recomendaciones académicas que te han hecho específicamente en el Grado/Máster sobre lo que está permitido o no con la IA?	SÍ	

**Uso técnico realizado:**

¿Qué herramientas has utilizado (ChatGPT, Copilot, Claude, Nano Banana...)? Especifica la versión o tipo de licencia. **Claude Opus 4.5 y 4.6.**


**Marcar lo que corresponda:**

- Generación de texto (*Especificar qué herramientas*) → Claude
- Reformulación (*Especificar qué herramientas*) →
- Traducción / corrección (*Especificar qué herramientas*) → Claude
- Sugerencia de estructura (*Especificar qué herramientas*) → Claude
- Apoyo metodológico (*Especificar qué herramientas*) →
- Buscar o citar bibliografía (*Especificar qué herramientas*) → Claude
- Generar contenido audiovisual (videos, infografías, audios, imágenes, gráficos. *Especifica en concreto qué contenidos has generado con IA además de citarlo correctamente en el trabajo. Gráficos.*)
- Otros (*Especificar qué herramientas*) →

Confirmando que el contenido final ha sido revisado, corregido y validado íntegramente por mí como autor/a y asumo la plena responsabilidad académica del mismo.

La utilización de la IA no ha sustituido el análisis crítico, la reflexión personal ni el trabajo intelectual propio exigido en un TFG/TFM.

Firma: Vanesa Valle

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Vanesa Valle', written in a cursive style.