

## Trabajo Fin de Grado (TFG)

NOMBRE DEL ALUMNO: Javier Peche Pérez del Pulgar

PROGRAMA: ADE

GRUPO: B

FECHA: 23/10/2025

Director Asignado: Robinson, Robert Andrew  
Apellidos Nombre

Título del TFG:

**“Stablecoins y soberanía monetaria: desafíos y transformaciones en la política monetaria internacional”**

Índice:

**1. Introducción**

- 1.1 Contexto y justificación
- 1.2 Relevancia y problemática
- 1.3 Metodología

**2. Marco teórico y conceptual**

- 2.1 Funciones del dinero y soberanía monetaria en la Economía Política Internacional
- 2.2 Autonomía de los bancos centrales y transmisión de la política monetaria
- 2.3 Hegemonía del dólar y estructura del sistema financiero internacional

**3. Stablecoins: naturaleza, tipología y evolución**

- 3.1 Definición y mecanismos de estabilidad
- 3.2 Modelos de respaldo y principales emisores
- 3.3 Comparación con las monedas digitales de bancos centrales (CBDCs)

**4. Impacto sobre la política monetaria y estabilidad financiera**

- 4.1 Efectos sobre la autonomía de los bancos centrales
- 4.2 Riesgos para la estabilidad financiera e intermediación bancaria
- 4.3 Transformaciones en la gobernanza monetaria

**5. Perspectiva comparada y respuestas institucionales**

- 5.1 Estados Unidos: regulación y liderazgo del dólar
- 5.2 Unión Europea: MiCA y respuesta regulatoria
- 5.3 China: e-yuan y estrategias de internacionalización monetaria
- 5.4 Resumen

**6. Implicaciones éticas y sociales**

- 6.1 Inclusión financiera y privacidad
- 6.2 Poder privado vs. interés público

**7. Conclusiones y recomendaciones regulatorias**

- 7.1 Síntesis de resultados
- 7.2 Recomendaciones para reguladores y bancos centrales
- 7.3 Líneas futuras de investigación

# **1. Introducción**

## **1.1 Contexto general: transformación digital del sistema financiero y aparición de las stablecoins.**

En los últimos años, el sistema financiero internacional ha experimentado una transformación acelerada impulsada por la digitalización del dinero y la innovación tecnológica (Adrian & Mancini-Griffoli, 2019). Dentro de este contexto, las stablecoins —activos digitales diseñados para mantener un valor estable mediante su vinculación a monedas fiduciarias u otros activos de reserva— han emergido como uno de los fenómenos más significativos. A finales de 2025, su capitalización de mercado superaba los 320.000 millones de dólares, con aproximadamente el 99% de estas stablecoins vinculadas al dólar estadounidense (KuCoin, 2025). Este crecimiento exponencial, especialmente desde la consolidación de las finanzas descentralizadas (DeFi) y su integración en pagos transfronterizos, ha situado a las stablecoins en el centro del debate sobre la evolución del sistema monetario global (Arner, Auer & Frost, 2020).

A diferencia de las criptomonedas tradicionales caracterizadas por su volatilidad, las stablecoins aspiran a funcionar como medios de pago estables y eficientes, capaces de operar tanto en ecosistemas digitales como en transacciones de la economía real (Bank for International Settlements, 2025). Esta funcionalidad dual las convierte en objetos de análisis particularmente relevantes para la Economía Política Internacional (EPI), disciplina que sitúa el estudio del dinero en la intersección entre economía, poder y estructuras de gobernanza global.

El presente trabajo adopta explícitamente una perspectiva de EPI, evitando un enfoque meramente técnico o tecnológico. Desde esta óptica, el dinero no constituye únicamente un instrumento económico neutro, sino un medio de influencia política y proyección de poder estatal. Las stablecoins, al introducir formas de dinero emitidas y gestionadas por actores privados que operan globalmente, plantean interrogantes sobre quién detenta el control monetario en la era digital y cómo se reconfiguran las relaciones de poder entre Estados, bancos centrales, instituciones internacionales y corporaciones tecnológicas.

## **1.2 Relevancia del tema y problemática:**

El auge de las stablecoins no constituye únicamente una innovación tecnológica en los sistemas de pago, sino que refleja una serie de tensiones estructurales que afectan a la gobernanza del sistema monetario internacional. Estas tensiones justifican un análisis desde la Economía Política Internacional, al situar el dinero digital en la intersección entre innovación financiera, poder monetario, soberanía estatal y regulación transnacional.

La primera tensión se sitúa entre dinero público y dinero privado. La expansión de stablecoins emitidas por actores privados, como Tether (USDT) o Circle (USDC), supone una creciente participación de empresas no estatales en funciones tradicionalmente asociadas al dinero: emisión, circulación, reserva de

valor y provisión de medios de pago. Este fenómeno plantea interrogantes sobre la legitimidad del control monetario, la rendición de cuentas de los emisores privados y los límites del monopolio estatal sobre la creación y supervisión del dinero (Carstens, 2022).

En segundo lugar, las stablecoins introducen una tensión entre soberanía monetaria nacional e infraestructuras financieras globales. Al operar en redes digitales transfronterizas, pueden reducir la capacidad de los bancos centrales para controlar determinados circuitos de pago, preservar la demanda de moneda nacional y garantizar la efectividad de la política monetaria. Esta dinámica resulta especialmente relevante en economías emergentes o con monedas débiles, donde la adopción de stablecoins denominadas en dólares puede favorecer procesos de dolarización digital y limitar la autonomía monetaria nacional (European Central Bank, 2025).

La tercera tensión se refiere a la relación entre innovación financiera y estabilidad financiera. Aunque las stablecoins prometen mayor eficiencia transaccional, menores costes y acceso más amplio a servicios financieros digitales, también pueden generar riesgos asociados a la calidad de las reservas, la concentración de emisores, la posibilidad de corridas digitales, la interconexión con el sistema financiero tradicional y la fragmentación regulatoria en contextos transfronterizos.

Desde una perspectiva geopolítica, las stablecoins también intensifican el debate sobre la hegemonía del dólar. Dado que la mayoría de estos activos están denominados o respaldados en dólares estadounidenses, su expansión puede reforzar la centralidad internacional del dólar en formato digital. Al mismo tiempo, el desarrollo de monedas digitales de bancos centrales, como el yuan digital chino, muestra que otros Estados buscan preservar su soberanía monetaria y explorar nuevas estrategias de internacionalización monetaria frente al predominio del sistema financiero dominado por el dólar (International Monetary Fund, 2022).

Finalmente, las stablecoins plantean una tensión entre inclusión financiera y privacidad. Por un lado, pueden facilitar el acceso a pagos digitales, remesas y servicios financieros en contextos donde la banca tradicional resulta limitada. Por otro, su adopción genera dudas sobre protección de datos, trazabilidad de las transacciones, vigilancia financiera y concentración de información en manos de actores privados o autoridades públicas.

Estas tensiones convergen en la cuestión central que articula este trabajo: quién controla el dinero en la era digital y bajo qué marcos institucionales debe ejercerse dicho control. Para responder a esta pregunta, el análisis se organizará en torno a cuatro dimensiones principales: soberanía monetaria, transparencia, estabilidad financiera y gobernanza monetaria internacional. Estas dimensiones permitirán evaluar de forma sistemática cómo las stablecoins transforman la relación entre Estados, bancos centrales, emisores privados y mercados financieros globales.

### 1.3 Metodología

El presente trabajo constituye una investigación de carácter cualitativo, exploratorio y analítico-descriptivo, basada en el análisis documental y en la interpretación de evidencia empírica secundaria. Adopta la Economía Política Internacional como marco teórico y analítico para examinar cómo las stablecoins pueden transformar las relaciones de poder monetario, la soberanía estatal, la arquitectura regulatoria y la estabilidad del sistema financiero internacional.

El objeto de investigación consiste en analizar el impacto de las stablecoins sobre la soberanía monetaria de los Estados y sobre el papel de los bancos centrales en la política monetaria internacional. En este sentido, el objetivo general del trabajo es comprender cómo estos instrumentos financieros digitales reconfiguran la relación entre Estados, mercados y actores privados en la gobernanza monetaria global.

#### Objetivos específicos

La investigación se estructura en torno a tres objetivos específicos:

1. Analizar la influencia de las stablecoins en la autonomía y capacidad de acción de los bancos centrales, especialmente en relación con el control de la oferta monetaria, la estabilidad de precios y la transmisión de la política monetaria.
2. Examinar el impacto de las stablecoins en la arquitectura financiera internacional y en la hegemonía del dólar estadounidense, considerando si su expansión refuerza el papel internacional del dólar o contribuye a una mayor fragmentación del sistema monetario.
3. Estudiar las implicaciones políticas y regulatorias de las stablecoins, con especial atención a las respuestas institucionales de Estados Unidos, la Unión Europea y China, y a su papel en la reconfiguración de la gobernanza monetaria global.

#### Fuentes de información

La investigación se apoya en cuatro tipos de fuentes complementarias:

- Literatura académica especializada, centrada en teoría monetaria, soberanía monetaria, autonomía de bancos centrales, hegemonía del dólar y gobernanza financiera internacional desde perspectivas de Economía Política Internacional, economía monetaria y regulación financiera.
- Informes y documentos institucionales, procedentes de organismos como el Bank for International Settlements, el International Monetary Fund, el Financial Stability Board, el European Central Bank, la Federal Reserve, el Banco Popular de China y otras instituciones financieras internacionales que analizan los riesgos, oportunidades y respuestas regulatorias ante las stablecoins.
- Marcos regulatorios y documentación normativa, incluyendo el Reglamento MiCA de la Unión Europea, propuestas legislativas estadounidenses, restricciones chinas sobre criptoactivos y documentos de política pública que reflejan las estrategias institucionales de cada jurisdicción.

- Datos secundarios de mercado, relativos a la capitalización de stablecoins por emisor y tipo de respaldo, evolución temporal del mercado, composición de reservas, volúmenes de transacciones, adopción geográfica y uso en pagos transfronterizos o ecosistemas de criptoactivos.

Operacionalización de las dimensiones analíticas

Para estructurar el análisis, el trabajo define cuatro dimensiones analíticas que guían el desarrollo posterior:

**Tabla 1. Marco de análisis metodológico del estudio**

<b>Dimensión</b>	<b>Analizado en:</b>	<b>Se observa:</b>
<b>Soberanía monetaria y autonomía de bancos centrales</b>	2.1, 2.2 y 4.1	Capacidad de los Estados y bancos centrales para controlar la emisión monetaria, los sistemas de pago, la liquidez y la transmisión de la política monetaria
<b>Transparencia y confianza en emisores privados</b>	3.2, 4.2 y 6.2	Calidad y liquidez del respaldo, disponibilidad de auditorías independientes, composición de reservas y concentración de poder en emisores privados
<b>Estabilidad financiera e intermediación bancaria</b>	4.2	Riesgos de corridas digitales, desintermediación bancaria, transformación de vencimientos, vulnerabilidades de liquidez y posible contagio sistémico
<b>Gobernanza monetaria y hegemonía internacional</b>	2.3, 4.3 y 5	Papel del dólar en el ecosistema de stablecoins, respuestas regulatorias diferenciadas, estrategias estatales de moneda digital y tensión entre poder público y poder privado

Esta operacionalización permite evaluar de forma sistemática cómo los distintos modelos de stablecoins —centralizadas respaldadas por activos fiduciarios, descentralizadas sobregarantizadas o algorítmicas— y las diferentes respuestas institucionales; regulación europea, debate regulatorio estadounidense y estrategia estatal china, afectan a las principales dimensiones del sistema monetario internacional.

#### **Estrategia metodológica:**

La investigación combina el análisis documental con una perspectiva comparada de políticas públicas en tres jurisdicciones principales: Estados Unidos, Unión Europea y China. Esta comparación permite examinar cómo cada región aborda las tensiones entre innovación financiera, estabilidad sistémica y soberanía monetaria.

De forma complementaria, el trabajo incorpora el análisis de stablecoins relevantes, como USDT, USDC y DAI, con el objetivo de ilustrar distintos modelos de gobernanza, respaldo, transparencia y relación con el sistema financiero tradicional.

El uso de evidencia empírica secundaria se centrará en los siguientes elementos:

- Evolución temporal de la capitalización total del mercado de stablecoins entre 2020 y 2025;
- Distribución de cuota de mercado por emisor y tipo de respaldo;
- Proporción de stablecoins denominadas en dólares frente a otras monedas;
- Composición de reservas de los principales emisores;
- Datos sobre adopción geográfica y uso en economías con inestabilidad monetaria;
- Comparación de marcos regulatorios según criterios comunes: enfoque regulatorio, grado de intervención estatal, actitud hacia stablecoins privadas y desarrollo de monedas digitales de bancos centrales.

### **Limitaciones metodológicas:**

La investigación presenta varias limitaciones derivadas del carácter reciente y dinámico del fenómeno estudiado.

En primer lugar, las stablecoins y sus marcos regulatorios se encuentran en constante evolución, lo que dificulta formular conclusiones definitivas. En segundo lugar, existe una notable fragmentación y opacidad en los datos disponibles, especialmente en relación con algunos emisores y con la composición exacta de sus reservas. En tercer lugar, resulta complejo medir la adopción real de stablecoins, ya que los datos on-chain reflejan actividad transaccional, pero no siempre permiten distinguir entre uso económico genuino, actividad especulativa, arbitraje o movimientos internos del ecosistema cripto. Por último, muchos marcos normativos se encuentran todavía en fase de desarrollo o implementación, lo que limita la posibilidad de evaluar plenamente su efectividad.

Estas limitaciones no invalidan el análisis, pero sí obligan a adoptar una aproximación prudente. Por ello, el trabajo no pretende ofrecer conclusiones cerradas sobre un fenómeno todavía en transformación, sino sistematizar la evidencia disponible y proporcionar un marco analítico para comprender sus implicaciones monetarias, regulatorias y geopolíticas

## **2. Marco teórico y conceptual**

### **2.1 Funciones del dinero y soberanía monetaria en la Economía Política Internacional**

Desde la perspectiva de la Economía Política Internacional, el dinero no constituye únicamente un instrumento técnico de intercambio, sino una institución política que refleja y reproduce relaciones de poder (Cohen, 1998). Las funciones clásicas del dinero, como medio de cambio, unidad de cuenta y reserva de valor, están estrechamente vinculadas a la capacidad del Estado para ejercer soberanía monetaria. Esta idea constituye una de las dimensiones analíticas centrales del presente trabajo.

La soberanía monetaria debe entenderse como un conjunto multidimensional de capacidades estatales que

va más allá de la mera emisión de moneda. En términos operativos, puede analizarse a través de cinco componentes interrelacionados. En primer lugar, implica el control sobre la emisión y circulación de los medios de pago reconocidos dentro de un territorio, lo que históricamente ha permitido a los Estados determinar qué activos cumplen funciones monetarias y bajo qué condiciones. En segundo lugar, supone la capacidad de generar y mantener confianza en la moneda nacional como reserva de valor, algo que depende tanto de la credibilidad de las instituciones monetarias como de la estabilidad macroeconómica.

En tercer lugar, la soberanía monetaria incluye la autonomía para diseñar e implementar una política monetaria efectiva mediante el control de la oferta monetaria, los tipos de interés y las condiciones de liquidez. Esta capacidad permite a los bancos centrales contribuir a la estabilidad de precios, responder a crisis económicas y preservar el funcionamiento del sistema financiero. En cuarto lugar, comprende la autoridad regulatoria sobre las infraestructuras financieras y los sistemas de pago que canalizan las transacciones monetarias, incluyendo la supervisión de bancos comerciales, cámaras de compensación y mecanismos de liquidación. Por último, incorpora la autonomía frente a monedas extranjeras y actores privados, es decir, la capacidad de evitar procesos de sustitución monetaria o dependencia de infraestructuras de pago controladas externamente.

Esta soberanía monetaria constituye uno de los pilares del poder estatal moderno, al permitir a los gobiernos financiar parte del gasto público mediante señoreaje, estabilizar la economía en momentos de crisis y proyectar influencia en el sistema internacional (Helleiner, 2003). Sin embargo, no se trata de una capacidad absoluta ni inmutable. Históricamente, ha estado condicionada por la innovación financiera, la globalización de los flujos de capital y la competencia entre monedas dentro de una jerarquía monetaria internacional.

La aparición de activos digitales privados, como las stablecoins, introduce un desafío relevante para esta concepción de la soberanía monetaria. A diferencia de otros instrumentos financieros que operan dentro de marcos regulatorios más consolidados, las stablecoins pueden funcionar como formas privadas de dinero digital que circulan a escala transnacional y que no siempre se integran plenamente en los canales tradicionales de supervisión pública (Mehrling, 2022). En este sentido, pueden cuestionar varias dimensiones de la soberanía monetaria: el control estatal sobre los medios de pago, la supervisión de infraestructuras financieras, la efectividad de la política monetaria y la autonomía frente a actores privados globales.

En este contexto, la Economía Política Internacional ofrece un marco útil para analizar cómo la posible erosión de la soberanía monetaria afecta no solo a la política económica interna, sino también a la posición de los Estados en la jerarquía monetaria internacional. La capacidad de emitir una moneda ampliamente aceptada confiere ventajas estratégicas, desde el señoreaje hasta la influencia geopolítica y la posibilidad de utilizar infraestructuras financieras con fines de presión internacional (Cohen, 1998). Por ello, la expansión de las stablecoins plantea una cuestión central: quién ejerce el poder monetario en la era digital y cómo se reconfiguran las relaciones entre Estados, bancos centrales, mercados y actores

privados.

Esta conceptualización de la soberanía monetaria como conjunto multidimensional de capacidades estatales servirá como base para evaluar, en la sección 4.1, los efectos específicos de las stablecoins sobre la autonomía de los bancos centrales y la efectividad de la política monetaria en el sistema financiero internacional contemporáneo.

## **2.2 Autonomía de los bancos centrales y transmisión de la política monetaria**

Los bancos centrales modernos desempeñan funciones esenciales para la estabilidad económica: controlan la oferta monetaria, fijan los tipos de interés de referencia, actúan como prestamistas de última instancia y supervisan el sistema financiero. Su capacidad para influir en la economía real depende del mecanismo de transmisión de la política monetaria, que opera principalmente a través del sistema bancario comercial. Cuando un banco central modifica los tipos de interés, estas decisiones se trasladan mediante el crédito bancario y afectan al consumo, la inversión y, en última instancia, a la inflación y el empleo.

La expansión de las stablecoins puede erosionar este mecanismo al introducir canales alternativos de circulación y almacenamiento de valor que no dependen directamente de la intermediación bancaria tradicional. Si una proporción creciente de transacciones y reservas líquidas migra hacia stablecoins emitidas por entidades privadas, el canal de transmisión monetaria podría debilitarse. Estos activos permiten a individuos y empresas mantener liquidez denominada en moneda extranjera, mayoritariamente dólares, sin recurrir necesariamente al sistema bancario nacional, favoreciendo procesos de dolarización digital que reducen la efectividad de las políticas monetarias nacionales (Brunnermeier et al., 2019).

Además, episodios de volatilidad o pérdida de confianza podrían provocar desplazamientos rápidos desde depósitos bancarios hacia stablecoins percibidas como más seguras o líquidas. Este fenómeno podría tensionar la estabilidad financiera y limitar la capacidad de los bancos centrales para actuar como prestamistas de última instancia (Gorton & Zhang, 2023). La cuestión, por tanto, no es únicamente técnica. La expansión de estos instrumentos plantea interrogantes sobre si la arquitectura institucional actual puede preservar la estabilidad monetaria cuando actores privados compiten con monedas soberanas y gestionan infraestructuras financieras globales cuya gobernanza no siempre se alinea con el interés público (Adrian & Mancini-Griffoli, 2021). Esta tensión conecta directamente con la dimensión de soberanía monetaria definida en el apartado anterior.

## **2.3 Hegemonía del dólar y estructura del sistema financiero internacional**

La hegemonía del dólar estadounidense constituye uno de los pilares del orden financiero internacional contemporáneo. Desde el colapso del sistema de Bretton Woods en 1971, el dólar ha mantenido una posición dominante como principal moneda de reserva, medio de pago en el comercio internacional y

denominador de numerosos activos financieros globales. Esta posición confiere a Estados Unidos lo que Gourinchas y Rey (2007) denominaron el “privilegio exorbitante”: la capacidad de financiar déficits persistentes, emitir deuda en su propia moneda sin riesgo cambiario y ejercer influencia geopolítica a través de su centralidad en los flujos financieros internacionales. Aproximadamente el 60% de las reservas mundiales de divisas se mantienen en dólares, y más del 80% de las transacciones en el mercado de divisas involucran la moneda estadounidense (Prasad, 2021).

Sin embargo, esta hegemonía no es inmutable. La aparición de las stablecoins introduce una paradoja estratégica: por un lado, la mayoría de estos activos están respaldados por dólares o activos denominados en dólares, lo que puede reforzar la demanda global de la moneda estadounidense y extender su alcance más allá de los canales bancarios tradicionales (Catalini et al., 2022). Por otro lado, estas stablecoins también pueden facilitar pagos transfronterizos al margen de algunas infraestructuras financieras tradicionales, como SWIFT o determinadas cámaras de compensación, reduciendo parcialmente la dependencia operativa de los circuitos controlados por Estados Unidos.

Esta tensión resulta especialmente visible en el contexto de la rivalidad geoeconómica entre Estados Unidos y China. La respuesta china ha combinado restricciones a las stablecoins privadas en su mercado interno con el desarrollo del yuan digital (e-CNY) como instrumento de modernización financiera e internacionalización monetaria (Prasad, 2021). El e-CNY busca crear una infraestructura de pagos alternativa que reduzca la dependencia del dólar en determinados intercambios regionales y limite la exposición china a posibles restricciones financieras externas. Esta estrategia muestra que el control sobre las infraestructuras digitales de pago puede convertirse en un elemento relevante dentro de la jerarquía monetaria del siglo XXI.

La Unión Europea enfrenta un dilema similar. Aunque el euro es la segunda moneda de reserva mundial, su uso internacional sigue siendo limitado frente al dólar. Las stablecoins denominadas en euros podrían, en teoría, favorecer su adopción global, pero también plantean riesgos de fragmentación y pérdida de control regulatorio (Panetta, 2022). La respuesta europea, plasmada en el Reglamento MiCA (Markets in Crypto-Assets), busca establecer un marco que permita la innovación financiera sin comprometer la estabilidad monetaria ni la soberanía regulatoria.

En definitiva, las stablecoins están reconfigurando la estructura del sistema financiero internacional al introducir nuevas formas de competencia monetaria que operan dentro y fuera de los marcos estatales tradicionales. La cuestión central no es solo si el dólar mantendrá su hegemonía, sino bajo qué condiciones y mediante qué infraestructuras se ejercerá el poder monetario en la era digital.

### **3. Stablecoins: naturaleza, tipología y evolución**

#### **3.1 Definición y mecanismos de estabilidad**

Las stablecoins son activos digitales diseñados para mantener un valor estable mediante su vinculación (pegging) a activos de referencia, monedas fiduciarias como el dólar estadounidense o el euro, materias primas o cestas de activos. A diferencia de criptomonedas tradicionales como Bitcoin o Ethereum, cuya volatilidad limita su funcionalidad como medio de pago o unidad de cuenta, las stablecoins buscan combinar las ventajas de la tecnología blockchain, como transferencias rápidas, programabilidad y accesibilidad global, con la estabilidad de valor propia de las monedas fiduciarias (Bullmann et al., 2019). Esta combinación las sitúa como instrumentos relevantes para pagos transfronterizos y liquidación de transacciones en mercados de criptoactivos, además de presentarlas como alternativas potenciales a sistemas de pago tradicionales.

El Departamento del Tesoro de Estados Unidos define las stablecoins como “activos digitales diseñados para mantener un valor estable en relación con una moneda nacional u otro activo de referencia” y distingue entre mecanismos para lograr dicha estabilidad (U.S. Department of the Treasury, 2021). Estos mecanismos permiten clasificarlas en varias categorías, cada una con implicaciones para la estabilidad financiera, la transparencia y la regulación.

Las stablecoins respaldadas por activos fiduciarios representan la categoría más extendida. Estos instrumentos mantienen reservas en efectivo o equivalentes de efectivo, como bonos del Tesoro o papel comercial, en proporción 1:1 con los tokens en circulación. USDT (Tether) y USDC (Circle) son ejemplos paradigmáticos, con capitalizaciones de mercado que superan conjuntamente los 100.000 millones de dólares. Su estabilidad depende de la calidad, liquidez y transparencia de las reservas subyacentes. Como señalan Cermak, L., Rogers, M., & Hoffmann, L. (2021), su credibilidad descansa en la confianza de que los emisores mantienen reservas adecuadas y pueden satisfacer solicitudes masivas de reembolso. Sin embargo, las controversias de Tether en 2019 y 2021 mostraron que algunos emisores mantenían reservas en activos menos líquidos de lo publicitado, generando preocupación sobre posibles corridas (Griffin & Shams, 2020).

Las stablecoins colateralizadas con criptoactivos, como DAI de MakerDAO, utilizan criptomonedas como garantía, con sobregarantización significativa para absorber la volatilidad. Un usuario que desee obtener DAI debe depositar Ethereum u otros criptoactivos por un valor superior al de los tokens emitidos. Este modelo ofrece mayor descentralización y transparencia, ya que las reservas son verificables on-chain, pero introduce complejidad operativa y riesgos de liquidación automática durante caídas abruptas del mercado (Klages-Mundt et al., 2020).

Las stablecoins respaldadas por materias primas, como oro u otros activos físicos, vinculan su valor a reservas tangibles custodiadas por el emisor. Aunque pueden ofrecer diversificación, dependen de la

calidad de custodia, la verificabilidad de reservas y la liquidez del activo subyacente.

Las stablecoins algorítmicas representan el modelo más experimental y controvertido. No mantienen reservas tradicionales, sino que utilizan algoritmos y mecanismos de incentivos para ajustar automáticamente la oferta de tokens y sostener el precio. El colapso de TerraUSD (UST) en mayo de 2022, que destruyó más de 40.000 millones de dólares en valor, demostró las vulnerabilidades de este diseño y reforzó el consenso regulatorio sobre la necesidad de respaldos tangibles (Briola et al., 2023).

Finalmente, BlackRock ha destacado el potencial de las stablecoins como infraestructura para la tokenización de activos financieros tradicionales, al poder reducir fricciones en la liquidación y ampliar el acceso a servicios financieros si están adecuadamente reguladas (BlackRock, 2023). Esta visión institucional contrasta con las preocupaciones regulatorias sobre riesgos sistémicos, pero refleja la creciente legitimación de estos instrumentos en el ecosistema financiero global.

### **3.2 Modelos de respaldo y principales emisores**

El mercado de stablecoins alcanzó un máximo histórico de 321.280 millones de dólares en capitalización total en diciembre de 2025, consolidándose como uno de los segmentos de más rápido crecimiento en el ecosistema de activos digitales. Este crecimiento no solo refleja la creciente aceptación de estos activos, sino también el potencial disruptivo que representan en el sistema financiero global. Actualmente, el mercado está dominado por tres emisores principales que representan más del 85% de la capitalización total del sector (KuCoin, 2025).

Tether (USDT) mantiene su posición como la stablecoin más utilizada a nivel global, con una capitalización de 198.940 millones de dólares a finales de 2025. Sin embargo, su modelo de respaldo ha sido objeto de controversia, especialmente en relación con la composición y transparencia de sus reservas. Según datos de marzo de 2026, las reservas de Tether incluyen una combinación de bonos del Tesoro estadounidense, efectivo, equivalentes de efectivo, préstamos garantizados y otros activos. No obstante, la falta de una auditoría completa bajo estándares internacionales de auditoría (ISA) o del PCAOB limita la credibilidad de su modelo. Tether se limita a publicar attestations trimestrales que no constituyen auditorías independientes completas (StableRegistry, 2026). Esta falta de transparencia alimenta el escepticismo en círculos regulatorios y académicos, planteando interrogantes sobre la estabilidad a largo plazo de esta stablecoin.

USD Coin (USDC), emitido por Circle, se ha establecido como una alternativa institucional y regulatoriamente conforme a Tether, con una capitalización de 77.710 millones de dólares. Circle publica attestations mensuales de sus reservas realizadas por firmas de contabilidad reconocidas, lo que ha contribuido a construir confianza entre los usuarios. Sus activos se mantienen principalmente en efectivo y bonos del Tesoro de corto plazo, lo que minimiza riesgos asociados a la liquidez. Además, en 2023, Circle obtuvo una licencia de dinero electrónico en la Unión Europea bajo el marco MiCA, consolidando

su posición como emisor regulado (Circle, 2023). Esto no solo refuerza la legitimidad de USDC, sino que también establece un estándar que otros emisores podrían seguir, potenciando un entorno más regulado y seguro para los usuarios.

DAI, la principal stablecoin descentralizada, opera bajo un modelo radicalmente diferente. Gestionada por MakerDAO mediante gobernanza descentralizada, su respaldo ha experimentado una transformación significativa. A febrero de 2026, la composición de su colateral se distribuye aproximadamente en: 60% criptoactivos (ETH, WBTC, variantes de ETH en staking), 30% activos del mundo real a través de Monetalis Clydesdale (principalmente bonos del Tesoro estadounidense) y solo 10% en reservas del PSM (principalmente USDC y otras stablecoins) (StableRegistry, 2026). Esta evolución representa una reducción dramática de la dependencia de USDC en comparación con años anteriores, cuando este respaldo superaba el 50%. Este cambio ilustra las tensiones entre los ideales de descentralización y las realidades pragmáticas de mantener estabilidad en mercados volátiles. La necesidad de establecer un respaldo sólido y fiable resalta la vulnerabilidad intrínseca de los modelos descentralizados frente a la volatilidad del mercado.

**Tabla 2. Comparación de principales modelos de stablecoins**

Stablecoin	Thether (USDT)	USD Coin (USDC)	DAI
<b>Emisor</b>	Thether Limited	Circle	MakerDAO
<b>Tipo</b>	Centralizada	Centralizada	Descentralizada
<b>Mecanismo respaldo</b>	Bonos del Tesoro, efectivo y otros activos	Efectivo y bonos del Tesoro de corto plazo	Criptoactivos y principalmente bonos del Tesoro
<b>Nivel Transparencia</b>	Baja: falta de auditoría completa	Alto: con attestations periódicas y mayor claridad sobre reservas	Moderado: mayor visibilidad on-chain y compleja gobernanza
<b>Frecuencia Auditoría</b>	Trimestral	Mensual	Variable
<b>Principales Riesgos</b>	Falta de transparencia, riesgo de liquidez	Riesgo de contraparte y dependencia de activos financieros tradicionales	Volatilidad del colateral, riesgo de liquidación y complejidad operativa
<b>Grado descentralización</b>	Altamente centralizado	Centralizado	Descentralizado

Aplicando los criterios analíticos definidos, se observa que USDC presenta mayor transparencia y calidad de reservas, mientras que DAI prioriza descentralización a costa de mayor complejidad y volatilidad. Tether, por su parte, enfrenta desafíos significativos en cuanto a transparencia que podrían comprometer su estabilidad.

La diversidad en los modelos de respaldo de las stablecoins refleja una evolución continua en el ecosistema financiero. Mientras que Tether enfrenta retos en la transparencia que ponen en duda su solidez, USDC parece estar liderando el camino hacia un modelo más regulado y confiable. Por otro lado,

DAI representa una búsqueda de descentralización que, aunque ambiciosa, enfrenta retos significativos en un entorno de alta volatilidad. Estos factores son cruciales para entender cómo las stablecoins podrían afectar la dinámica del sistema financiero global en el futuro.

### **3.3 Comparación con las monedas digitales de bancos centrales (CBDCs)**

Las monedas digitales de bancos centrales (CBDCs) representan una respuesta institucional al desafío planteado por las stablecoins privadas. Ambos instrumentos forman parte de la digitalización del dinero, pero difieren en emisión, garantía, gobernanza y objetivos. Las CBDCs son pasivos directos del banco central, respaldados por el Estado y diseñados para preservar la soberanía monetaria, la estabilidad financiera y la confianza en el dinero público. En cambio, las stablecoins son pasivos de entidades privadas cuya estabilidad depende de la calidad de sus reservas y de la confianza del mercado (BIS, 2021).

Según datos del Atlantic Council (2026), 134 países, que representan el 98% del PIB mundial, están explorando el desarrollo de CBDCs. De ellos, 66 se encuentran en fases avanzadas de desarrollo, piloto o lanzamiento. China lidera este proceso con el e-CNY, que ha procesado más de 7 billones de yuanes en transacciones desde su lanzamiento piloto. La Unión Europea avanza hacia el euro digital, con posible lanzamiento en 2028. Estados Unidos, pese a ser el país cuya moneda respalda la mayoría de las stablecoins, mantiene una posición cautelosa y continúa explorando un dólar digital sin compromisos firmes.

La principal ventaja de las CBDCs radica en su integración con la política monetaria y la infraestructura regulatoria existente. Al ser emitidas por bancos centrales, pueden reforzar la continuidad del dinero público en un entorno de pagos digitalizado. Además, permiten mayores niveles de trazabilidad, lo que facilita la lucha contra el blanqueo de capitales, la evasión fiscal y otros usos ilícitos del sistema financiero. Sin embargo, estas capacidades generan preocupaciones sobre vigilancia estatal, protección de datos y privacidad financiera, especialmente si el diseño institucional no incorpora límites claros al uso de la información transaccional (Auer et al., 2022).

Las stablecoins, por su parte, ofrecen mayor flexibilidad, innovación y acceso global sin necesidad de cuentas bancarias tradicionales. Su naturaleza transfronteriza las hace especialmente atractivas en economías con sistemas financieros poco desarrollados o monedas inestables, donde la inclusión financiera sigue siendo un desafío. Esta capacidad para funcionar fuera de los canales bancarios convencionales puede ofrecer una alternativa útil cuando las instituciones tradicionales no cubren adecuadamente las necesidades de los usuarios (Arner et al., 2020).

No obstante, la ausencia de respaldo público expone a los usuarios de stablecoins a riesgos vinculados a la solvencia del emisor, la calidad de las reservas y la posibilidad de pérdidas de paridad. La falta de regulación homogénea también puede generar estrés financiero, como se observó en episodios de

inestabilidad de ciertas stablecoins. Por ello, su desarrollo exige marcos regulatorios que permitan aprovechar la innovación sin comprometer la protección del consumidor ni la estabilidad financiera.

En conclusión, la comparación entre CBDCs y stablecoins muestra dos modelos distintos de dinero digital. Las primeras responden a una lógica pública orientada a preservar soberanía monetaria, estabilidad y control institucional. Las segundas responden a una lógica privada, más flexible y global, pero dependiente de la confianza en el emisor y sus reservas. Esta tensión entre dinero digital público y privado será clave para entender papel del e-CNY chino como instrumento de soberanía monetaria.

## **4. Impacto sobre la política monetaria y estabilidad financiera**

### **4.1 Efectos sobre la autonomía de los bancos centrales**

La autonomía de los bancos centrales, consolidada tras décadas de aprendizaje institucional sobre los costes de la dominancia fiscal y la inflación descontrolada, enfrenta un desafío relevante en el contexto de la digitalización del dinero. La expansión de las stablecoins no representa únicamente una innovación tecnológica en los medios de pago, sino un fenómeno que puede alterar algunos fundamentos sobre los que descansa la efectividad de la política monetaria.

El primer canal de impacto opera a través de la desintermediación bancaria. Cuando los bancos centrales ajustan los tipos de interés de referencia, la transmisión de estos cambios hacia la economía real depende, en gran medida, de que los agentes económicos mantengan sus activos líquidos dentro del sistema bancario tradicional. La migración de ahorradores hacia stablecoins, donde pueden mantener reservas de valor fuera del sistema bancario regulado, reduce la capacidad del banco central para influir sobre las condiciones crediticias. Este fenómeno resulta especialmente relevante en economías emergentes, donde las stablecoins denominadas en dólares pueden ser percibidas como una alternativa más estable que la moneda local. **Este patrón ya es visible en América Latina: según Chainalysis, entre julio de 2024 y junio de 2025, la región registró casi 1,5 billones de dólares en volumen de transacciones cripto, en un contexto en el que la demanda de stablecoins se vincula a inflación persistente, volatilidad cambiaria y controles de capital (Chainalysis Team, 2025).** En estos casos, su adopción puede acelerar procesos de dolarización digital y limitar la efectividad de las políticas monetarias nacionales (Carstens, 2021). La transición hacia circuitos monetarios menos dependientes del sistema bancario nacional puede generar una mayor dependencia de mecanismos privados y transfronterizos, con efectos difíciles de controlar para las autoridades monetarias, especialmente en países con menor credibilidad monetaria o elevada exposición a flujos de capital externos volátiles.

El segundo canal se relaciona con la pérdida de información crítica. Los bancos centrales dependen de datos sobre agregados monetarios, flujos de crédito y velocidad de circulación del dinero para calibrar sus decisiones de política. Cuando una parte relevante de la actividad económica migra hacia ecosistemas de

stablecoins con menor visibilidad regulatoria, los bancos centrales pueden perder información sobre determinados circuitos financieros. Esta zona gris informacional complica la identificación temprana de desequilibrios y reduce la precisión de los modelos macroeconómicos utilizados para proyectar inflación, crecimiento y condiciones de liquidez (Aramonte et al., 2021). La falta de datos fiables puede dificultar la toma de decisiones, especialmente en contextos de tensión financiera, y afectar a la capacidad de las autoridades para anticipar riesgos.

El tercer canal se vincula con la función de prestamista de última instancia. Durante las crisis financieras, los bancos centrales estabilizan el sistema proporcionando liquidez a instituciones solventes pero ilíquidas. Sin embargo, si durante un episodio de pánico los depositantes se desplazaran masivamente hacia stablecoins percibidas como refugios seguros, los bancos centrales podrían enfrentarse a un dilema complejo: extender o no su función de respaldo a emisores privados de stablecoins para evitar una disrupción del sistema de pagos. Hacerlo implicaría asumir riesgos generados por entidades privadas, con posibles problemas de riesgo moral. No hacerlo, en cambio, podría permitir corridas digitales con efectos sistémicos si estos instrumentos alcanzaran una escala suficiente (Gorton & Zhang, 2023). Este dilema muestra la necesidad de definir con mayor claridad el perímetro regulatorio de las stablecoins.

La experiencia del colapso de TerraUSD en 2022 ilustra parte de estas vulnerabilidades. Aunque Terra era una stablecoin algorítmica sin respaldo tradicional, su desintegración eliminó más de 40.000 millones de dólares de valor en pocos días, generó contagio hacia otros segmentos del mercado cripto y demostró la velocidad con que pueden materializarse las corridas digitales. Además, los bancos centrales carecían de herramientas directas para intervenir, lo que evidenció la distancia entre su responsabilidad general sobre la estabilidad financiera y su capacidad de actuación en ecosistemas descentralizados (FSB, 2023). Este episodio refuerza la importancia de desarrollar marcos regulatorios que permitan actuar de forma preventiva en un entorno monetario en transformación.

La posible erosión de la autonomía efectiva no es solo técnica, sino también política. Si actores privados pueden emitir sustitutos monetarios a gran escala sin supervisión suficiente, parte del poder para definir las condiciones monetarias se desplaza desde instituciones públicas hacia entidades privadas guiadas por incentivos comerciales. Esto plantea interrogantes sobre la legitimidad y el control democrático del sistema monetario. La capacidad de los bancos centrales para defender la estabilidad económica podría verse comprometida si no existen mecanismos adecuados de supervisión, transparencia y coordinación internacional. Por ello, la regulación de las stablecoins debe situar el interés público en el centro de la gobernanza monetaria.

Síntesis analítica: En conjunto, el canal principal que emerge es la desintermediación bancaria, especialmente si la adopción de stablecoins alcanza una escala significativa. Este fenómeno puede debilitar la transmisión de la política monetaria, favorecer procesos de dolarización digital y reducir la visibilidad de los bancos centrales sobre determinados circuitos financieros.

En conclusión, la proliferación de stablecoins representa un desafío multidimensional para la autonomía

de los bancos centrales. La desintermediación, la pérdida de información crítica y la tensión sobre su función de prestamista de última instancia deben abordarse mediante marcos regulatorios sólidos y cooperación internacional. Solo así las instituciones responsables de la política monetaria podrán preservar su capacidad de actuación en un sistema financiero cada vez más digitalizado y transfronterizo.

#### **4.2 Riesgos para la estabilidad financiera e intermediación bancaria**

La expansión de las stablecoins genera vulnerabilidades sistémicas que van más allá de los riesgos habituales asociados a la innovación financiera. A diferencia de los instrumentos del mercado monetario convencional, combinan rasgos que pueden amplificar el contagio: prometen liquidez inmediata, no cuentan con seguros de depósito, operan bajo supervisión fragmentada y pueden experimentar corridas a gran velocidad gracias a infraestructuras digitales que permiten transferencias instantáneas de forma continua (Gorton & Zhang, 2023).

El riesgo de corrida digital representa la amenaza más inmediata para la estabilidad financiera. En episodios de estrés, los usuarios pueden retirar fondos de una stablecoin o desplazar depósitos bancarios hacia activos percibidos como más seguros y líquidos. Esta dinámica altera la lógica tradicional de las corridas: en lugar de huir únicamente hacia efectivo o depósitos garantizados, los agentes pueden recurrir a pasivos privados digitales. El episodio de marzo de 2023, cuando el colapso de Silicon Valley Bank provocó la desvinculación temporal de USDC, que mantenía 3.300 millones de dólares en la entidad, y generó reembolsos superiores a 10.000 millones en 48 horas, ilustra la rapidez con la que pueden materializarse estas tensiones (Aramonte & Huang, 2023).

La transformación de vencimientos constituye otro vector de riesgo relevante. Aunque las stablecoins prometen reembolso inmediato, muchos emisores mantienen reservas en activos que, pese a ser de alta calidad, no siempre son perfectamente líquidos en condiciones de estrés. Tether, por ejemplo, ha mantenido históricamente parte de sus reservas en papel comercial y préstamos garantizados, activos que pueden perder liquidez durante crisis de mercado. Esto reproduce parcialmente el modelo bancario tradicional, pero sin las salvaguardas prudenciales que protegen al sistema bancario, como requisitos estrictos de capital, supervisión continua o acceso directo a liquidez del banco central (Lyons & Viswanath-Natraj, 2023).

El riesgo de interconexión amplifica estos peligros. El ecosistema de stablecoins está cada vez más vinculado al sistema financiero tradicional: los emisores mantienen reservas en bancos comerciales, compran deuda pública de corto plazo y utilizan intermediarios financieros para custodia y liquidación. Esta integración implica que el colapso de una stablecoin podría generar pérdidas o tensiones de liquidez en instituciones financieras, mientras que una crisis bancaria también puede desestabilizar stablecoins expuestas a entidades tradicionales, creando bucles de retroalimentación negativos (FSB, 2022).

La desintermediación bancaria plantea riesgos estructurales a largo plazo. Si volúmenes significativos de

depósitos migran hacia stablecoins, los bancos comerciales podrían enfrentar presiones sobre su financiación y verse obligados a restringir el crédito. Esta dinámica es relevante porque los emisores de stablecoins no realizan evaluación crediticia ni asignación productiva de capital. En la mayoría de los casos, se limitan a mantener activos líquidos de bajo riesgo. El resultado podría ser una reducción del crédito disponible para hogares y empresas que dependen de la intermediación bancaria tradicional (Aldasoro et al., 2024).

Finalmente, la opacidad y fragmentación regulatoria dificultan la evaluación precisa de riesgos agregados. No existe un registro centralizado de exposiciones a stablecoins, lo que limita la capacidad de los reguladores para identificar concentraciones de riesgo. Esta falta de visibilidad recuerda las condiciones previas a la crisis financiera de 2008, cuando la opacidad de ciertos mercados impidió comprender plenamente los riesgos sistémicos hasta fases avanzadas de la crisis. En el caso de las stablecoins, esta opacidad resulta especialmente problemática por la concentración del mercado en pocos emisores y por la dependencia de reservas cuya composición no siempre es verificable con el mismo grado de rigor.

Síntesis analítica: En conjunto, el canal principal es el riesgo de corrida digital, con un impacto esperado alto si las stablecoins alcanzan una adopción masiva. La transformación de vencimientos plantea un riesgo medio, porque la liquidez de las reservas puede volverse crítica en momentos de estrés. La interconexión con el sistema financiero tradicional representa también un riesgo elevado, al poder transmitir tensiones entre emisores, bancos y mercados de deuda pública. Por último, la opacidad y fragmentación regulatoria dificultan la identificación temprana de concentraciones de riesgo. Por tanto, la estabilidad financiera dependerá no solo del crecimiento del mercado, sino también de la calidad de las reservas, el grado de transparencia y la capacidad de supervisión efectiva por parte de las autoridades competentes.

**Tabla 3. Canales de transmisión del riesgo financiero en el mercado de stablecoins**

<b>Canal de riesgo</b>	<b>Impacto esperado</b>	<b>Condición de materialización</b>	<b>Implicación para la estabilidad financiera</b>
<b>Corrida digital sobre stablecoins</b>	Alto	Pérdida de confianza en el emisor, dudas sobre reservas o episodio de estrés financiero	Reembolsos masivos, pérdida temporal de paridad y contagio hacia otros activos digitales o entidades financieras
<b>Transformación de vencimientos</b>	Medio-alto	Reservas invertidas en activos menos líquidos o difíciles de vender en momentos de tensión	Riesgo de liquidez si el emisor no puede atender reembolsos inmediatos sin pérdidas

<b>Interconexión con el sistema financiero tradicional</b>	Alto	Exposición de emisores a bancos comerciales, deuda pública, custodios o intermediarios financieros	Transmisión de tensiones entre stablecoins, bancos y mercados financieros tradicionales
<b>Desintermediación bancaria</b>	Medio	Migración significativa de depósitos bancarios hacia stablecoins	Presión sobre la financiación bancaria y posible reducción del crédito a hogares y empresas
<b>Opacidad y fragmentación regulatoria</b>	Medio-alto	Falta de información homogénea sobre reservas, exposiciones y concentración de mercado	Dificulta la supervisión, la identificación temprana de riesgos y la coordinación regulatoria
<b>Concentración en pocos emisores</b>	Alto	Dominio del mercado por un número reducido de stablecoins sistémicas	Aumenta el riesgo de contagio si uno de los principales emisores sufre una crisis de confianza

Esta síntesis muestra que los riesgos asociados a las stablecoins no dependen únicamente de su crecimiento agregado, sino también de la calidad de sus reservas, el grado de transparencia de los emisores, su conexión con el sistema financiero tradicional y la capacidad de los reguladores para supervisar un mercado transfronterizo y altamente concentrado.

#### **4.3 Transformaciones en la gobernanza monetaria**

La emergencia de las stablecoins no solo plantea desafíos técnicos para la política monetaria, sino que también impulsa una transformación profunda en la gobernanza del sistema monetario. Al introducir formas privadas de dinero digital con alcance transnacional, estos instrumentos desplazan parte del poder monetario desde instituciones públicas hacia emisores privados y plataformas tecnológicas que operan bajo lógicas de mercado. Esta reconfiguración se aproxima a lo que Pistor (2020) denomina “privatización del dinero digital”, un proceso que tensiona la trayectoria histórica de consolidación estatal del monopolio monetario durante los siglos XIX y XX.

La gobernanza de las principales stablecoins ilustra esta transformación. Tether, que controla casi 200.000 millones de dólares en valor circulante, opera mediante una estructura corporativa compleja y con limitada transparencia pública. La ausencia de auditorías completas y mecanismos sólidos de rendición de cuentas plantea dudas sobre la legitimidad de su autoridad monetaria y sobre la fiabilidad de sus operaciones. Esta concentración de poder en manos privadas no solo afecta a la transparencia del mercado, sino que también puede generar riesgos para la estabilidad financiera si la confianza en el

emisor se deteriora de forma abrupta (Gorton & Zhang, 2023).

Circle presenta un modelo distinto. Aunque adopta estándares de transparencia más elevados y opera bajo licencias en varias jurisdicciones, sigue siendo una entidad privada cuyos incentivos pueden no coincidir plenamente con los objetivos de estabilidad financiera y bienestar público. La decisión de congelar 75.000 USDC vinculados a direcciones sancionadas por la OFAC en marzo de 2023 muestra el poder discrecional que pueden ejercer estos emisores sobre los activos que gestionan. Este tipo de decisiones abre un debate sobre la neutralidad del dinero digital, la capacidad de supervisión pública y los límites de la soberanía monetaria en infraestructuras privadas globales (Auer et al., 2023).

Las stablecoins descentralizadas, como DAI, ofrecen un modelo de gobernanza diferente, pero no exento de problemas. Aunque operan mediante gobernanza on-chain, en la que los tenedores del token MKR votan sobre parámetros relevantes, la distribución desigual de tokens puede derivar en una forma de plutocracia digital. Quienes poseen más tokens tienen mayor capacidad de influencia, mientras que la participación efectiva suele ser reducida, inferior al 10% de los tokens en circulación. Esto sugiere que la descentralización formal no garantiza necesariamente una gobernanza democrática ni una distribución equilibrada del poder monetario (Cong et al., 2021).

La fragmentación de la gobernanza monetaria genera dilemas de coordinación y responsabilidad. Cuando stablecoins privadas, monedas fiduciarias y CBDCs coexisten en un mismo ecosistema financiero, surge la cuestión de quién asume la responsabilidad última por la estabilidad del sistema monetario agregado. Los bancos centrales conservan mandatos de estabilidad de precios y estabilidad financiera, pero no siempre cuentan con autoridad directa sobre emisores privados o protocolos descentralizados. Esta asimetría puede dificultar la prevención de crisis, especialmente cuando los incentivos de los actores privados responden a criterios de rentabilidad y no necesariamente a objetivos de estabilidad sistémica.

Finalmente, la dimensión transnacional de las stablecoins desafía los marcos regulatorios basados en la territorialidad. Una stablecoin emitida en una jurisdicción, respaldada por activos en otra y utilizada por usuarios de múltiples países trasciende las categorías tradicionales de regulación financiera nacional. Los esfuerzos de coordinación internacional, como los del G20, el FSB y IOSCO, avanzan gradualmente, mientras la innovación tecnológica progresa con rapidez. Esta brecha genera asimetrías regulatorias que pueden favorecer el arbitraje jurisdiccional y limitar la capacidad de los Estados para ejercer una gobernanza efectiva sobre sistemas monetarios que, paradójicamente, siguen dependiendo de la estabilidad proporcionada por instituciones públicas.

Síntesis analítica: En conjunto, el canal principal que emerge es la privatización parcial de la gobernanza monetaria, con impacto alto si las stablecoins alcanzan escala sistémica. Este fenómeno desplaza funciones monetarias hacia emisores privados, aumenta la importancia de la transparencia y exige marcos regulatorios capaces de equilibrar innovación y estabilidad financiera.

Además, la concentración de poder en pocos emisores plantea riesgos de legitimidad y rendición de cuentas. La fragmentación entre stablecoins, monedas fiduciarias y CBDCs genera dilemas de

responsabilidad que los bancos centrales no pueden resolver sin un perímetro normativo claro. Por último, la naturaleza transnacional de estos instrumentos refuerza la necesidad de cooperación internacional y prepara el análisis comparado de las respuestas institucionales de Estados Unidos, la Unión Europea y China en el capítulo siguiente.

**Tabla 4. Actores y funciones en la gobernanza monetaria de las stablecoins**

<b>Actor</b>	<b>Función dentro de la gobernanza monetaria</b>	<b>Riesgo o tensión principal</b>
<b>Bancos centrales</b>	Preservan la estabilidad monetaria, la confianza en el dinero público y la función de prestamista de última instancia	Pérdida de control sobre circuitos privados de dinero digital
<b>Emisores privados de stablecoins</b>	Emiten tokens, gestionan reservas y definen condiciones de reembolso	Falta de transparencia, incentivos privados y concentración de poder
<b>Plataformas tecnológicas y protocolos blockchain</b>	Facilitan la circulación, custodia, programación y liquidación de transacciones	Dependencia de infraestructuras privadas o descentralizadas con supervisión limitada
<b>Reguladores nacionales</b>	Establecen requisitos de reservas, transparencia, protección del usuario y prevención de riesgos sistémicos	Fragmentación regulatoria y dificultad para supervisar actores transfronterizos
<b>Organismos internacionales</b>	Promueven estándares comunes y coordinación entre jurisdicciones	Lentitud institucional frente a la velocidad de la innovación financiera
<b>Usuarios y mercados</b>	Determinan la adopción, liquidez y confianza efectiva en cada stablecoin	Reacción rápida ante pérdidas de confianza y posibilidad de corridas digitales

Esta tabla muestra que la gobernanza monetaria de las stablecoins no depende de un único actor, sino de una red híbrida en la que bancos centrales, emisores privados, reguladores, plataformas y usuarios interactúan de forma continua. Precisamente por ello, el reto principal no es solo regular cada stablecoin de manera aislada, sino definir responsabilidades claras dentro de un sistema monetario cada vez más transnacional y privatizado.

## **5. Perspectiva comparada y respuestas institucionales**

El análisis comparado de Estados Unidos, la Unión Europea y China se realiza utilizando los siguientes criterios: (i) enfoque regulatorio, (ii) grado de intervención estatal, (iii) actitud frente a stablecoins privadas, y (iv) impacto sobre la soberanía monetaria. Estos criterios permiten examinar cómo cada jurisdicción aborda los desafíos y oportunidades que presentan las stablecoins en el contexto de sus respectivos sistemas financieros.

El enfoque regulatorio de cada país refleja su disposición a fomentar la innovación mientras se mitigan riesgos asociados. Asimismo, el grado de intervención estatal indica cómo los gobiernos buscan equilibrar la estabilidad financiera con la promoción de la tecnología. La actitud hacia las stablecoins privadas varía, lo que influye en la manera en que se integran en el sistema monetario. Por último, el impacto sobre la soberanía monetaria es crucial para entender cómo estas nuevas herramientas financieras pueden alterar el control estatal sobre la política monetaria.

### **5.1 Estados Unidos: regulación y liderazgo del dólar**

Estados Unidos enfrenta una paradoja singular en la gobernanza de stablecoins: aunque la mayoría de estos activos están vinculados al dólar estadounidense, el país ha mantenido durante años un marco regulatorio fragmentado y cambiante. Esta tensión refleja la dificultad de equilibrar tres objetivos: preservar el privilegio exorbitante del dólar como moneda de reserva global, proteger a consumidores e inversores y fomentar la innovación tecnológica en un sector considerado estratégico para el liderazgo financiero estadounidense.

La arquitectura regulatoria estadounidense para stablecoins ha estado tradicionalmente distribuida entre múltiples agencias con competencias parcialmente superpuestas. La Securities and Exchange Commission (SEC), durante la etapa de Gary Gensler, adoptó una postura de “regulación por enforcement”, defendiendo que determinados criptoactivos podían estar sujetos a las leyes federales de valores. Esta interpretación generó controversia, especialmente tras la actuación contra Paxos en febrero de 2023 por la emisión de BUSD, una stablecoin que operaba bajo supervisión del Departamento de Servicios Financieros de Nueva York (NYDFS). El caso evidenció las tensiones entre autoridades estatales y federales y mostró la dificultad de aplicar categorías regulatorias tradicionales a instrumentos monetarios digitales (SEC, 2023).

La Commodity Futures Trading Commission (CFTC) también reclama competencias cuando las stablecoins se utilizan en transacciones vinculadas a derivados, mientras que la Office of the Comptroller of the Currency (OCC) supervisa a bancos nacionales que ofrecen servicios relacionados con criptoactivos. A su vez, el Financial Crimes Enforcement Network (FinCEN) aplica normas contra el

blanqueo de capitales, clasificando a determinados emisores como “transmisores de dinero” sujetos a la Bank Secrecy Act. Esta fragmentación ha generado incertidumbre jurídica y, en algunos casos, ha favorecido a emisores offshore como Tether, menos expuestos a la supervisión directa estadounidense, frente a competidores nacionales que intentan operar dentro de marcos regulatorios más exigentes y de mayor escrutinio público (Gorton & Zhang, 2023).

El President’s Working Group on Financial Markets publicó en noviembre de 2021 un informe clave sobre stablecoins, en el que recomendaba legislación federal para regular a los emisores como instituciones de depósito aseguradas, sujetas a supervisión prudencial consolidada similar a la de los bancos comerciales. Este enfoque buscaba mitigar riesgos de corridas y proteger a los consumidores, aunque también generó resistencia en parte de la industria cripto, que percibía la “bancarización” de las stablecoins como contraria a los principios de descentralización y accesibilidad (U.S. Department of the Treasury, 2021).

En el plano legislativo, la situación cambió de forma relevante con la aprobación del GENIUS Act en julio de 2025, que estableció un marco federal específico para stablecoins de pago. La ley busca reforzar el liderazgo estadounidense en activos digitales, exigir mayor calidad y transparencia en las reservas y crear reglas más claras para los emisores. No obstante, el nuevo marco no elimina por completo las tensiones entre innovación, supervisión prudencial y distribución de competencias entre agencias federales y estatales, por lo que la regulación estadounidense sigue reflejando un equilibrio complejo entre competitividad financiera y control del riesgo sistémico (White House, 2025).

Geopolíticamente, Estados Unidos reconoce que las stablecoins denominadas en dólares pueden extender la influencia del dólar en la economía digital global, reforzando su hegemonía monetaria. Esta lógica se apoya en los datos presentados en la sección 3.2: USDT y USDC concentran una parte mayoritaria del mercado, y la inmensa mayoría de las stablecoins están denominadas en dólares. En este sentido, las stablecoins pueden actuar como canales de dolarización digital, expandiendo el uso internacional del dólar en mercados y economías donde la infraestructura bancaria estadounidense tradicional no siempre alcanza (Atlantic Council, 2023).

Sin embargo, esta estrategia conlleva riesgos significativos. La dependencia de emisores privados para extender la influencia del dólar crea vulnerabilidades, especialmente cuando algunos de ellos operan fuera de la supervisión directa del Tesoro o de la Reserva Federal. Esto puede dificultar la aplicación de sanciones, generar riesgos sistémicos y dañar la reputación del dólar si una stablecoin relevante sufre una crisis de confianza. Por ello, el caso estadounidense refleja una tensión central: aprovechar las stablecoins como instrumento de liderazgo monetario digital, sin permitir que la innovación privada debilite la estabilidad financiera ni la credibilidad internacional del sistema financiero estadounidense.

## 5.2 Unión Europea: MiCA y respuesta regulatoria

La Unión Europea ha adoptado uno de los enfoques regulatorios más integrales y sistemáticos para las stablecoins mediante el Reglamento de Mercados de Criptoactivos (MiCA), aprobado en 2023 y aplicable progresivamente desde junio de 2024 para emisores de stablecoins y desde diciembre de 2024 para el conjunto del mercado. Este marco contrasta con la fragmentación regulatoria de otras jurisdicciones, al establecer reglas armonizadas en los 27 Estados miembros y posicionar a la UE como actor normativo central en la gobernanza de activos digitales (European Parliament, 2023).

MiCA clasifica las stablecoins en dos categorías regulatorias con requisitos diferenciados. Los tokens referenciados a activos (Asset-Referenced Tokens, ARTs) están vinculados a cestas de activos, materias primas o varias monedas fiduciarias, mientras que los tokens de dinero electrónico (E-Money Tokens, EMTs) se vinculan a una única moneda fiduciaria. Esta distinción reconoce que los riesgos varían según la estructura de respaldo: los EMTs presentan un perfil más cercano al dinero electrónico tradicional, mientras que los ARTs, por su composición potencialmente más compleja, requieren una supervisión más intensa (Zetsche et al., 2020).

Los requisitos prudenciales establecidos por MiCA buscan responder a problemas de transparencia, calidad de reservas y protección del usuario. Los emisores deben mantener fondos propios mínimos, segregarse las reservas de sus activos propios, custodiarlas en entidades autorizadas e invertir las en activos líquidos y de bajo riesgo, como depósitos bancarios, instrumentos del mercado monetario o deuda soberana de corto plazo. Además, deben publicar libros blancos aprobados por las autoridades competentes, someterse a controles periódicos y establecer procedimientos claros de reembolso que permitan la conversión a la par bajo demanda (European Commission, 2023). De este modo, MiCA intenta reducir los riesgos de liquidez y pérdida de confianza analizados en el apartado anterior.

Una disposición especialmente relevante se refiere a las stablecoins consideradas significativas. Aquellas que superen determinados umbrales de usuarios, capitalización, volumen de transacciones o importancia sistémica quedan sujetas a mayores exigencias de capital, gobernanza reforzada, planes de recuperación y resolución, y supervisión directa por la Autoridad Bancaria Europea. Esta aproximación basada en riesgos reconoce que una stablecoin ampliamente utilizada puede adquirir relevancia sistémica y, por tanto, requerir un nivel de supervisión comparable al de otras infraestructuras financieras críticas (ESMA, 2024).

MiCA también introduce límites explícitos para proteger la soberanía monetaria europea. Las stablecoins denominadas en monedas no europeas, especialmente dólares estadounidenses, enfrentan restricciones si su uso como medio de pago dentro de la UE supera un millón de transacciones diarias o un valor agregado de 200 millones de euros diarios. Esta disposición refleja la preocupación europea ante una posible dolarización digital de los pagos y ante la erosión de la capacidad del Banco Central Europeo para preservar la autonomía monetaria en un entorno cada vez más digitalizado (Panetta, 2022).

La implementación de MiCA ya ha generado efectos visibles en el mercado. Circle obtuvo en julio de

2024 una licencia de entidad de dinero electrónico en Francia, lo que permitió a USDC y EURC operar en la UE bajo el nuevo marco. Tether, en cambio, ha enfrentado mayores dificultades para adaptarse a los requisitos de transparencia y reservas, lo que ha llevado a algunos exchanges europeos a retirar o limitar stablecoins no conformes. Esta evolución muestra cómo MiCA no solo regula el mercado, sino que también reordena la competencia entre emisores según su capacidad de cumplir estándares prudenciales y de gobernanza.

Desde una perspectiva de Economía Política Internacional, MiCA representa un ejercicio de soberanía regulatoria. Al establecer condiciones estrictas para acceder al mercado europeo, la UE proyecta sus estándares más allá de sus fronteras, reproduciendo una dinámica similar al llamado “efecto Bruselas”. Los emisores que deseen operar con usuarios europeos deben adaptarse a MiCA con independencia de su jurisdicción de origen. Así, frente al enfoque estadounidense más vinculado al liderazgo del dólar, la UE aparece como un caso de regulación preventiva orientada a recuperar control, proteger la estabilidad financiera y limitar los riesgos del dinero digital privado.

### **5.3 China: e-yuan y estrategias de internacionalización monetaria**

China ha adoptado una estrategia distinta a la de Estados Unidos y la Unión Europea en la gobernanza del dinero digital. Frente al desarrollo de stablecoins privadas denominadas en dólares y a los modelos regulatorios occidentales, Pekín ha restringido severamente los criptoactivos privados y ha priorizado el despliegue de una moneda digital pública, el yuan digital (e-CNY). Esta aproximación refleja la prioridad del Partido Comunista Chino por preservar el control estatal sobre el sistema monetario, al mismo tiempo que utiliza la tecnología digital para avanzar en la internacionalización del renminbi y reducir la dependencia del sistema financiero dominado por el dólar estadounidense (Chorzempa, 2021).

La prohibición de criptoactivos privados en China ha sido estricta. En septiembre de 2021, el Banco Popular de China (PBOC) declaró ilegales las transacciones relacionadas con criptomonedas, incluyendo servicios de intercambio, derivados y minería. Esta restricción afecta también a stablecoins privadas como USDT y USDC, vistas como amenazas para la soberanía monetaria y canales de evasión de controles de capital. Las autoridades chinas sostienen que los criptoactivos privados facilitan actividades ilícitas y generan riesgos financieros, además de debilitar la política monetaria al permitir salidas de capital que evaden las restricciones a la convertibilidad del renminbi (PBOC, 2021).

El e-CNY representa la alternativa estatal frente a las stablecoins privadas. Lanzado en fase piloto en abril de 2020, el yuan digital se ha expandido gradualmente y, a finales de noviembre de 2025, había procesado 3.480 millones de transacciones acumuladas por valor de 16,7 billones de yuanes. El e-CNY opera bajo una arquitectura de dos niveles: el PBOC emite la moneda digital a bancos comerciales autorizados, que a su vez la distribuyen a los usuarios finales. Este diseño preserva el papel del sistema bancario, mientras el banco central mantiene control sobre la emisión, la trazabilidad y la integración del instrumento en la política monetaria (Mu & Huang, 2023).

Las características técnicas del e-CNY revelan sus prioridades estratégicas. El sistema permite un modelo de “anonimato controlado”: las transacciones de menor importe pueden contar con cierto grado de privacidad, pero el PBOC conserva la capacidad técnica de rastrear flujos monetarios cuando lo considere necesario. Este diseño busca equilibrar eficiencia, prevención de actividades ilícitas y control institucional, aunque también genera preocupaciones sobre privacidad financiera, vigilancia estatal y autonomía individual, especialmente en un contexto donde el Estado chino mantiene amplias capacidades de supervisión económica (Chorzempa, 2021).

Desde una perspectiva geopolítica, China aspira a que el e-CNY contribuya a reducir la dependencia de infraestructuras dominadas por el dólar en pagos transfronterizos. El proyecto mBridge, impulsado inicialmente por China, Hong Kong, Tailandia, Emiratos Árabes Unidos y el BIS Innovation Hub, explora una plataforma de liquidación transfronteriza instantánea mediante CBDCs. Aunque el BIS anunció su salida del proyecto tras alcanzar una fase de producto mínimo viable, mBridge ilustra el interés chino por desarrollar infraestructuras alternativas al sistema de corresponsalía bancaria tradicional (BIS, 2024).

La iniciativa Belt and Road puede ofrecer un vector geopolítico para la adopción futura del e-CNY. China podría promover el uso del yuan digital en comercio bilateral con países participantes mediante infraestructura de pagos, asistencia técnica y financiación vinculada al renminbi. Esta estrategia no implica una sustitución inmediata del dólar, pero busca crear condiciones para una mayor presencia internacional de la moneda china en regiones donde la influencia económica de Pekín es creciente (Prasad, 2021).

Sin embargo, la internacionalización del e-CNY enfrenta obstáculos estructurales significativos. La cuenta de capital del renminbi permanece parcialmente cerrada, lo que limita la convertibilidad y la acumulación de reservas en yuanes por actores extranjeros. Además, la confianza en el e-CNY requiere confianza en las instituciones chinas y en su marco jurídico, dimensiones donde China enfrenta escepticismo internacional. La trazabilidad del yuan digital también genera resistencia en democracias occidentales preocupadas por la privacidad y la autonomía financiera, limitando su adopción potencial a países con afinidades geopolíticas con Pekín o dependencias económicas relevantes (Arner et al., 2020).

Paradójicamente, la prohibición china de stablecoins privadas no elimina por completo la demanda de instrumentos digitales no controlados por el Estado. El uso persistente de USDT en mercados peer-to-peer vinculados a usuarios chinos muestra los límites del enforcement estatal en ecosistemas transfronterizos y revela la tensión entre control monetario e innovación financiera descentralizada.

En conclusión, la estrategia china con el e-CNY representa una respuesta estatal centralizada al reto del dinero digital. Mientras Estados Unidos se apoya en stablecoins privadas denominadas en dólares y la Unión Europea prioriza una regulación preventiva, China apuesta por restringir los criptoactivos privados y desarrollar una CBDC bajo control público. Esta estrategia busca reforzar la soberanía monetaria, ampliar la supervisión estatal y explorar vías de internacionalización del renminbi. No obstante, sus

límites técnicos, institucionales y geopolíticos muestran la complejidad de reconfigurar la gobernanza monetaria en la era digital

## 5.4 Resumen

**Tabla 5. Comparación principales marcos regulatorios**

<b>Criterio</b>	<b>Estados Unidos</b>	<b>Unión Europea</b>	<b>China</b>
<b>Enfoque principal</b>	Liderazgo del dólar e innovación privada regulada	Regulación preventiva y control de riesgos	Control estatal e internacionalización monetaria
<b>Papel del sector privado</b>	Muy relevante, especialmente emisores privados de stablecoins en dólares	Permitido, pero sujeto a requisitos estrictos bajo MiCA	Muy limitado por la prohibición de criptoactivos privados
<b>Objetivo monetario</b>	Reforzar la centralidad internacional del dólar en la economía digital	Proteger la estabilidad financiera y la soberanía regulatoria europea	Reducir dependencia del dólar y reforzar el control estatal
<b>Relación con stablecoins</b>	Instrumento potencial de proyección digital del dólar	Riesgo a supervisar mediante requisitos de reservas, transparencia y autorización	Competencia frente al modelo público del e-CNY
<b>Desarrollo de CBDCs</b>	En investigación, sin despliegue generalizado	Proyecto de euro digital en fase avanzada	Desarrollo avanzado del e-CNY
<b>Dimensión dominante</b>	Hegemonía monetaria e innovación financiera	Gobernanza, transparencia y estabilidad financiera	Soberanía monetaria y geopolítica digital

El análisis comparativo muestra tres respuestas diferenciadas ante las stablecoins y la digitalización monetaria. Estados Unidos combina la búsqueda de liderazgo del dólar con una regulación orientada a dar seguridad jurídica a la innovación privada, especialmente tras la aprobación del GENIUS Act en 2025. La Unión Europea, por su parte, adopta una estrategia más preventiva mediante MiCA, centrada en transparencia, reservas, protección del consumidor y supervisión de emisores. China representa el modelo más estatal, al restringir las stablecoins privadas y priorizar el desarrollo del e-CNY como instrumento de control monetario e internacionalización del renminbi.

Estas diferencias reflejan prioridades monetarias distintas. En Estados Unidos, las stablecoins denominadas en dólares pueden reforzar la centralidad internacional del dólar, aunque generan riesgos de supervisión y dependencia de emisores privados. En la Unión Europea, el objetivo principal es preservar la estabilidad financiera y la soberanía regulatoria sin bloquear la innovación. En China, la prioridad es

mantener el control estatal sobre el dinero digital y reducir la exposición a infraestructuras dominadas por el dólar. En conjunto, la comparación muestra que la regulación de las stablecoins no es solo técnica, sino una expresión de distintas estrategias de poder monetario en la economía digital global.

## **6. Implicaciones éticas y sociales**

### **6.1 Inclusión financiera y privacidad**

Las stablecoins suelen presentarse como instrumentos capaces de ampliar el acceso a servicios financieros al reducir algunas barreras tradicionales: no requieren necesariamente una cuenta bancaria, pueden operar con costes de transacción más bajos, funcionan de forma continua y son accesibles mediante conexión a internet y un teléfono móvil. Esta narrativa de inclusión financiera ha sido central en la promoción de los criptoactivos, especialmente en economías emergentes, donde aproximadamente 1.400 millones de adultos permanecen fuera del sistema bancario formal, según datos del Banco Mundial (2021). No obstante, la evidencia disponible muestra una distancia significativa entre esta promesa y sus resultados efectivos.

La adopción de stablecoins entre poblaciones no bancarizadas presenta resultados mixtos. En economías con elevada inflación o fuerte depreciación monetaria, como Venezuela, Argentina o Líbano, las stablecoins denominadas en dólares han servido como refugio frente a la pérdida de valor de la moneda local y como medio de pago alternativo cuando los sistemas financieros tradicionales resultan insuficientes. Estudios de Chainalysis (2023) documentan un crecimiento del uso de stablecoins en América Latina del 40% en 2023, con una adopción concentrada en países con controles de capital estrictos o inflación superior al 50% anual. Para estos usuarios, las stablecoins pueden ofrecer acceso a una estabilidad monetaria difícilmente disponible mediante los canales bancarios convencionales.

Sin embargo, varias barreras limitan la inclusión real. La alfabetización digital y financiera necesaria para gestionar wallets, claves privadas y transacciones blockchain excluye a usuarios con menor formación o menor familiaridad tecnológica. La pérdida de claves privadas puede implicar la pérdida irreversible de fondos, sin los mecanismos de reversibilidad, atención al cliente o seguro de depósitos propios de la banca tradicional. Además, la volatilidad de las comisiones en blockchains congestionadas, como Ethereum, puede encarecer las transacciones pequeñas y perjudicar precisamente a usuarios de menores recursos. El acceso a stablecoins requiere también conectividad estable, dispositivos digitales y cierto conocimiento operativo, infraestructuras que siguen siendo limitadas en zonas rurales o en economías con menor desarrollo tecnológico (Ozili, 2022).

La tensión entre inclusión y privacidad genera dilemas éticos relevantes. Las stablecoins se sitúan en un espectro amplio: algunas permiten pseudonimato mediante direcciones blockchain no vinculadas directamente a identidades reales, mientras que los emisores regulados aplican procedimientos KYC

(Know Your Customer) que exigen identificación formal. Para colectivos vulnerables, como migrantes indocumentados, disidentes políticos o víctimas de violencia doméstica, cierto grado de privacidad financiera puede ser una protección frente al control abusivo o la persecución. Sin embargo, ese mismo anonimato puede facilitar actividades ilícitas, como el blanqueo de capitales o la evasión fiscal, generando tensiones entre privacidad individual, seguridad colectiva y supervisión pública (Zetsche et al., 2020).

La arquitectura de vigilancia asociada a muchas propuestas de CBDCs intensifica estas preocupaciones. Un yuan digital plenamente trazable por el Estado chino o un dólar digital con capacidad de monitorización gubernamental extensa supondrían una expansión considerable de la vigilancia financiera. En regímenes autoritarios, esta capacidad podría emplearse para reprimir disidencia, controlar movimientos sociales o aplicar formas de discriminación económica. Incluso en democracias, la acumulación de datos financieros detallados plantea riesgos de abuso, filtración o uso comercial no autorizado, especialmente si no existen límites claros sobre acceso, conservación y tratamiento de la información (Kshetri & Voas, 2018).

En este sentido, la inclusión financiera genuina exige más que acceso tecnológico. Requiere educación financiera, protección del consumidor, mecanismos de resolución de disputas, ciberseguridad y redes de seguridad social. Las stablecoins, por sí solas, no resuelven las causas estructurales de la exclusión financiera, como pobreza, desigualdad, falta de documentación o discriminación institucional. Incluso pueden exponer a poblaciones vulnerables a fraudes, pérdidas irreversibles o dependencia de plataformas privadas sin las garantías propias del sistema bancario regulado.

Por ello, la tensión entre inclusión financiera y privacidad exige un enfoque equilibrado. Las stablecoins pueden ampliar el acceso a pagos digitales, remesas internacionales de bajo coste y refugio frente a inflación en contextos concretos, especialmente donde las alternativas bancarias son limitadas, pero su utilidad depende de condiciones institucionales, educativas y tecnológicas que no siempre están presentes. La regulación debe evitar que la innovación reproduzca nuevas formas de exclusión o vigilancia. En conclusión, la inclusión financiera mediante stablecoins no debe entenderse como una solución automática, sino como una posibilidad condicionada por el diseño regulatorio, la protección de datos, la educación financiera y la existencia de garantías efectivas para los usuarios.

## **6.2 Poder privado vs. interés público**

La concentración de poder monetario en manos de emisores privados y plataformas tecnológicas representa uno de los desafíos para la gobernanza democrática en la era digital. Históricamente, el control sobre la emisión y regulación del dinero ha sido una prerrogativa estatal, consolidada tras periodos de inestabilidad asociados a sistemas de banca libre y monedas privadas competitivas. La emergencia de las stablecoins tensiona esta trayectoria al trasladar funciones monetarias relevantes a entidades privadas cuyos objetivos pueden no coincidir plenamente con el interés público (Pistor, 2020).

Tether Limited, con una capitalización que supera las reservas de divisas de numerosos países, opera con niveles de transparencia limitados y sin mecanismos de rendición de cuentas equivalentes a los de las instituciones públicas. Sus responsables determinan políticas de inversión de reservas que afectan a millones de usuarios globales, con una supervisión externa todavía insuficiente. Durante episodios de estrés financiero, como el colapso de Terra-Luna en 2022, Tether enfrentó presiones de reembolso superiores a 10.000 millones de dólares en pocos días, lo que plantea interrogantes sobre si un emisor privado priorizaría la estabilidad sistémica o su propia supervivencia corporativa. La opacidad sobre la composición exacta de sus reservas dificulta una evaluación independiente de solvencia y obliga a los usuarios a confiar en instituciones sin legitimidad democrática directa (Griffin & Shams, 2020).

El proyecto Diem, anteriormente Libra, de Meta ilustra las implicaciones geopolíticas del poder monetario privado. Cuando Facebook anunció en 2019 su intención de lanzar una stablecoin global respaldada por una cesta de monedas fiduciarias, la reacción regulatoria fue inmediata. Legisladores y bancos centrales advirtieron que una stablecoin con acceso potencial a miles de millones de usuarios podía adquirir una escala sistémica en poco tiempo, desplazar monedas soberanas en determinadas jurisdicciones y transferir parte del control monetario a una corporación privada con un historial controvertido en protección de datos y moderación de contenidos. La oposición regulatoria llevó al abandono del proyecto en 2022, pero el episodio mostró la capacidad de las grandes plataformas para desafiar la soberanía monetaria estatal (Auer et al., 2020).

Esta tensión entre poder privado e interés público se manifiesta en varias dimensiones. Los emisores de stablecoins pueden invertir reservas en activos que generan rendimientos para accionistas o propietarios, mientras los usuarios asumen parte del riesgo asociado a la calidad y liquidez de dichos activos. Las decisiones sobre congelación de fondos, aplicación de sanciones o cooperación con autoridades se adoptan según criterios corporativos y regulatorios, no siempre mediante procesos públicos o judiciales claros. Circle ejemplificó esta realidad al congelar direcciones vinculadas a Tornado Cash tras las sanciones de la OFAC en 2022, actuando como ejecutor privado de decisiones estatales con efectos directos sobre usuarios concretos (Castle & Tapia, 2023).

La gobernanza algorítmica de stablecoins descentralizadas presenta desafíos distintos, pero también relevantes. MakerDAO, gobernado mediante votación de tokens MKR, constituye una forma de gobernanza donde el poder de decisión es proporcional a las tenencias de tokens. Algunos análisis de distribución muestran que una proporción reducida de direcciones concentra una parte significativa del poder de voto, permitiendo que grandes tenedores influyan sobre parámetros críticos del sistema. Esta concentración puede reproducir desigualdades propias del capitalismo financiero tradicional, pero sin las limitaciones institucionales que moderan el poder corporativo en sistemas regulados, como la supervisión prudencial, la regulación antimonopolio o la rendición de cuentas democrática (Cong et al., 2021).

La cuestión fundamental es si las sociedades democráticas deben permitir que funciones monetarias esenciales, como la creación de medios de pago, el almacenamiento de valor o la gestión de unidades de

cuenta digitales, queden controladas por entidades privadas orientadas a la rentabilidad. La experiencia histórica con la banca libre y las monedas privadas sugiere que la ausencia de supervisión pública puede generar inestabilidad, corridas recurrentes y pérdida de confianza. Por ello, el problema no es solo la existencia de emisores privados, sino su capacidad para controlar infraestructuras de pago, datos, liquidez y acceso a servicios financieros.

En este contexto, resulta necesario un marco regulatorio que preserve el interés público sin bloquear la innovación. Sin supervisión adecuada, el poder monetario privado puede debilitar la estabilidad financiera, aumentar la opacidad y erosionar la confianza en el sistema monetario. Las democracias deben encontrar un equilibrio entre innovación y control público, garantizando que las funciones monetarias esenciales no queden desplazadas hacia actores que carecen de mecanismos suficientes de rendición de cuentas ante la sociedad.

## **7. Conclusiones y recomendaciones regulatorias**

### **7.1 Síntesis de resultados**

El análisis desarrollado permite concluir, en primer lugar, que las stablecoins no deben entenderse únicamente como una innovación técnica en los sistemas de pago, sino como instrumentos que afectan a dimensiones centrales del orden monetario internacional. Su crecimiento muestra una demanda real de activos digitales con valor relativamente estable, en mercados de criptoactivos, pagos transfronterizos y economías inestables. Sin embargo, los beneficios asociados a eficiencia, rapidez e inclusión financiera dependen de condiciones institucionales muy exigentes: calidad de reservas, transparencia, supervisión efectiva y protección de los usuarios.

El estudio de sus mecanismos de estabilidad confirma que no existe un único modelo de stablecoin. Las respaldadas por activos fiduciarios, como USDT y USDC, han demostrado mayor capacidad de adopción por su vinculación directa con monedas de referencia, pero dependen de la liquidez y composición de sus reservas. Las stablecoins sobregarantizadas, como DAI, introducen mayor transparencia on-chain, aunque siguen expuestas a la volatilidad del colateral y a estructuras de gobernanza concentradas. Por último, los modelos algorítmicos, ejemplificados por TerraUSD, han mostrado fragilidades relevantes cuando la estabilidad se apoya en incentivos de mercado sin respaldo suficiente.

Desde la dimensión de la soberanía monetaria, el trabajo ha mostrado que las stablecoins pueden tensionar la capacidad de los Estados para controlar los medios de pago, preservar la demanda de moneda nacional y garantizar la efectividad de la política monetaria. El riesgo es especialmente relevante cuando las stablecoins están denominadas en dólares y se adoptan en países con monedas débiles, inflación elevada o restricciones cambiarias. En estos contextos, su uso puede favorecer procesos de dolarización digital que reducen el margen de maniobra de las autoridades monetarias nacionales y refuerzan la

dependencia de infraestructuras privadas transnacionales.

En relación con la autonomía de los bancos centrales, el principal resultado es que las stablecoins pueden debilitar algunos canales tradicionales de transmisión monetaria. Si una parte significativa de los depósitos o reservas líquidas migra hacia stablecoins fuera del sistema bancario regulado, la capacidad de los bancos centrales para influir en el crédito, la liquidez y las condiciones financieras puede verse limitada. Además, la expansión de circuitos monetarios privados reduce la visibilidad de las autoridades sobre determinados flujos financieros, dificultando la medición de agregados monetarios, la identificación temprana de desequilibrios y la respuesta ante episodios de tensión.

Desde la perspectiva de la transparencia, el análisis evidencia diferencias significativas entre emisores. USDC presenta un modelo más orientado al cumplimiento regulatorio y a la publicación periódica de información sobre reservas, mientras que Tether ha mantenido mayores dudas sobre la composición exacta de sus activos y la ausencia de auditorías completas. DAI, por su parte, ofrece mayor trazabilidad on-chain, pero también depende de una estructura de gobernanza compleja y de colaterales expuestos a volatilidad. Por tanto, la estabilidad de las stablecoins no depende solo de su diseño técnico, sino de la confianza en el emisor, la calidad de sus reservas y el grado de rendición de cuentas.

En materia de estabilidad financiera, el trabajo identifica cuatro riesgos principales: corridas digitales, transformación de vencimientos, interconexión con el sistema financiero tradicional y desintermediación bancaria. El episodio de USDC tras la quiebra de Silicon Valley Bank mostró que incluso stablecoins consideradas seguras pueden perder temporalmente la paridad cuando sus reservas están expuestas a una entidad bancaria en crisis. Esta doble lectura sugiere que los riesgos son reales, pero no necesariamente inevitables si existen reservas líquidas, información suficiente y mecanismos de supervisión adecuados.

Respecto a la hegemonía del dólar, una de las conclusiones más relevantes es que las stablecoins no debilitan necesariamente el poder monetario estadounidense. Al contrario, dado que la mayoría están denominadas en dólares, pueden funcionar como una extensión digital de la centralidad internacional de esta moneda. USDT y USDC permiten que usuarios de todo el mundo accedan a activos denominados en dólares sin pasar necesariamente por la banca tradicional estadounidense. Esto refuerza la posición del dólar en la economía digital, aunque también genera una dependencia problemática de emisores privados cuya supervisión no siempre coincide con su alcance geopolítico.

La comparación institucional muestra tres estrategias claramente diferenciadas. Estados Unidos busca compatibilizar liderazgo del dólar, innovación privada y control de riesgos, avanzando hacia marcos más claros para las stablecoins de pago. La Unión Europea adopta un enfoque preventivo a través de MiCA, centrado en transparencia, reservas, protección del consumidor y soberanía regulatoria. China, en cambio, opta por restringir las stablecoins privadas y desarrollar el e-CNY como alternativa pública y centralizada. Estas diferencias demuestran que la regulación del dinero digital no es solo una cuestión técnica, sino también una expresión de distintas estrategias de poder monetario.

Desde el punto de vista de la gobernanza, el trabajo ha mostrado que las stablecoins introducen una

estructura híbrida en la que participan bancos centrales, emisores privados, plataformas tecnológicas, reguladores, organismos internacionales y usuarios. Esta pluralidad puede favorecer innovación y competencia, pero también diluye responsabilidades. La cuestión central es quién debe responder ante una crisis de confianza, una pérdida de paridad o un fallo operativo de gran escala. Sin un perímetro regulatorio claro, existe el riesgo de que los beneficios se privaticen mientras los costes de una eventual crisis se trasladen al conjunto del sistema financiero.

En el plano ético y social, las stablecoins ofrecen oportunidades, pero también límites importantes. Pueden facilitar pagos digitales, remesas y acceso a activos más estables en economías con sistemas bancarios débiles. No obstante, no resuelven por sí solas las causas estructurales de la exclusión financiera. Su uso exige alfabetización digital, conectividad, protección frente al fraude y mecanismos de resolución de disputas. Además, tanto las stablecoins reguladas como las CBDCs plantean dilemas sobre privacidad, trazabilidad y control de datos financieros. La inclusión financiera, por tanto, no puede separarse de la protección de derechos y garantías institucionales.

Por último, el análisis confirma que la tensión entre poder privado e interés público atraviesa todo el fenómeno. El problema no es únicamente que existan emisores privados, sino que estos pueden llegar a controlar infraestructuras de pago, datos, liquidez y acceso a servicios financieros esenciales. Casos como Tether, Circle, Diem o MakerDAO muestran que la gobernanza del dinero digital puede concentrar poder en actores con distinta transparencia y responsabilidad pública. Esto obliga a repensar la frontera entre innovación financiera, supervisión democrática y estabilidad del sistema monetario.

En conjunto, los resultados del trabajo muestran que las stablecoins combinan promesas reales de eficiencia e inclusión con riesgos relevantes para la soberanía monetaria, la estabilidad financiera, la transparencia y la gobernanza democrática del dinero. Su integración en el sistema monetario internacional no debería basarse ni en una prohibición generalizada ni en una aceptación acrítica. La cuestión clave es construir marcos regulatorios capaces de preservar la innovación útil, limitar la concentración de poder privado, garantizar la calidad de las reservas y asegurar que el desarrollo del dinero digital permanezca subordinado al interés público.

## **7.2 Recomendaciones para reguladores y bancos centrales**

Las conclusiones de este trabajo permiten formular un conjunto de recomendaciones regulatorias orientadas a maximizar los beneficios de la innovación en stablecoins sin comprometer la estabilidad financiera, la soberanía monetaria ni el interés público. La regulación no debería aspirar a prohibir estos instrumentos ni a trasladar mecánicamente marcos diseñados para la banca tradicional. El objetivo debe ser construir una arquitectura regulatoria adaptada a sus riesgos específicos: opacidad de reservas, posibilidad de corridas digitales, concentración de emisores, fragmentación jurisdiccional, privacidad y poder privado sobre infraestructuras monetarias.

## **Reducir la fragmentación regulatoria mediante coordinación internacional**

El primer problema identificado es la fragmentación regulatoria, que facilita el arbitraje jurisdiccional y permite que algunos emisores operen desde países con menores exigencias de supervisión. Para corregirlo, los reguladores deberían avanzar hacia estándares mínimos internacionales sobre capital, reservas, transparencia, gobernanza y protección del consumidor. El modelo MiCA de la Unión Europea ofrece un punto de partida útil, aunque no necesariamente trasladable de forma automática a todas las jurisdicciones. Organismos como el Financial Stability Board, el Banco de Pagos Internacionales y el Fondo Monetario Internacional deberían reforzar la coordinación para reducir lagunas regulatorias y favorecer principios comunes compatibles con diferencias institucionales legítimas.

## **Aplicar una regulación proporcional basada en riesgos**

No todas las stablecoins presentan el mismo nivel de riesgo. Por ello, los marcos regulatorios deben calibrar sus exigencias según el tamaño, la complejidad, el grado de interconexión y el uso efectivo de cada emisor. Las stablecoins de uso limitado podrían operar bajo esquemas de supervisión más ligeros, mientras que aquellas con relevancia sistémica deberían cumplir requisitos prudenciales estrictos. Esta lógica, presente en MiCA mediante la categoría de stablecoins significativas, permite proteger la innovación en fases tempranas sin ignorar los riesgos que surgen cuando estos instrumentos alcanzan escala masiva.

## **Reforzar la transparencia de reservas y la rendición de cuentas**

La falta de transparencia sobre las reservas es uno de los riesgos centrales identificados en el análisis. Los reguladores deberían exigir divulgación pública, periódica y verificable de la composición de reservas, incluyendo tipo de activos, vencimientos, custodios, contrapartes y concentraciones relevantes. Las auditorías deberían ser realizadas por firmas independientes y bajo estándares rigurosos, verificando no solo la existencia de activos, sino también su valoración y disponibilidad para atender reembolsos. Además, las pruebas de reserva basadas en tecnología blockchain pueden complementar la auditoría tradicional, siempre que se integren en un marco de supervisión formal y no sustituyan el control independiente.

## **Garantizar calidad y liquidez de las reservas**

El riesgo de corridas digitales exige que las reservas se mantengan en activos de alta calidad, bajo riesgo y elevada liquidez. Los reguladores deberían limitar la inversión a instrumentos como depósitos en entidades solventes, deuda soberana de corto plazo y fondos del mercado monetario de bajo riesgo. Deben evitarse activos ilíquidos, instrumentos de largo plazo o productos estructurados que puedan generar descalces de liquidez en episodios de tensión. La segregación completa de reservas respecto a los activos propios del emisor debe ser obligatoria para proteger a los tenedores si la entidad emisora atraviesa dificultades financieras.

## **Definir el acceso excepcional a liquidez pública**

Para stablecoins sistémicamente relevantes que cumplan requisitos prudenciales estrictos, los bancos centrales podrían considerar mecanismos excepcionales de liquidez de emergencia. Esta posibilidad permitiría reducir el riesgo de corridas autorrealizadas, en las que el pánico fuerza ventas precipitadas de reservas y agrava la pérdida de confianza. Sin embargo, dicho acceso debería estar condicionado a supervisión intensiva, requisitos de capital, planes de recuperación y mecanismos de resolución ordenada. De lo contrario, podría generarse riesgo moral y trasladar al sector público pérdidas derivadas de decisiones privadas.

### **Desarrollar CBDCs como alternativa pública complementaria**

Los bancos centrales deberían continuar desarrollando monedas digitales de banco central como complemento público a las stablecoins privadas. Las CBDCs bien diseñadas pueden ofrecer eficiencia, accesibilidad y seguridad sin depender de emisores privados ni de reservas opacas. No obstante, su diseño debe equilibrar innovación, privacidad y estabilidad financiera. Una CBDC excesivamente trazable podría ampliar la vigilancia estatal, mientras que una mal diseñada podría acelerar la desintermediación bancaria. Por ello, no deben plantearse como sustituto automático de las stablecoins, sino como una alternativa pública que discipline al mercado y preserve la confianza en el dinero soberano.

### **Establecer estándares de privacidad y uso de datos**

La regulación también debe abordar los riesgos de privacidad, especialmente sensibles. Los emisores y proveedores de wallets deberían aplicar principios de minimización de datos, seguridad, consentimiento informado y límites claros al uso comercial o gubernamental de la información financiera.

### **Proteger al consumidor y garantizar resolución ordenada**

Los usuarios de stablecoins necesitan derechos claros de reembolso, información comprensible sobre riesgos, protección frente a fraude y mecanismos accesibles de resolución de disputas. En caso de insolvencia o pérdida de paridad, deben existir procedimientos de resolución ordenada que prioricen la protección de los tenedores y minimicen efectos sistémicos. Estos regímenes deberían definir jerarquías de acreedores, liquidación de reservas y continuidad operativa. Sin estas garantías, la innovación puede trasladar riesgos excesivos a usuarios minoristas con menor capacidad para evaluar la solvencia del emisor.

### **Fomentar innovación responsable mediante sandboxes regulatorios**

Finalmente, la regulación debe evitar bloquear innovaciones potencialmente útiles. Los sandboxes regulatorios permiten probar nuevos modelos de stablecoins bajo supervisión activa y con límites claros de escala, duración y exposición de usuarios. Estos entornos facilitan el aprendizaje mutuo entre reguladores e innovadores, generan evidencia empírica y permiten adaptar las normas antes de que los riesgos alcancen dimensión sistémica.

En conjunto, estas recomendaciones buscan vincular cada problema identificado con una respuesta regulatoria concreta. La finalidad no es frenar el desarrollo del dinero digital, sino asegurar que las

stablecoins operen bajo condiciones de transparencia, solvencia, protección del usuario y responsabilidad pública.

**Tabla 6. Relación entre problemas identificados y recomendaciones regulatorias**

<b>Problema identificado</b>	<b>Recomendación regulatoria</b>	<b>Dimensión afectada</b>
<b>Fragmentación regulatoria y arbitraje jurisdiccional</b>	Establecer estándares mínimos internacionales y reforzar la coordinación entre reguladores	Gobernanza monetaria
<b>Diferente nivel de riesgo entre emisores</b>	Aplicar una regulación proporcional según tamaño, uso, reservas e interconexión sistémica	Estabilidad financiera
<b>Falta de transparencia sobre reservas</b>	Exigir reporting periódico, auditorías independientes y pruebas de reserva verificables	Transparencia
<b>Riesgo de corridas digitales</b>	Obligar a mantener reservas líquidas, seguras y segregadas de los activos del emisor	Estabilidad financiera
<b>Dependencia de emisores privados sistémicos</b>	Definir mecanismos excepcionales de liquidez pública sujetos a supervisión estricta	Estabilidad financiera y gobernanza
<b>Riesgo de pérdida de confianza en el dinero público</b>	Desarrollar CBDCs como alternativa pública complementaria	Soberanía monetaria
<b>Riesgos de privacidad y uso indebido de datos</b>	Establecer estándares de protección de datos, minimización y límites al uso de información financiera	Privacidad e interés público
<b>Falta de protección del consumidor</b>	Garantizar derechos de reembolso, resolución ordenada y mecanismos de reclamación	Protección del usuario
<b>Riesgo de frenar innovación útil</b>	Crear sandboxes regulatorios con límites de escala y supervisión activa	Innovación responsable

### 7.3 Líneas futuras de investigación

La investigación sobre stablecoins se encuentra todavía en una fase inicial, sus modelos de negocio y sus marcos regulatorios. Como se ha señalado en la metodología, este trabajo se basa en evidencia secundaria y analiza un fenómeno reciente, con datos fragmentados y dificultades para distinguir entre adopción real, actividad especulativa y uso interno del ecosistema cripto. Por ello, futuras investigaciones deberían profundizar en varias líneas que permitan medir con mayor precisión sus efectos monetarios, financieros,

sociales y geopolíticos.

### **Análisis empírico sobre la transmisión de la política monetaria**

Una primera línea de investigación debería centrarse en medir cómo la adopción de stablecoins afecta a la efectividad de los instrumentos de política monetaria. La evidencia disponible sigue siendo parcial y, en muchos casos, teórica. Serían necesarios estudios econométricos que analicen la relación entre penetración de stablecoins y variables como velocidad de circulación del dinero, sensibilidad del crédito a los tipos de interés, demanda de moneda local y eficacia de las operaciones de mercado abierto. Resultarían especialmente valiosos los estudios de caso en economías emergentes donde la sustitución monetaria mediante stablecoins denominadas en dólares está más avanzada.

### **Medición de adopción real fuera del ecosistema cripto**

Una limitación importante del análisis actual es que muchos datos sobre stablecoins proceden de transacciones on-chain o de exchanges, pero no siempre permiten distinguir uso económico real de trading, arbitraje o movimientos internos entre plataformas. La investigación futura debería desarrollar metodologías que midan con mayor precisión el uso de stablecoins en pagos cotidianos, remesas, comercio transfronterizo y ahorro en economías con inflación elevada. Esta línea es fundamental para evaluar si las stablecoins están generando inclusión financiera efectiva o si su adopción sigue concentrada en usuarios con conocimientos tecnológicos y exposición previa al ecosistema cripto.

### **Modelización de riesgos sistémicos y mecanismos de contagio**

Los modelos existentes de riesgo financiero fueron diseñados principalmente para bancos e intermediarios tradicionales, por lo que pueden no capturar bien las dinámicas específicas de las stablecoins. Se necesita investigación que desarrolle modelos de corridas digitales, incorporando la velocidad de transmisión de información en redes sociales, el trading automatizado, la concentración de liquidez y las conexiones entre emisores, bancos custodios y mercados de deuda pública. La modelización basada en agentes podría ayudar a simular comportamientos de distintos usuarios en escenarios de estrés. Estos modelos deberían calibrarse con episodios como el colapso de Terra-Luna o la pérdida temporal de paridad de USDC, de forma que puedan informar pruebas regulatorias.

### **Evaluación de la efectividad de distintos marcos regulatorios**

La diversidad de respuestas institucionales ofrece una oportunidad para comparar la efectividad de diferentes modelos regulatorios. Futuras investigaciones deberían analizar cómo MiCA en la Unión Europea, el marco estadounidense para stablecoins de pago y la estrategia china basada en restricción de criptoactivos privados y desarrollo del e-CNY afectan a la innovación, la estabilidad financiera, la protección del consumidor y la soberanía monetaria. Las metodologías de diferencias en diferencias podrían identificar efectos causales de cambios regulatorios concretos, mientras que los estudios cualitativos permitirían examinar problemas de implementación, supervisión y coordinación entre autoridades.

## **Investigación sobre inclusión financiera y comportamiento de usuarios**

A pesar de las promesas de inclusión financiera, sigue existiendo poca evidencia sobre quién utiliza realmente stablecoins, con qué objetivos y con qué resultados. Se requieren estudios de campo, encuestas y análisis de comportamiento que examinen patrones de adopción en poblaciones no bancarizadas o parcialmente bancarizadas. Estas investigaciones deberían identificar barreras reales, como alfabetización digital, acceso a internet, confianza en plataformas privadas, exposición a fraudes y costes de transacción. También sería útil analizar diferencias por género, edad, renta y nivel educativo, para evitar que estas tecnologías reproduzcan o agraven desigualdades existentes.

## **Gobernanza de protocolos descentralizados**

Las stablecoins descentralizadas operan con modelos de gobernanza que merecen un análisis más profundo desde la ciencia política, la economía institucional y la teoría de organizaciones. La investigación futura debería estudiar cómo funcionan en la práctica los sistemas de votación basados en tokens, evaluando su legitimidad, participación, eficiencia y vulnerabilidad a la captura por grandes tenedores. Estudios comparativos de protocolos como MakerDAO podrían identificar mejores prácticas de gobernanza descentralizada y mostrar si estos modelos ofrecen alternativas reales al control corporativo tradicional o si simplemente trasladan el poder hacia nuevos actores concentrados.

## **Privacidad financiera y arquitecturas de vigilancia**

Las tensiones entre privacidad, transparencia y prevención de actividades ilícitas requieren investigación interdisciplinaria. Desde el plano técnico, deberían explorarse diseños de privacidad selectiva que permitan supervisión regulatoria sin exponer innecesariamente las transacciones individuales, mediante herramientas como pruebas de conocimiento cero o sistemas de acceso escalonado a la información. Desde el plano jurídico y ético, sería necesario analizar cómo distintas arquitecturas de stablecoins y CBDCs afectan a derechos fundamentales, especialmente donde la trazabilidad financiera puede convertirse en un instrumento de vigilancia estatal o control social.

## **Interoperabilidad entre formas de dinero digital**

El futuro del sistema monetario probablemente estará marcado por la coexistencia de efectivo, depósitos bancarios, stablecoins privadas y CBDCs. Por ello, una línea relevante será estudiar qué arquitecturas técnicas e institucionales permiten la interoperabilidad entre estas formas de dinero sin comprometer la competencia, la seguridad ni la estabilidad financiera. Esto incluye estándares técnicos comunes, mecanismos de conversión entre instrumentos digitales, reglas de liquidación transfronteriza y marcos legales para operaciones que involucren múltiples jurisdicciones y tipos de dinero.

## **Geopolítica monetaria digital**

Por último, las stablecoins y las CBDCs plantean preguntas abiertas sobre la evolución del poder monetario internacional. Futuras investigaciones deberían examinar si las stablecoins denominadas en dólares consolidan la hegemonía estadounidense en formato digital o si, por el contrario, la expansión de

CBDCs y sistemas alternativos de pago favorece una mayor fragmentación monetaria. También sería relevante analizar sus efectos sobre sanciones económicas, controles de capital, dependencia de infraestructuras financieras y formación de posibles bloques monetarios regionales.

En conjunto, estas líneas futuras permitirían avanzar desde un análisis principalmente conceptual y documental hacia una comprensión más empírica del dinero digital. La digitalización monetaria sigue siendo un proceso abierto. Por ello, la investigación futura deberá ser multidisciplinar, empírica y comparada, incorporando dimensiones técnicas, económicas, políticas, sociales y éticas.

## Bibliografía

- Adrian, T., & Mancini-Griffoli, T. (2019). *The rise of digital money* (FinTech Notes No. 2019/001). International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/fintech-notes/Issues/2019/07/12/The-Rise-of-Digital-Money-47097>
- Aldasoro, I., Cornelli, G., Ferrari Minesso, M., Gambacorta, L., & Habib, M. M. (2024). *Stablecoins, money market funds and monetary policy* (BIS Working Papers No. 1219). Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/work1219.pdf>
- Arner, D. W., Auer, R., & Frost, J. (2020). *Stablecoins: Risks, potential and regulation* (BIS Working Papers No. 905). Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/work905.htm>
- Matthews, B. C., & Tran, H. (2025, February 12). *Central bank digital currencies versus stablecoins: Divergent EU and US perspectives*. Atlantic Council. <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/econographics/central-bank-digital-currencies-versus-stablecoins-divergent-eu-and-us-perspectives/>
- MacDonald, C., & Zhao, L. (2022). *Stablecoins and their risks to financial stability* (Staff Discussion Paper No. 2022-20). Bank of Canada. <https://doi.org/10.34989/sdp-2022-20>
- Brunnermeier, M. K., James, H., & Landau, J. P. (2019). *The digitalization of money* (NBER Working Paper No. 26300). National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w26300>
- Bullmann, D., Klemm, J., & Pinna, A. (2019). *In search for stability in crypto-assets: Are stablecoins the solution?* (ECB Occasional Paper No. 230). European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op230~d57946be3b.en.pdf>
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (2024). *The limits of DeFi for financial inclusion*. OECD Publishing. [https://www.oecd.org/en/publications/the-limits-of-defi-for-financial-inclusion\\_f00a0c7f-en.html](https://www.oecd.org/en/publications/the-limits-of-defi-for-financial-inclusion_f00a0c7f-en.html)
- Chainalysis Team. (2025, October 2). *Latin America emerges as a crypto powerhouse amid volatile growth*. Chainalysis. <https://www.chainalysis.com/blog/latin-america-crypto-adoption-2025/>
- Chorzempa, M. (2021). *China, the United States, and central bank digital currencies: How important is it to be first?* *China Economic Journal*, 14(1), 102-115. <https://doi.org/10.1080/17538963.2020.1870278>
- European Securities and Markets Authority. (2025). *Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA)*. ESMA. <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/digital-finance-and-innovation/markets-crypto-assets-regulation-mica>
- Cong, L. W., Li, Y., & Wang, N. (2021). *Tokenomics: Dynamic adoption and valuation*. *The Review of Financial Studies*, 34(3), 1105-1155. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa089>
- European Central Bank. (2025, July 28). *From hype to hazard: What stablecoins mean for Europe*. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb.blog20250728~e6cb3cf8b5.en.html>
- European Commission. (2023). *Regulation (EU) 2023/1114 on markets in crypto-assets (MiCA)*. Official Journal of the European Union. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32023R1114>
- European Parliament. (2023). *Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA): EU agrees on new rules*. <https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20230414IPR80133/>
- Financial Stability Board. (2022). *Assessment of risks to financial stability from crypto-assets*. Financial Stability Board. <https://www.fsb.org/2022/02/assessment-of-risks-to-financial-stability-from-crypto-assets/>
- Gorton, G., & Zhang, J. (2023). *Taming wildcat stablecoins*. *University of Chicago Law Review*, 90(3), 909-971. <https://lawreview.uchicago.edu/publication/taming-wildcat-stablecoins>

- Griffin, J. M., & Shams, A. (2020). Is Bitcoin really untethered? *The Journal of Finance*, 75(4), 1913-1964. <https://doi.org/10.1111/jofi.12903>
- International Monetary Fund. (2022, July 7). Central bank digital currency and the case of China. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/07/07/sp070722-central-bank-digital-currency-and-the-case-of-china>
- Cermak, L., Rogers, M., & Hoffmann, L. (2021). *Stablecoins: Bridging the network gap between traditional money and digital value*. The Block Research. [https://www.tbstat.com/wp/uploads/2021/03/20210310\\_Stablecoin\\_Report\\_v1.0.pdf](https://www.tbstat.com/wp/uploads/2021/03/20210310_Stablecoin_Report_v1.0.pdf)
- Klages-Mundt, A., Harz, D., Gudgeon, L., Liu, J. Y., & Minca, A. (2020). Stablecoins 2.0: Economic foundations and risk-based models. In *Proceedings of the 2nd ACM Conference on Advances in Financial Technologies* (pp. 59-79). <https://doi.org/10.1145/3419614.3423261>
- Lyons, R. K., & Viswanath-Natraj, G. (2023). What keeps stablecoins stable? *Journal of International Money and Finance*, 131, 102777. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2022.102777>
- Mu, C., & Huang, W. (2023). The e-CNY: Development, progress and implications (BIS Quarterly Review, March 2023). Bank for International Settlements. [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2303e.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2303e.htm)
- Panetta, F. (2022, April 25). *For a few cryptos more: The Wild West of crypto finance* [Speech]. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220425~6436006db0.en.html>
- Prasad, E. S. (2021). *The future of money: How the digital revolution is transforming currencies and finance*. Harvard University Press. <https://www.hup.harvard.edu/books/9780674258440>
- New York State Department of Financial Services. (2023, February 13). *Notice regarding Paxos-issued BUSD*. [https://www.dfs.ny.gov/consumers/alerts/Paxos\\_and\\_Binance](https://www.dfs.ny.gov/consumers/alerts/Paxos_and_Binance)
- U.S. Department of the Treasury. (2021). Report on stablecoins. President's Working Group on Financial Markets. [https://home.treasury.gov/system/files/136/StableCoinReport\\_Nov1\\_508.pdf](https://home.treasury.gov/system/files/136/StableCoinReport_Nov1_508.pdf)
- World Bank. (2021). *The Global Findex Database 2021: Financial inclusion, digital payments, and resilience in the age of COVID-19*. World Bank. <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/099818107072234182>
- Zetzsche, D. A., Arner, D. W., & Buckley, R. P. (2020). Decentralized finance. *Journal of Financial Regulation*, 6(2), 172-203. <https://doi.org/10.1093/jfr/fjaa010>