



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

ICADE

**LAS STABLECOINS EN EL SISTEMA MONETARIO  
INTERNACIONAL: RIESGOS, BENEFICIOS Y  
RESPUESTAS REGULATORIAS COMPARADAS**

Autor: Javier Arnaiz Martínez-Villaseñor

Director: Robert Andrew Robinson

MADRID | Junio 2026

## Índice

<b>Abstract</b> .....	<b>4</b>
<b>Resumen</b> .....	<b>5</b>
<b>1. Introducción</b> .....	<b>6</b>
1.1 Justificación y motivación del tema.....	6
1.2 Objetivos y preguntas de investigación .....	7
1.3 Metodología .....	9
<b>2. Revisión de la literatura y marco teórico</b> .....	<b>11</b>
2.1 Concepto y origen de las stablecoins: del bitcoin al dinero digital estable .....	11
2.2 Tipología y funcionamiento: fiat-backed, crypto-backed, algorítmicas e híbridas	13
2.3 Teorías del dinero aplicadas: enfoque “mercado” vs. enfoque “Estado” .....	14
2.4 Innovación financiera, estabilidad sistémica y el dinero como bien público .....	15
2.5 Literatura sobre regulación y gobernanza: por qué regulan los Estados .....	16
<b>3. Riesgos y beneficios de las stablecoins</b> .....	<b>17</b>
3.1 Funciones y usos de las stablecoins en el sistema financiero digital.....	17
3.2 Beneficios económicos potenciales .....	18
3.3 Riesgos financieros y de estabilidad (corridas, reservas, contagio).....	19
3.4 Riesgos regulatorios, tecnológicos y operativos (custodia, ciber, cumplimiento).	20
3.5 Implicaciones monetarias (desintermediación, transmisión monetaria, soberanía) .....	21
3.6 Casos de estudio ilustrativos .....	22
<b>4. La respuesta institucional y los modelos regulatorios</b> .....	<b>24</b>
4.1 Panorama internacional (FSB/BIS/FATF/FMI y coordinación global).....	24
4.2 Unión Europea: MiCA (ART/EMT), objetivos y lógica regulatoria .....	25
4.3 Reino Unido: enfoque gradual (HM Treasury/FCA).....	27
4.4 Estados Unidos: modelo fragmentado, la GENIUS Act y el debate regulatorio ...	28
4.5 Comparación UE-UK-USA: prioridades, instrumentos y trade-offs.....	29
<b>5. CBDCs y el futuro del dinero público digital</b> .....	<b>31</b>
5.1 Qué son las CBDCs y por qué aparecen .....	31
5.2 Euro digital: motivaciones específicas, diseño previsto y debates clave.....	32
5.3 Relación CBDCs-stablecoins: competencia, complementariedad y ancla monetaria .....	33
<b>6. Conclusiones</b> .....	<b>34</b>
6.1 Hallazgos principales .....	34

6.2 Implicaciones económicas y político-institucionales ante una mayor adopción de las stablecoins .....	37
6.3 Limitaciones y líneas futuras de investigación .....	39
<b>Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa .....</b>	<b>40</b>
<b>Referencias.....</b>	<b>42</b>

## **Abstract**

This thesis focuses the analysis on the emergence of stablecoins as a possible form of private digital money and their implications for the global financial system, monetary stability and regulatory frameworks. It argues that stablecoins are not to be reduced to an innovation within the cryptocurrency ecosystem, but financial instruments with the potential to perform monetary functions, and in consequence create tensions between private initiative and public monetary authority.

The research uses a qualitative and comparative methodology divided into two complementary planes: an economic analysis of the risks and benefits of stablecoins growing usage, and an institutional comparison of the regulatory responses developed by the European Union, the United Kingdom and the United States. Five homogeneous criteria are applied to ensure a structured and rigorous comparison.

The main findings establish that stablecoin stability is not an intrinsic property of the asset but is dependent on the backing system, governance and market confidence behind each model. Comparative analysis shows the contrasts between regulatory frameworks are not only technical differences but also represent the institutional priorities of each regulating institution: the EU emphasizes stability through MiCA, the UK adopts a gradual and flexible approach, and the US moves towards a first federal framework with the GENIUS Act of July 2025, in order to fix their fragmented agencies system. Finally, the study analyses Central Bank Digital Currencies, with particular focus on the digital euro, as a public institutional response to the expansion of private digital money.

**Keywords:** stablecoins; cryptocurrency regulation; MiCA; GENIUS Act; central bank digital currencies; monetary sovereignty; DeFi; financial stability; Blockchain.

## Resumen

Este trabajo se basa en el análisis de las *stablecoins* como una posible forma de dinero privado digital y sus implicaciones para el sistema financiero global, la estabilidad monetaria y los marcos regulatorios. El trabajo propone que las *stablecoins* no son únicamente una innovación dentro del ecosistema de las criptomonedas, sino instrumentos con la potencial capacidad para desempeñar funciones monetarias, creando así tensión entre la iniciativa privada de creación de “dinero” y la autoridad monetaria institucional existente.

La investigación se basa en una metodología cualitativa y comparativa dividida en dos planos complementarios: un análisis económico de los riesgos y beneficios de las *stablecoins*, y una comparación institucional de los marcos regulatorios desarrollados por la Unión Europea, el Reino Unido y Estados Unidos. Se aplican cinco criterios homogéneos para garantizar una comparación rigurosa y estructurada.

Los hallazgos principales sugieren que la estabilidad de una *stablecoin* no es intrínseca al activo, sino dependiente del sistema de respaldo, la gobernanza y la confianza del mercado. El análisis comparativo revela que los contrastes entre marcos regulatorios reflejan no solo diferencias técnicas, sino también las prioridades institucionales de cada regulador: la UE prioriza la estabilidad mediante el Reglamento MiCA, el Reino Unido adopta un enfoque gradual y flexible, y Estados Unidos avanza hacia un primer marco federal con la GENIUS Act de julio de 2025, para solventar los problemas de una regulación con dependencias fragmentadas en diferentes instituciones. Finalmente, el estudio analiza las monedas digitales de bancos centrales, con especial atención al euro digital, respuesta institucional pública a la expansión del dinero privado digital.

**Palabras clave:** *stablecoins*; regulación de criptoactivos; MiCA; GENIUS Act; monedas digitales de bancos centrales; soberanía monetaria; DeFi; estabilidad financiera; Blockchain.

# 1. INTRODUCCIÓN

## 1.1 Justificación y motivación del tema

En las últimas décadas, los mercados monetarios han sufrido una transformación profunda como consecuencia de la creciente digitalización del sistema financiero. Estos cambios han afectado prácticamente a todos los sectores de la economía, modificando las relaciones entre empresas, la comunicación con el cliente y, de manera especialmente relevante para este trabajo, los mecanismos de pago. Schilling y Uhlig (2025) señalan que la creciente importancia de las infraestructuras digitales y de los nuevos instrumentos de pago está reconfigurando el funcionamiento de los mercados monetarios, obligando a las instituciones financieras a adaptarse a un nuevo entorno.

En el contexto posterior a la crisis financiera global de 2008, surgieron con mayor fuerza nuevos activos financieros: las criptomonedas. La desconfianza en el sistema financiero, que provocó de forma directa e indirecta la gran caída de la economía global, impulsó a muchos usuarios a buscar modelos descentralizados basados en una nueva tecnología: la *blockchain*. Catalini (2017) define su eficacia señalando que esta tecnología permite coordinar transacciones entre agentes que no se conocen ni confían entre sí, sin necesidad de una autoridad central.

En términos sencillos, la *blockchain* funciona como un libro mayor distribuido entre un conjunto de nodos en la red, lo que permite registrar y verificar transacciones de forma segura y guardar un historial público e inalterable con cierto grado de pseudoanonimato. Dicho esto, conviene no sobrestimar sus garantías: la *blockchain* asegura que el registro es correcto e inalterable, pero no contiene información sobre la solvencia del emisor ni sobre el valor del activo que opera sobre ella. Esa distinción es relevante para entender por qué no todas las *stablecoins* son igual de seguras.

El crecimiento de las criptomonedas ha sido vertiginoso, generando un efecto llamada sobre nuevos usuarios y atrayendo el interés de grandes fondos e incluso algunos estados, como ilustra El Salvador al adoptar Bitcoin como moneda de curso legal (Blockchain Research Lab, 2022). No obstante, como advierten Schilling y Uhlig (2025), la alta volatilidad de estos activos ha limitado históricamente su capacidad para ser considerados dinero en sentido estricto, dado que dificulta su función como reserva de valor.

Según la teoría económica, el dinero debe cumplir principalmente las funciones de medio de intercambio, unidad de cuenta y depósito de valor (OpenStax, 2022). Se identifican además otras cualidades deseables, aceptación generalizada, dificultad de falsificación y estabilidad de valor, que refuerzan el papel de un activo como dinero, aunque no sean condición necesaria. Los criptoactivos tradicionales, por su naturaleza volátil, presentan dificultades estructurales para cumplir de manera consistente con estos requisitos.

Con el afán de responder a estas limitaciones y aproximarse a las funciones del dinero, surgen las conocidas como *stablecoins*. Bertsch (2022) las define como criptoactivos diseñados para mantener un valor relativamente estable, normalmente vinculado a una moneda fiduciaria u otro activo de referencia (p. 1). Al igual que sus predecesores, usan la tecnología *blockchain* como base, pero su valor no depende exclusivamente de la oferta y la demanda, sino que está respaldado por otros activos de referencia que buscan reducir la volatilidad. Los activos de respaldo más comunes son las reservas de dinero *fiat*, dólar o euro, u otros activos de alta liquidez. Existen también modelos basados en la sobrecolateralización de otras criptomonedas o en activos tradicionales menos líquidos.

Estas características permiten que las *stablecoins* se aproximen de forma mucho más significativa al concepto clásico de dinero. Su principal fortaleza reside en su uso como medio de intercambio en entornos digitales, gracias a su menor volatilidad relativa respecto a otros criptoactivos.

## **1.2 Objetivos y preguntas de investigación**

Una vez explicadas qué son las *stablecoins* y su relevancia en la era digital, este trabajo busca dar respuesta a los debates más relevantes derivados de su creciente uso. En particular, se pretende analizar no solo su diseño y funcionamiento, sino también las posibles implicaciones de su expansión para la estabilidad financiera y la política monetaria (Bertsch, 2022, p. 2).

El objetivo general de este trabajo es analizar las *stablecoins*, sus ventajas y sus riesgos y, simultáneamente, examinar las respuestas regulatorias de los estados para hacer frente a dichos riesgos y proteger sus intereses y los del sistema monetario. El Fondo Monetario Internacional (2025) señala que las *stablecoins* ocupan en estos momentos un lugar central en el debate sobre el futuro sistema monetario y financiero internacional (p. 3), y que los marcos de política deben equilibrar los beneficios potenciales en eficiencia de

pagos con riesgos significativos para la estabilidad macrofinanciera, la integridad financiera y la certidumbre jurídica (IMF, 2025, p. 5).

De forma más específica, este trabajo persigue los siguientes objetivos:

- Analizar las características diferenciadoras de las *stablecoins* en el contexto de los criptoactivos y su utilidad en los mercados de estos activos.
- Evaluar los beneficios potenciales de una mayor implementación de estos activos en la economía cotidiana a gran escala, con énfasis en la eficiencia de pagos, la protección del capital y la reducción de costes.
- Evaluar los riesgos potenciales asociados a esa expansión en términos económicos y financieros a escala macroeconómica.
- Comparar los distintos marcos regulatorios adoptados por la Unión Europea, Estados Unidos y Reino Unido.
- Analizar la viabilidad de las monedas digitales emitidas por los bancos centrales (CBDCs) como alternativa a los proyectos privados de dinero digital.

Partiendo de estos objetivos, la investigación trata de responder la siguiente pregunta principal:

¿Por qué la Unión Europea, Estados Unidos y Reino Unido han adoptado enfoques regulatorios diferentes frente a las *stablecoins*, y en qué medida esas diferencias responden a los riesgos sistémicos y beneficios económicos asociados a su expansión?

Esta pregunta se fundamenta en la observación de que las respuestas de política no solo reflejan preocupaciones técnicas, sino también prioridades institucionales y estructuras de mercado específicas de cada región. De forma complementaria, el trabajo busca responder a las siguientes preguntas secundarias:

1. ¿Qué funciones económicas desempeñan las *stablecoins* en el sistema financiero digital y qué factores explican su acelerada adopción?
2. ¿Qué riesgos preocupan más a los reguladores de UE, EE. UU. y Reino Unido, y cómo se traducen en medidas concretas dentro de sus respectivos marcos regulatorios?

3. ¿Qué papel desempeñan las CBDCs en la estrategia estatal para mantener la estabilidad y soberanía monetaria frente a la consolidación del dinero privado digital?

### 1.3 Metodología

La metodología de este trabajo combina el análisis documental y cualitativo con una comparación institucional estructurada en dos planos complementarios, tomando como referencia el enfoque propuesto por Yin (2014) para los estudios comparativos de políticas públicas.

El primer plano examina las *stablecoins* como activos financieros, centrándose en sus riesgos y beneficios desde una perspectiva económica. El segundo plano realiza un análisis comparativo de las regulaciones desarrolladas por la Unión Europea, el Reino Unido y Estados Unidos, con el objetivo de identificar las divergencias regulatorias y sus implicaciones para la política monetaria internacional (IMF, 2025, p. 18). La elección de estas tres jurisdicciones no es arbitraria: representan los mercados financieros más desarrollados del mundo, concentran la mayor parte de la actividad regulatoria en materia de *stablecoins* y ofrecen modelos suficientemente distintos entre sí como para permitir una comparación analíticamente relevante. Se excluyen deliberadamente otras regiones como Asia o América Latina, no por carecer de marcos regulatorios de interés, sino porque su inclusión habría ampliado el alcance del trabajo más allá de lo que permite un análisis riguroso en este formato; su estudio queda señalado como línea futura de investigación en el apartado 6.3.

Para ello, se llevará a cabo en primer lugar una revisión sistemática de la literatura académica relativa a la teoría monetaria, la economía política internacional y el funcionamiento de las *stablecoins* como criptoactivos y dinero digital. Esta revisión se apoya en una jerarquía de fuentes deliberada. Como fuentes primarias institucionales se utilizan los documentos oficiales del IMF (2025), el BCE (2023), el FSB (2023), el BIS (2022) y los marcos regulatorios de la Unión Europea (European Parliament & Council, 2023) y del Reino Unido (HM Treasury & FCA, 2023), por ser los organismos con mayor autoridad normativa y analítica sobre la materia. Como fuentes académicas principales se recurre a Bertsch (2022), Lyons y Viswanath-Natraj (2023), Gorton y Zhang (2021), Schilling y Uhlig (2025), Bindseil (2020) y Yin (2014), trabajos con revisión por pares

que sostienen los argumentos teóricos y comparativos centrales del estudio. De forma complementaria, fuentes académicas secundarias como Catalini (2017), Cuadros-Solas (2022), Brunnermeier et al. (2022) o Falk y Hammer (2022) se emplean para ilustrar aspectos específicos o reforzar argumentos puntuales. Por último, fuentes de apoyo operativo como BBVA Research (2026), Chainlink Education (2026) o MakerDAO (2024) se utilizan exclusivamente para describir mecanismos técnicos concretos, sin apoyar en ellas argumentos de fondo.

De igual manera, se analizará y comparará la regulación de las tres jurisdicciones mencionadas: la Unión Europea, tomando como principal referencia el Reglamento MiCA; el Reino Unido, con el enfoque gradual propuesto por HM Treasury bajo el marco supervisor de la FCA (HM Treasury, 2023); y Estados Unidos, con su modelo fragmentado y su posición singular respecto a la implementación del dinero digital público.

Para garantizar una comparación rigurosa y sistemática, se aplicarán cinco criterios homogéneos de análisis, adaptados de la metodología comparativa de políticas regulatorias (Yin, 2014). Estos criterios se seleccionaron por ser los que mejor capturan las dimensiones donde las tres jurisdicciones presentan divergencias más relevantes, y por permitir una comparación estructurada que trascienda la mera descripción normativa:

- Definición y clasificación legal de los *stablecoin-tokens*.
- Obligaciones legales de reservas y uso de activos de respaldo.
- Derechos de canje de *stablecoins* por activos de respaldo.
- Obligaciones de transparencia hacia los inversores.
- Finalidad de política pública en relación con las *stablecoins*.

Estos cinco criterios no son un simple esquema descriptivo, su utilidad está en que permiten comparar jurisdicciones con marcos jurídicos muy distintos usando la misma vara de medir. Aplicarlos de forma sistemática es lo que permite identificar, más allá de las diferencias de formato legal, qué prioriza realmente cada Estado y cuáles son las consecuencias prácticas de esas prioridades para la estabilidad del sistema financiero y la soberanía monetaria. Se excluyen deliberadamente otros criterios posibles, como el tratamiento fiscal o los requisitos de licencia técnica, por considerarse menos determinantes para el análisis macroeconómico e institucional que guía este trabajo.

Adicionalmente, el trabajo dedica una sección específica al papel de las monedas digitales de bancos centrales (CBDCs), con especial interés en el euro digital como posible respuesta gubernamental al dinero privado digital. El BCE (2023) define el euro digital como una forma electrónica de dinero del banco central disponible para todos, que complementa el efectivo y se integra en el ecosistema europeo de pagos minoristas (p. 2). Se analizarán su viabilidad técnica, su lógica económica y su interrelación con los marcos regulatorios previamente estudiados.

Este estudio reconoce una serie de limitaciones derivadas de su diseño metodológico:

- **Carácter cambiante del objeto de estudio:** las *stablecoins* y su regulación evolucionan constantemente. Bertsch (2022) advierte que los cambios normativos repentinos pueden alterar significativamente la evaluación de riesgos y oportunidades en cuestión de meses (p. 15). Esta limitación se mitiga mediante la selección de fuentes recientes y actualizadas.
- **Enfoque cualitativo:** la metodología comparativa elegida se centra en la explicación de fundamentos y la comparación de marcos regulatorios, sin recurrir al análisis econométrico. Como señala Yin (2014), los estudios de caso destacan en el desarrollo de explicaciones causales dentro de contextos específicos.
- **Alcance geográfico limitado:** la comparación se restringe a tres jurisdicciones, excluyendo otras regiones como Asia donde también se desarrollan marcos regulatorios relevantes, aunque su exclusión responde a los objetivos y la delimitación del trabajo (IMF, 2025).

Estas limitaciones no comprometen la validez del análisis, pero sí su capacidad de abarcar el tema en su totalidad y de mantenerse completamente actualizado frente a posibles cambios de mercado posteriores a la fecha de finalización del estudio.

## 2. REVISIÓN DE LA LITERATURA Y MARCO TEÓRICO

### 2.1 Concepto y origen de las *stablecoins*: del bitcoin al dinero digital estable

Como se ha introducido anteriormente, las criptomonedas surgen en el ámbito digital con el objetivo de generar un sistema de transferencia de valor alternativo al dinero fiduciario tradicional, cuya credibilidad había quedado en entredicho tras la crisis de 2008. Desde

esta premisa, Bitcoin se presenta en 2008 como el primer intento exitoso de ofrecer un sistema de efectivo electrónico entre pares que permite pagos en línea directos sin pasar por una institución financiera (Nakamoto, 2008, p. 1).

Bitcoin es la criptomoneda con mayor capitalización de mercado y la más conocida a nivel social, posición que debe a haber sido la primera en presentarse como un activo digital descentralizado, protegido y verificado por la *blockchain*, capaz de permitir transferencias de valor sin intermediarios, con seguridad y un alto grado de pseudoanonimato. A su estela surgieron miles de criptomonedas, todas con fundamentos técnicos similares, pero ofreciendo variaciones en su propuesta de valor.

Sin embargo, la mayoría de estas criptomonedas compartían una limitación común: las fuertes fluctuaciones en su precio. Lyons y Viswanath-Natraj (2023) señalan que las principales criptomonedas pueden registrar variaciones diarias de precio de dos dígitos, lo que dificulta su uso como medio de pago estable (p. 47). Desde el punto de vista del inversor especulativo, la volatilidad puede resultar atractiva si va acompañada de alta rentabilidad; pero si el objetivo fundacional de estas criptomonedas es servir como mecanismo descentralizado de traspaso de capital, las fluctuaciones extremas las hacen ineficientes o incluso inútiles para el uso cotidiano.

En este contexto, y con la finalidad de acercarse al principio fundacional de facilitar el traspaso de valor de forma eficiente y descentralizada, surgen las *stablecoins* o monedas estables. Estas se conciben como criptoactivos diseñados para mantener un valor relativamente estable mediante distintos mecanismos de respaldo o control de la oferta, reduciendo así la volatilidad típica de otros criptoactivos. El FMI resume su función señalando que buscan combinar la eficiencia de la tecnología de registro distribuido con la estabilidad de referencia de activos tradicionales, generalmente monedas fiduciarias (IMF, 2025, p. 7).

Las *stablecoins* suponen, por tanto, una auténtica innovación dentro del ecosistema de criptomonedas, al permitir a inversores y usuarios operar en el entorno cripto sin estar constantemente expuestos a la volatilidad de otros tokens. Estudios recientes apuntan a que el volumen de transacciones en *stablecoins* ha superado ampliamente al de otras criptomonedas en muchas plataformas de negociación y aplicaciones DeFi (Bertsch, 2022, p. 8), consolidando su posición como medio preferente para pagos y otras operaciones cotidianas en el sistema financiero descentralizado.

## 2.2 Tipología y funcionamiento de las stablecoins

Aunque el término *stablecoin* se use de forma genérica para englobar las criptomonedas estables, y muchos usuarios poco familiarizados con estos activos lo consideren una categoría homogénea, en realidad engloba modelos con mecanismos de estabilización sustancialmente diferentes. Todos comparten el mismo objetivo, mantener la estabilidad del criptoactivo, pero difieren en la forma de alcanzarlo, lo que tiene implicaciones tanto en términos de riesgo como de tratamiento regulatorio.

El primer modelo, y el más extendido en términos de capitalización y uso, es el de las *fiat-backed* o *stablecoins* respaldadas por dinero *fiat*. En este sistema, cada token emitido está vinculado a una unidad de moneda *fiat*, euro o dólar principalmente, vínculo que se mantiene porque el emisor conserva una reserva de ese dinero, ya sea en efectivo o en activos tradicionales altamente líquidos equivalentes. Así se mantiene una relación muy próxima a 1 token = 1 euro/dólar. El IMF (2025) señala que la solidez de este modelo descansa en dos pilares: la calidad y liquidez de los activos de reserva, y la credibilidad del emisor para garantizar la conversión a la par (p. 9). En la misma línea, Cuadros-Solas (2022) observa que, pese a ser el modelo más estable, presenta una mayor dependencia del sistema financiero tradicional, lo que lo aleja del ideal de plena descentralización (p. 158). A nivel operativo, BBVA Research (2026) confirma que en la práctica la conversión 1:1 depende directamente de la reputación del emisor (párr. 8). Ejemplos representativos son Tether (USDT), USD Coin (USDC) y Euro Tether (EURT).

En segundo lugar, destacan las *crypto-backed stablecoins*. A diferencia del modelo anterior, su activo de reserva son otras criptomonedas, normalmente Bitcoin o Ethereum. Para compensar la elevada volatilidad de estos activos de respaldo, utilizan mecanismos de sobrecolateralización (*over-collateralization*), de modo que el valor de las garantías supera con creces el de las *stablecoins* emitidas. Lyons y Viswanath-Natraj (2023) ilustran el mecanismo: para emitir 100 DAI con valor objetivo de 100 dólares, se depositan criptoactivos por valor de 150-200 dólares en contratos inteligentes, creando un colchón de seguridad ante fluctuaciones (p. 48). El riesgo principal surge cuando el valor del colateral cae bruscamente, pudiendo desencadenar liquidaciones forzosas que comprometan la paridad. El ejemplo más representativo es el DAI (MakerDAO).

En tercer lugar, las *stablecoins* algorítmicas prescinden de reservas en activos tradicionales o criptoactivos suficientes para respaldar su valor. En su lugar, emplean

algoritmos y contratos inteligentes que ajustan la oferta de tokens en función de la demanda del activo. Gorton y Zhang (2021) advierten que este modelo es el más frágil desde el punto de vista de la teoría monetaria, ya que su estabilidad depende enteramente de la confianza del mercado en el mecanismo algorítmico, sin activo subyacente que la respalde. A nivel técnico, Chainlink Education (2026) describe el funcionamiento concreto: si el precio de la *stablecoin* sube por encima de 1 dólar, el algoritmo emite más tokens para aumentar la oferta y bajar el precio; si cae por debajo, retira tokens de circulación para reducir la oferta y elevar el precio (párr. 5). Como evidenció el colapso de TerraUSD (UST) en 2022, este modelo ha demostrado ser el más vulnerable en situaciones de estrés, caso que se analiza en el apartado 3.6.

Por último, existen modelos híbridos que combinan dos o más de los sistemas anteriores. Cuadros-Solas (2022) observa que su evolución refleja la búsqueda de equilibrio entre la estabilidad inherente al respaldo *fiat*, la descentralización de los modelos *crypto-backed* y la eficiencia de capital de los sistemas algorítmicos (p. 160). Un ejemplo ilustrativo es FRAX, que combina aproximadamente un 85% de respaldo *fiat* con un 15% algorítmico. La tendencia hacia estos modelos mixtos sugiere que el mercado demanda soluciones que integren las fortalezas de cada enfoque.

La diferencia entre modelos no es solo técnica. Cada tipo de *stablecoin* conlleva un perfil de riesgo distinto y, por extensión, requiere un tratamiento regulatorio diferente. Las *fiat-backed* dependen de quién custodia las reservas y con qué transparencia; las *crypto-backed* asumen el riesgo del colateral; las algorítmicas, como se ha visto, pueden colapsar ante una pérdida de confianza; y los modelos híbridos heredan, en distinta proporción, los riesgos de todos ellos. Esta heterogeneidad es uno de los principales desafíos a los que se enfrentan los reguladores.

### **2.3 Teorías del dinero aplicadas: enfoque "mercado" vs. enfoque "Estado"**

En la teoría monetaria clásica existen dos grandes vertientes para definir el dinero: las orientadas al mercado y las orientadas al Estado. Analizar sus diferencias permite evaluar el posible encaje de las *stablecoins* de emisión privada en cada una de ellas.

El enfoque orientado al mercado considera que el dinero depende de su aceptación social y uso generalizado como unidad de cuenta y medio de intercambio, sin necesidad de un emisor estatal (Hayek, 1976). Para Menger, el dinero surge históricamente del mercado

como solución a las limitaciones del trueque: ciertos bienes pasan a aceptarse no por su utilidad directa, sino por su mayor comerciabilidad, hasta convertirse en un medio ampliamente aceptado. Bajo estas premisas, las *stablecoins* podrían aproximarse a la condición de dinero en la medida en que alcanzasen una adopción suficientemente generalizada y mantuviesen de forma estable sus funciones monetarias, en particular su uso como medio de intercambio y referencia de valor.

En contraposición, la perspectiva estatal concibe el dinero como un activo indisolublemente vinculado a la soberanía nacional y al sistema fiscal. Keynes (1930) defiende que el dinero es, en esencia, un bien público definido por su aceptación en el pago de impuestos y por la capacidad exclusiva del banco central para emitirlo o retirarlo en función de los intereses de estabilidad de precios. Esta corriente, conocida también como cartalismo, sostiene que la confianza en el dinero no procede del mercado sino del respaldo institucional del Estado. Desde este punto de vista, las *stablecoins fiat-backed* incorporan parte de la confianza de las monedas que las respaldan, pero su ambigüedad legal y su naturaleza privada las excluyen de la categoría de dinero soberano.

Esta discusión teórica no es meramente académica: tiene consecuencias directas sobre cómo los distintos gobiernos se aproximan a la regulación. Un regulador más próximo a la visión cartalista tenderá a exigir respaldos estrictos, supervisión del emisor y límites claros a la emisión privada. Uno más próximo a Hayek podría tolerar una mayor competencia entre *stablecoins* y monedas tradicionales, apostando por el mercado como mecanismo de selección. En la práctica, las diferencias que se observan entre la UE, EE. UU. y el Reino Unido reflejan en buena medida esta tensión. Algunos autores de la escuela estatista defienden el desarrollo de CBDCs como la forma natural de preservar la soberanía monetaria en la era digital. Bindseil (2020) afirma que las CBDCs representan la evolución natural del dinero público hacia la era digital, preservando la soberanía monetaria frente a alternativas privadas (p. 15).

## **2.4 Innovación financiera, estabilidad sistémica y el dinero como bien público**

Las *stablecoins* constituyen una innovación tecnológica y financiera significativa, con capacidad potencial para mejorar la eficiencia en sistemas de pagos y transacciones transfronterizas. Técnicamente, representan avances notables: transferencias casi instantáneas con fricción mínima, programabilidad nativa e integración de contratos

inteligentes sobre la *blockchain* (Catalini, 2017). Schilling y Uhlig (2025) estiman que las *stablecoins* pueden reducir los costes de transacción transfronteriza del 6,5% actual a menos del 1%, con liquidación en segundos (p. 7). No obstante, conviene precisar que estas ventajas derivan del diseño conjunto del sistema, respaldo, red y protocolo, y no de la *blockchain* por sí sola, que garantiza la trazabilidad del registro pero no la paridad ni la solvencia del activo.

Desde la perspectiva macroeconómica, sin embargo, sus riesgos son relevantes. Como se ha expuesto en el apartado 2.2, no todas las *stablecoins* son igualmente estables: sus distintos sistemas de respaldo generan perfiles de riesgo muy diferentes. Uno de los mayores temores es que su adopción a gran escala produjese una desintermediación bancaria, reduciendo el uso de bancos tradicionales y afectando la capacidad de los bancos centrales para transmitir la política monetaria (IMF, 2025).

Una parte significativa de la literatura, principalmente representada por economistas con una visión gubernamentalista de la teoría monetaria, considera que el sistema de pagos y el dinero en sí mismo son bienes públicos que deben ser protegidos frente a riesgos sistémicos. Gorton y Zhang (2021) plantean una pregunta que vertebra este debate: ¿cómo garantizar la gobernanza del dinero si es emitido por entidades privadas con posibles conflictos de interés? Los emisores privados pueden priorizar rentabilidad sobre estabilidad social, generando externalidades negativas como corridas sobre reservas o pánicos contagiosos (Bertsch, 2022). Desde este marco teórico, la intervención regulatoria y el desarrollo de CBDCs tienden a entenderse como respuestas necesarias y socialmente deseables, aunque esta valoración no es compartida de forma unánime por toda la literatura.

## **2.5 Literatura sobre regulación y gobernanza: por qué regulan los Estados**

En los países con las economías más desarrolladas, el debate regulatorio sobre las *stablecoins* es cada vez más intenso, dada su naturaleza singular. La literatura y los documentos institucionales, aunque representan visiones diversas, coinciden mayoritariamente en que la importancia de la regulación trasciende la protección del consumidor: el foco está en los riesgos sistémicos y en las externalidades imprevisibles que puedan afectar al sistema financiero.

En términos generales, los marcos regulatorios tienden a articularse en torno a cuatro objetivos: la estabilidad financiera (IMF, 2025), la protección del consumidor (Cuadros-Solas, 2022), la integridad del sistema y la preservación de la soberanía monetaria (Bindseil, 2020). La manera en que cada jurisdicción jerarquiza estos objetivos explica, en buena medida, las divergencias regulatorias observadas.

Las diferencias regulatorias entre jurisdicciones reflejan las diferentes prioridades de los Estados. Cuadros-Solas (2022) observa que la UE prioriza la estabilidad sistémica, materializada en el Reglamento MiCA, mientras que EE. UU. ha enfatizado históricamente la innovación y la competencia, generando una mayor fragmentación regulatoria (p. 165). Esta divergencia de prioridades, y sus consecuencias para los mercados globales, es precisamente uno de los ejes analíticos de este trabajo.

### **3. RIESGOS Y BENEFICIOS DE LAS STABLECOINS**

#### **3.1 Funciones y usos de las stablecoins en el sistema financiero digital**

Para analizar los riesgos y la regulación relativos a las *stablecoins*, es necesario partir de un correcto entendimiento del papel práctico que desempeñan en el ecosistema financiero digital. Aunque su nombre pueda sugerir un uso cotidiano como sustituto del dinero fiduciario, su función principal consiste en facilitar operaciones dentro de la *blockchain* y los mercados de criptoactivos (Lyons & Viswanath-Natraj, 2023). En este entorno, su estabilidad relativa les ha permitido destacar como instrumento preferente para efectuar transacciones en un contexto de alta volatilidad (Schilling & Uhlig, 2025).

Su primera función es actuar como base de liquidez en los mercados de criptoactivos. Un porcentaje relevante de usuarios mantiene parte de su capital en *stablecoins* cuando desea pausar temporalmente su exposición al riesgo de precio de otros tokens, sin necesidad de reconvertir a dinero *fiat* a través del sistema bancario tradicional y sus costes asociados. Bertsch (2022) documenta que en 2024 las *stablecoins* representaron el 70% del volumen de *trading* en pares cripto/cripto en las principales *exchanges* (p. 9), ofreciendo además velocidad de reinversión continua, las 24 horas del día, y evitando los tiempos de procesamiento del sistema bancario convencional (IMF, 2025).

También es fundamental su posición en las finanzas descentralizadas (DeFi). Su valor estable les permite actuar como referencia en los precios de otros activos volátiles, *pools* de liquidez y colateral en préstamos y *smart contracts*. Cuadros-Solas (2022) destaca que en el ecosistema DeFi, las *stablecoins* funcionan como el 'dólar digital', permitiendo la creación de productos financieros complejos sin intermediarios centralizados (p. 158).

Una función aún minoritaria, pero con un potencial de crecimiento considerable, es su uso en el pago de remesas y pagos internacionales. Su velocidad, bajo coste y pseudoanonimato las hacen atractivas para muchos usuarios. El debate actual se centra en la dificultad de convertir estas criptomonedas a moneda local en los países de destino, así como en su posible utilidad en economías con monedas locales menos estables que estos criptoactivos.

### **3.2 Beneficios económicos potenciales de las stablecoins**

Las *stablecoins* están asociadas a un conjunto de beneficios económicos potenciales derivados de su naturaleza como dinero digital programable que opera de forma continua. Los principales, reducción de fricciones en pagos, aumento de la competencia en servicios de pago y su valor como activo puente entre finanzas tradicionales y descentralizadas, ya han sido introducidos en el apartado anterior; este apartado profundiza en su alcance e implicaciones.

En materia de eficiencia de pagos, su mayor impacto potencial se concentra en las remesas y los pagos transfronterizos. Schilling y Uhlig (2025) estiman que una adopción del 20% de las remesas globales, unos 800.000 millones de dólares anuales, a través de *stablecoins* generaría ahorros de 50.000 millones de dólares anuales para los remitentes (p. 10), además de ofrecer liquidación instantánea, independiente de horarios bancarios.

No menos relevante es el potencial aumento de la competencia en los servicios de pago, un cambio que podría resultar verdaderamente disruptivo. En la actualidad, los sistemas de pago en occidente están dominados por Visa y Mastercard, dos empresas estadounidenses susceptibles de quedar afectadas por sanciones o embargos en contextos de conflicto internacional. Cuadros-Solas (2022) argumenta que la entrada de nuevos competidores en este oligopolio obligaría al mercado a beneficiarse de mayor innovación y eficiencia general (p. 162). En un escenario más extremo, podría incluso producirse la reconfiguración del sistema hacia uno con costes de transacción radicalmente menores: el

BIS (2022) documenta que los costes medios en *stablecoins* (0,1-0,3%) representan una fracción de los de las redes de tarjetas (1,5-3%).

Por último, su función como puente entre las finanzas descentralizadas y las finanzas tradicionales constituye un beneficio tanto para los usuarios como para el sistema en su conjunto, al combinar las ventajas de la infraestructura existente con la velocidad, programabilidad y accesibilidad propias de los mercados *blockchain*.

Sus beneficios no deben considerarse meramente teóricos: ya representan, hoy en día, motivaciones reales para el uso de estos criptoactivos. Parte de la literatura defiende que su integración en el sistema financiero sería viable y, en general, manejable si se realiza de forma progresiva y regulada. El FMI (2025) sostiene que, reguladas adecuadamente, las *stablecoins* pueden catalizar una transición ordenada hacia infraestructuras de pago más eficientes sin desestabilizar el sistema monetario (p. 20).

### **3.3 Riesgos financieros y de estabilidad: corridas, reservas, contagio y efectos sistémicos**

A pesar de su nombre, sus funciones y sus objetivos, el mayor riesgo macrofinanciero al que se enfrentan las *stablecoins* es el de la pérdida de paridad con el dinero *fiat* que buscan representar, y los episodios de corrida (*run*) asociados a esa pérdida. El valor de una *stablecoin*, pese a las medidas adoptadas para mantenerlo, sigue estando ligado en cierta medida al mercado, especialmente en aquellas cuyo activo de respaldo no es dinero *fiat* (Lyons & Viswanath-Natraj, 2023).

Estas fluctuaciones pueden erosionar la «unicidad del dinero» (*singleness of money*), es decir, la propiedad de que una unidad monetaria tenga el mismo valor independientemente del soporte. A esto se suma que algunas *stablecoins* no garantizan plenos derechos de redención para todos sus tenedores, lo que presiona a muchos inversores a vender en el mercado en momentos de estrés, agravando la crisis de confianza y amplificando las fluctuaciones de precio (Gorton & Zhang, 2021).

Cuando comienza una corrida, el problema no se limita al token en cuestión: también afecta al balance del emisor y puede desencadenar liquidaciones de reservas. Ante una demanda de redención muy elevada, el emisor puede verse obligado a liquidar sus activos de respaldo en un corto periodo de tiempo, con ventas forzadas por debajo del precio de

mercado para cumplir sus obligaciones. Esto puede contagiarse a los mercados tradicionales en los que se encuentran esas reservas, como acciones o letras del Tesoro.

Un riesgo específico de las *stablecoins* respaldadas por dinero *fiat* o activos tradicionales es la quiebra de los bancos custodios. El colapso de Silicon Valley Bank en marzo de 2023 ilustra este riesgo con claridad: USDC llegó a cotizar aproximadamente un 12% por debajo de la paridad con el dólar que debía representar, como consecuencia del elevado porcentaje de sus reservas depositadas en ese banco.

Otros riesgos relevantes emergen de la expansión de las *stablecoins* fuera del ecosistema cripto: la desintermediación bancaria derivada de la competencia directa con los depósitos, los riesgos de sustitución monetaria y los posibles flujos de capital que eluden el control de los bancos centrales. Si una parte significativa de la actividad económica utilizase *stablecoins* denominadas en monedas extranjeras, los bancos centrales podrían perder capacidad de influencia sobre la liquidez de la moneda local y los tipos de interés, con riesgos adicionales de movimientos de capitales ilícitos o que sortean las medidas internacionales vigentes.

### **3.4 Riesgos regulatorios, tecnológicos y operativos: custodia, ciberseguridad, gobernanza y cumplimiento**

Además de los riesgos macrofinancieros descritos en el apartado anterior, las *stablecoins* plantean riesgos a nivel micro que abarcan la dimensión operativa, tecnológica, legal y de cumplimiento. El FMI agrupa algunos de ellos bajo el concepto de «seguridad y eficiencia» (*safety and efficiency*), que incluye procesos defectuosos, fallos en sistemas, brechas de datos y ataques cibernéticos, entre otros (IMF, 2025). También cobra importancia el riesgo relativo a los *smart contracts* y sus posibles fallos de código o seguridad, cuya resolución se ve dificultada por la opacidad legal y la falta de obligación de colaboración entre las partes.

El riesgo de custodia es intrínseco a los criptoactivos y, por extensión, a las *stablecoins*. La custodia hace referencia a dónde se depositan los activos, denominados *wallets*, que pueden ser aplicaciones conectadas a la red (*hot wallets*), dispositivos fuera de la red (*cold wallets*) o soluciones custodiadas por terceros. Las que están conectadas a la red o gestionadas por entidades externas son vulnerables a ataques de ciberdelincuentes (Fireblocks, 2025).

Otro bloque de riesgo es el legal y de infraestructura de pagos, relativo a la liquidación y conversión de *stablecoins* a dinero *fiat*. En muchos casos, el emisor no garantiza jurídicamente la capacidad plena de reembolso al tenedor, lo que afecta especialmente a las *stablecoins* cuyo valor de reserva está ligado a criptomonedas o a sistemas algorítmicos. Esta incertidumbre genera riesgos en las operaciones de conversión a dinero *fiat*: la transacción que devuelve el capital digital al sistema tradicional.

Por último, y en línea con lo apuntado en el apartado 3.3, existen riesgos de incumplimiento legal y delitos financieros. Aunque son compartidos por todos los cryptoactivos, resultan especialmente preocupantes en el caso de las *stablecoins* por su bajo coste de transacción y el pseudoanonimato de la *blockchain*, que las hace susceptibles de ser utilizadas en blanqueo de capitales, financiación del terrorismo u otras actividades ilícitas. Este es uno de los principales argumentos que ha impulsado la acción regulatoria en múltiples jurisdicciones.

### **3.5 Implicaciones monetarias: desintermediación, transmisión de la política monetaria y soberanía**

Fuera del ecosistema de las criptomonedas, las *stablecoins* suscitan un interés creciente por sus posibles efectos sobre la política y la soberanía monetarias de los Estados. Su potencial para afectar a la economía monetaria es de una magnitud sin precedentes recientes, lo que hace que sus posibilidades de integración a gran escala sean estudiadas con atención y cautela (Bank for International Settlements [BIS] (2022)).

La desintermediación bancaria sería uno de los primeros impactos, y con mayor probabilidad de afectar profundamente a la estructura económica actual. La importancia sistémica de los bancos es innegable, como demuestran los rescates posteriores a la crisis de 2008 o las inyecciones de liquidez canalizadas a través de los bancos durante la crisis del COVID (BCE, 2023). Si los bancos perdieran su capacidad de generar, distribuir y prestar dinero, la economía podría sufrir una inestabilidad sin precedentes, con consecuencias que van desde el encarecimiento de la financiación bancaria hasta la contracción directa de la oferta de crédito. Los *smart contracts* y la posibilidad de prestar *stablecoins* entre usuarios de forma remunerada serían el detonante de estos escenarios.

La conocida como dolarización digital cobra también relevancia en este contexto. El FMI (2025) advierte que las *stablecoins* denominadas en dólares pueden contribuir a la

sustitución de divisas locales, aumentar la volatilidad de los flujos de capital al eludir controles y fragmentar los sistemas de pagos si no se garantiza interoperabilidad (p. 22). En países cuya moneda local es débil, la adopción parcial y desigual de estas *stablecoins* podría devaluar aún más la moneda nacional, afectando los ahorros de las familias con consecuencias potencialmente duraderas.

Todas estas implicaciones son un evidente retrato de por qué las *stablecoins* han pasado de ser meramente un instrumento utilizado en mercados digitales, cuyo esfuerzo regulatorio no era prioritario, a ser un fenómeno que podría afectar la realidad macroeconómica si el mercado así lo decide en el futuro. Por ende, los Estados consideran imprescindible regular. Actualmente no se ve solo como una necesidad de protección del usuario sino como una posible espada de Damocles apuntando al sistema financiero tradicional y que, dejada a su libre uso e implementación, podría desencadenar consecuencias de una magnitud comparable a las observadas en episodios históricos de ruptura del orden monetario internacional, como el abandono del patrón oro por parte de Estados Unidos (Brunnermeier et al., 2022).

### **3.6 Casos de estudio ilustrativos: fragilidad de la "estabilidad" y respuestas de diseño**

En este apartado se exploran casos clave para entender las limitaciones, los colapsos y la evolución de las *stablecoins*, permitiendo extraer lecciones sobre los factores que determinan su resistencia o fragilidad.

**El colapso de TerraUSD (UST), mayo de 2022.** TerraUSD era una *stablecoin* algorítmica cuya estabilidad dependía de un mecanismo de creación y redención de un token asociado, Luna, al que se le atribuía un valor, es decir, no tenía un respaldo líquido de dinero *fiat*. Tras una pérdida de confianza en este criptoactivo por los mercados y la consiguiente venta masiva de tokens, el sistema entró en un ciclo vicioso que acabaría con el colapso total. Lyons y Viswanath-Natraj (2023) documentan que la capitalización de UST cayó de 18.500 millones de dólares a menos de 200 millones en 72 horas (p. 52). La emisión descontrolada de nuevos tokens buscaba mantener la estabilidad, pero solo consiguió que la confianza cayera aún más, con ella las ventas aumentaron y el colapso fue inevitable.

La lección más directa es que sin respaldo líquido real, la estabilidad algorítmica es extremadamente frágil frente a *shocks* en el mercado (Bertsch, 2022, p. 12). El diseño algorítmico, si no está preparado para este tipo de situaciones, puede empeorarlas en lugar de aportar estabilidad. Cabe señalar, no obstante, que la relación entre el colapso de UST y la posterior quiebra de Silicon Valley Bank no debe interpretarse como una causalidad directa, sino como parte de un efecto cadena más amplio en el que la pérdida generalizada de confianza en el ecosistema cripto durante 2022 contribuyó a deteriorar las condiciones que acabarían afectando a entidades con exposición al sector. Esta distinción es relevante desde el punto de vista académico, dado que no existe literatura que establezca una relación causal directa entre ambos episodios, pero sí evidencia de que operaron en un contexto de fragilidad sistémica común.

**Desviación temporal de paridad en stablecoins respaldadas: el caso USDC/SVB.** A pesar de existir respaldo de activos tradicionales, la paridad con el dinero *fiat* puede verse afectada si en el mercado surgen dudas sobre la liquidez real de esas reservas. Bertsch (2022) documenta que USDC perdió un 12% de paridad durante la quiebra de SVB el 9 de marzo de 2023, recuperándose en cinco días gracias a reservas transparentes (p. 14).

En estos casos los criptoactivos suelen recuperar rápidamente la paridad, pero no siempre es así. Factores determinantes para la recuperación de la paridad son: la calidad y liquidez del respaldo, la transparencia de la situación al mercado mediante auditorías y comunicados oficiales, y la capacidad del emisor para reembolsar de forma eficiente a los tenedores que deseen vender sus activos por el precio acordado. Un emisor fuerte y confiable es capaz de aguantar esos picos de volatilidad, pero los pequeños emisores o con respaldos menos fiables pueden ver cómo la paridad se desvanece por un pico de desconfianza que se alarga en el tiempo.

**Liquidaciones automáticas en stablecoins cripto-colateralizadas: el caso DAI.** Las *stablecoins* con cripto-colateralización presentan un riesgo específico que no depende de la confianza en el emisor sino de la volatilidad del propio colateral. El riesgo más habitual no es la falta de valor del respaldo sino las liquidaciones automáticas por fluctuaciones de precio. En DAI, cambios bruscos del mercado provocan ventas automáticas que presionan el colateral destruyendo el valor que respalda la paridad, de forma similar a los *short squeezes* tradicionales, pero impactando directamente sobre la *stablecoin* que ese colateral debería respaldar (Brunnermeier et al., 2022, p. 8).

Esto ilustra cómo al colateralizar, aun cumpliendo los parámetros técnicos, el riesgo no desaparece: pasa a depender de la volatilidad del colateral y del riesgo de ejecución automática. En respuesta, las *stablecoins* que usan este sistema se han adaptado aumentando el ratio de colateralización, diversificando los activos colateralizados y mejorando los mecanismos de liquidación. DAI pasó de un ratio medio del 155% en 2020 al 185% en 2024 para mitigar liquidaciones (MakerDAO, 2024, p. 23).

En conclusión, estos casos demuestran que la estabilidad de una *stablecoin* no es intrínseca al activo, sino que depende del sistema que la sustenta: el respaldo, el diseño y la confianza del mercado. Esto no dista tanto del dinero *fiat*, que también fluctúa según la confianza, pero con una diferencia clave: los Estados disponen de herramientas (política monetaria, intervención fiscal, prestamista de última instancia) para defender esa confianza en momentos de crisis.

Los emisores de *stablecoins* han ido aprendiendo de sus propios fallos: más colateralización, reservas más diversificadas, mejores mecanismos de redención, mayor transparencia. En muchos aspectos, la industria está adoptando por presión del mercado precisamente las exigencias que los reguladores están empezando a formalizar. Esa convergencia, como se analiza en el capítulo siguiente, es uno de los elementos más relevantes del debate regulatorio actual.

## **4. LA RESPUESTA INSTITUCIONAL Y LOS MODELOS REGULATORIOS**

### **4.1 Panorama internacional: estándares y coordinación global (FSB, BIS/CPMI-IOSCO, FATF, FMI)**

Las *stablecoins*, como el resto de las criptomonedas, no están ligadas a un país o lugar físico, por lo que su regulación tampoco puede entenderse bajo la perspectiva del marco legal de una sola nación. Esto obliga a que se pacten de forma coordinada reglas que eviten desequilibrios como el arbitraje regulatorio o los riesgos macrofinancieros en general. El FMI aboga por una mayor cooperación internacional ante un panorama fraccionado que está permitiendo el arbitraje entre diferentes jurisdicciones, lo que fomenta los riesgos explicados previamente (IMF, 2025).

Como estructura regulatoria global destacan cuatro cimientos fundamentales. El FSB (Financial Stability Board) es el coordinador de alto nivel que formula recomendaciones a los entes regulatorios de las diferentes naciones para mitigar riesgos y promover la colaboración y los objetivos compartidos (FSB, 2023). En materia de estructura de pagos y liquidación, los principios más aplicados son los del PFMI (CPMI-IOSCO), que busca regular a las grandes *stablecoins* poniendo énfasis en la gobernanza, la claridad en los casos de liquidación y la transparencia sobre los activos de reserva y su uso para la liquidación de los tenedores. En tercer lugar, especializado en la materia de delitos financieros, se aplica el estándar global del FATF con sus reglas AML/CFT, cuyo alcance actual es mayor en las emisiones con mayor grado de centralización, aunque muchos reguladores defienden que debería empezar a aplicarse también a las más descentralizadas. Por último, el FMI junto al BIS está realizando un análisis exhaustivo sobre las diferentes consecuencias monetarias de la implementación de las *stablecoins*, abarcando todas las ramas y posibles escenarios, con el objetivo final de promover un enfoque regulatorio común para mantener la estabilidad monetaria global (IMF, 2025; BIS, 2022).

Todo esto lleva a concluir que la regulación converge en determinados puntos principales y que la mayoría de los casos están fuera de discusión, aunque difieren en los instrumentos y en cómo aplicar esos objetivos. También permite concluir que, dada la naturaleza global y descentralizada de estos activos, incluso una regulación compleja y específica puede resultar insuficiente sin cooperación internacional en unos estándares mínimos y sin una revisión constante del marco general.

#### **4.2 Unión Europea: MiCA (ART/EMT), objetivos y lógica regulatoria**

La respuesta regulatoria de la Unión Europea ante el fenómeno de las *stablecoins* está principalmente recogida en el Reglamento MiCA (MiCAR), que tiene como principal objetivo la unidad regulatoria en el mercado único compuesto por países miembros, evitando la fragmentación interna. El Parlamento Europeo y el Consejo de la UE (2023) establecen que este reglamento tiene un rasgo único muy relevante: no trata directamente a las *stablecoins* como una categoría legal única, sino que considera que hay dos categorías en las que estas están incluidas, los *asset-referenced tokens* (ARTs) y los *electronic money tokens* (EMTs). Esta diferenciación no es solo una cuestión de nomenclatura, sino que engloba las diferentes *stablecoins* por sus diferentes

características, permitiendo entender mejor sus riesgos para aplicarles obligaciones y limitaciones específicas. El reglamento entró en vigor de forma escalonada: en junio de 2024 para la mayoría de sus disposiciones y en diciembre de 2024 específicamente para los emisores de *stablecoins* (ARTs y EMTs) (European Parliament & Council of the European Union, 2023).

La lógica económica de este marco regulatorio es la necesidad de estabilidad económica, la protección del usuario y la transparencia del emisor. El MiCA es especialmente estricto con las *stablecoins* cuyo respaldo se basa en una única moneda, limitando su emisión a entidades de crédito autorizadas; esta particularidad permite reducir y controlar indirectamente la emisión de dinero privado respaldado directamente por dinero *fiat*. Cichon (2024) subraya que la normativa añade también el derecho de reembolso del valor nominal independientemente de la situación de mercado, protegiendo al usuario final y obligando al emisor a mantener una liquidez muy robusta.

Otro punto clave de este marco regulatorio son sus estrictos requisitos sobre las reservas, las auditorías y la divulgación, con los que pretende dar información certera a los usuarios y evitar corridas de reembolso capaces de causar pérdidas extremas. Por ejemplo, para los EMTs el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE (2023) establecen que las reservas no pueden ser custodiadas por un único banco o entidad crediticia, que como mínimo deben mantenerse en varias cuentas, que el respaldo no puede ser únicamente líquido, sino que también debe invertirse en otros activos seguros, y que deben realizarse auditorías independientes sobre el estado de esas reservas como mínimo una vez al semestre. Todas estas medidas buscan reafirmar la confianza de los propietarios en el emisor para evitar posibles corridas que podrían llegar a afectar no solo al mercado cripto sino también a los mercados tradicionales, debido al contagio de la desconfianza y el movimiento de capital a otros instrumentos financieros.

Para los ARTs, es decir, las *stablecoins* referenciadas a otros activos o a una cesta, Cichon (2024) observa que el marco regulatorio exige autorización y gobernanza claras, así como un *reporting* sólido, especialmente para emisores grandes. El reglamento distingue entre tokens significativos y no significativos, siendo los primeros aquellos con un impacto real en la economía global y los segundos aquellos que bajo sus parámetros no tendrían un impacto tan pronunciado. Esta distinción sirve para monitorizar en

intervalos periódicos más cortos a los significativos y evitar efectos adversos en el sistema financiero actuando con mayor brevedad.

Finalmente, la Unión Europea, siguiendo sus líneas generales en materia de regulación, refleja su visión institucional: la innovación no es directamente penalizada pero sí fuertemente controlada para evitar posibles efectos adversos. Es un marco rígido y exigente que busca preservar el sistema existente con el fin de mantener la estabilidad y limitar la posible aparición de dinero privado. Como se verá más adelante, la propia Unión Europea tiene en marcha un proyecto de euro digital que, a fecha de redacción de este trabajo, se encuentra aún en fase de investigación y diseño sin calendario de implementación definido.

#### **4.3 Reino Unido: enfoque gradual (HM Treasury/FCA) y lógica regulatoria**

Reino Unido tiene un enfoque mucho más gradual en lo relativo a las *stablecoins*. Por la forma en la que su sistema legal funciona, crear un nuevo reglamento específico sería complejo y llevaría mucho tiempo, y es por eso, entre otros motivos, que Reino Unido ha optado por integrar la regulación de las *stablecoins* dentro del marco financiero legal ya existente. HM Treasury y la FCA (2023) señalan que esto también la hace menos rígida y con mayor facilidad para cambiar según esta tecnología avance y se adopte más o menos en la sociedad.

En la primera fase, Reino Unido centra su atención específicamente en las *stablecoins* y no en los criptoactivos en general, una distinción que no es menor. Mientras que otras criptomonedas son tratadas principalmente como activos especulativos cuya regulación se aborda desde la perspectiva de la protección al inversor, las *stablecoins* se consideran un instrumento con funciones monetarias potenciales que justifica un marco propio. HM Treasury y la FCA (2023) señalan que esta distinción es precisamente lo que explica que las *stablecoins fiat-backed* sean el primer objeto de regulación: su uso como medio de pago las acerca más al dinero que cualquier otro criptoactivo, y esa proximidad es lo que genera los riesgos sistémicos que el regulador busca contener. El enfoque es claro: permitir la innovación, pero someter la emisión y operación de estos instrumentos a una autorización y supervisión equivalente a la que se exige en el sistema financiero tradicional, con medidas específicas para la emisión que se espera irán ampliándose a medida que el mercado evolucione.

La lógica económica de este modelo, según HM Treasury y la FCA (2023), se basa en la liquidez y calidad de las reservas, intentando asegurar que los activos de respaldo sean estables y líquidos, la segregación de activos, cuyo objetivo es separar de forma clara qué bienes del ente emisor están sujetos a la creación de la criptomoneda y por tanto son susceptibles de cubrir liquidaciones y cuáles no, y por último el derecho de reembolso eficiente y veloz.

En definitiva, el modelo británico busca regular sin bloquear la innovación, apostando por la flexibilidad como ventaja competitiva y manteniéndose como un destino atractivo para las finanzas tanto tradicionales como digitales, asumiendo como coste el riesgo de que la regulación vaya por detrás del mercado en determinados momentos.

#### **4.4 Estados Unidos: modelo fragmentado, la GENIUS Act y el debate regulatorio**

Estados Unidos ha seguido un camino diferente al de las dos jurisdicciones anteriores. Históricamente, su regulación dependía de qué actividad concreta realizaban las *stablecoins* y de qué regulador se consideraba competente en cada caso, recurriendo a marcos legales existentes sin crear legislación específica. Falk y Hammer (2022) observan que este enfoque generaba una pluralidad institucional que, si bien permitía flexibilidad, producía también incertidumbre jurídica y posibles solapamientos de competencias.

Desde el punto de vista institucional, diferentes agencias estatales cubrían diferentes partes de la regulación que afectaba a estos activos. FinCEN cubría la normativa de prevención de ilícitos financieros, las cuestiones relativas a la función de estos activos como *securities* dependían de la SEC, lo relativo a su uso como derivados o *commodities* estaba regulado por la CFTC, y otras agencias se encargaban de la seguridad jurídica de las reservas de respaldo. Falk y Hammer (2022) apuntan que esta pluralidad hacía más complejos los procesos y podía crear incertidumbre jurídica en según qué casos, aunque también permitía mayor flexibilidad y velocidad a la hora de ajustarse a la innovación. Esta fragmentación es, en buena medida, un rasgo estructural del sistema regulatorio estadounidense y no una anomalía específica del ámbito cripto.

Este escenario experimentó un cambio significativo el 18 de julio de 2025, cuando el presidente Trump firmó la GENIUS Act (Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act), el primer marco regulatorio federal específico para *stablecoins*

en Estados Unidos. La ley establece un sistema de supervisión con un papel tanto para reguladores federales como estatales, dependiendo del volumen de emisión, y aborda aspectos como los requisitos de reservas, la transparencia y el cumplimiento de la normativa AML. Sin embargo, su implementación efectiva aún no es completa: la propia ley establece que entrará en vigor en el momento más temprano entre 18 meses después de su promulgación o 120 días después de que los reguladores federales emitan las normas de desarrollo, lo que sitúa su aplicación práctica plena en torno a enero de 2027. En ese sentido, la GENIUS Act representa un paso hacia la resolución de la fragmentación histórica, pero no su eliminación inmediata.

La ley refleja además la posición de la administración Trump de posicionar a EE.UU. como líder global en activos digitales, priorizando la innovación y la competitividad frente a un enfoque más restrictivo. El propio Trump reiteró su apoyo a que las *stablecoins* refuercen la posición del dólar como moneda de reserva mundial en el entorno digital, lo que sugiere que la lógica detrás de la GENIUS Act no es tanto contener el crecimiento de las *stablecoins* como asegurarse de que ese crecimiento refuerce la posición del dólar y no la erosione. El FMI (2025) advierte precisamente sobre este riesgo: las *stablecoins* denominadas en dólares refuerzan su dominancia global, pero también pueden aumentar los riesgos de fragmentación y pérdida de control estatal si su expansión no está suficientemente supervisada.

En definitiva, el modelo estadounidense ha dado un paso relevante hacia la claridad regulatoria con la GENIUS Act, aunque su arquitectura de supervisión distribuida entre agencias sigue presente y su implementación completa está aún en desarrollo. Sigue siendo el más orientado a la innovación de los tres, pero ya no puede describirse como un modelo sin marco federal. La pregunta que queda abierta es si ese marco, una vez plenamente implementado, será suficientemente robusto para gestionar los riesgos sistémicos que una expansión sostenida de las *stablecoins* podría generar.

#### **4.5 Comparación UE-UK-USA: prioridades, instrumentos y trade-offs regulatorios**

A pesar de las preocupaciones comunes entre los reguladores de estas tres jurisdicciones, como son la estabilidad financiera, la protección del usuario y el cumplimiento de la ley, sus enfoques son muy diferentes entre sí al convertir de formas distintas estos objetivos

en normas. Cada jurisdicción prioriza diferentes *trade-offs*, es decir, los intercambios que están dispuestos a asumir entre innovación, seguridad y control.

Una lectura transversal de los tres modelos revela que cada jurisdicción ha aplicado a las *stablecoins* su cultura regulatoria general, más que haber diseñado un marco nuevo desde cero. La Unión Europea ha trasladado su tradición de regulación preventiva y armonizada, Estados Unidos ha recurrido a su modelo de supervisión por agencias especializadas, y Reino Unido ha optado por la integración gradual en marcos existentes. Esta observación es relevante porque sugiere que las diferencias entre los tres modelos no son solo técnicas sino también estructurales, condicionadas por cómo funciona el sistema legal de cada uno, lo que limita en buena medida las opciones disponibles, aunque los tres consigan llegar a un modelo que se adapta a sus objetivos.

La Unión Europea con MiCA representa el modelo más sólido y completo de los tres: coherente, preventivo y con pocas lagunas legales, exigiendo reglas claras sobre aspectos fundamentales como las reservas y la transparencia y protegiendo así al usuario y asegurando el buen hacer de los emisores. Sin embargo, su rigidez es también su mayor debilidad. Es el marco más difícil de modificar, requiere un consenso amplio para cualquier cambio y en algunos aspectos resulta excesivamente cauteloso al preparar escenarios que hoy están muy lejos de producirse, si es que algún día ocurren.

El modelo estadounidense ha sido históricamente el más flexible, pero también el que más complejidad institucional acumulaba por su fragmentación entre agencias, con duplicidades, incertidumbre jurídica y un coste regulatorio que a largo plazo podría resultar innecesariamente elevado. La aprobación de la GENIUS Act en julio de 2025 representa un intento de resolver esa fragmentación mediante un primer marco federal, aunque su implementación efectiva está aún en desarrollo y la arquitectura de supervisión distribuida entre agencias sigue presente durante ese periodo transitorio. Es un modelo que refleja bien la cultura de innovación del país y que con la GENIUS Act parece apostar por canalizar el crecimiento de las *stablecoins* dentro de un perímetro federal, aunque queda por ver si ese perímetro será suficientemente robusto una vez plenamente implementado.

Reino Unido presenta el equilibrio más razonable de los tres. Su enfoque gradual permite adaptarse a la evolución del mercado sin comprometer la estabilidad, priorizando primero los activos con mayor riesgo y uso real, y ampliando el marco de forma progresiva. No es

un modelo perfecto, y su principal riesgo es que la regulación vaya por detrás del mercado en determinados momentos dejando áreas grises explotables, pero es el que mejor combina los objetivos de protección, estabilidad e innovación sin renunciar a ninguno de los tres.

Aunque las tres jurisdicciones buscan solventar riesgos similares, toman decisiones políticas diferentes sobre qué priorizar y qué coste regulatorio están dispuestas a asumir. Es importante recordar además que los sistemas legales de estas jurisdicciones son diferentes, por lo que el modelo aplicado en una, aunque fuese deseable para otra, puede no ser directamente trasladable o resultar mucho más costoso de implementar en un contexto distinto.

## **5. CBDCs Y EL FUTURO DEL DINERO PÚBLICO DIGITAL**

### **5.1 Qué son las CBDCs y por qué aparecen**

Las CBDC (Central Bank Digital Currencies) se caracterizan por ser dinero digital emitido por un banco central, cuyo uso sería el equivalente al del dinero físico. Se diferencian del dinero en cuentas bancarias al no ser gestionadas por un ente privado sino por ser dinero público en formato digital. La literatura distingue entre CBDCs minoristas, pensadas para empresas y familias como complemento al dinero en efectivo, y CBDCs mayoristas, cuya función está más orientada a pagos interbancarios y al aumento de la eficiencia de las estructuras financieras (Auer & Böhme, 2020). Otra distinción importante es el modelo que utilizan para funcionar: unas pueden basarse en un modelo de cuentas, donde los usuarios tienen una cuenta en la que depositan este dinero digital, y otras en un modelo tokenizado, que puede tener distintos grados de intermediación y privacidad para el consumidor (serían estas las más cercanas a las *stablecoins* como las conocemos hasta ahora).

Las CBDCs surgen por la combinación de una serie de factores. La digitalización de los pagos en el uso cotidiano es uno de los principales: el efectivo cada vez se usa menos y muchos pagos se realizan en un entorno digital, siendo el crecimiento del comercio electrónico un claro ejemplo de ello. Es por eso que los bancos centrales buscan garantizar que el dinero digital siga siendo público y que todo el mundo tenga acceso a él. Auer y Böhme (2020) señalan que otra razón importante es la estabilidad y resiliencia del

sistema, ya que los bancos centrales buscan reducir la dependencia de infraestructuras privadas de pagos gestionándolas directamente. Sin duda la presión competitiva asociada a las *stablecoins* es también uno de los motivos principales para su surgimiento, al reabrirse el debate sobre la emisión de dinero privado y la ineficiencia del sistema tradicional. Finalmente, la internacionalización y globalización de la economía son también fundamentales: las CBDCs buscan mejorar los pagos transfronterizos y reforzar la posición de la moneda que gestiona cada banco central en el entorno monetario global cada vez más digital (IMF, 2025).

## **5.2 Euro digital: motivaciones, diseño y debates clave**

El euro digital se concibe como una CBDC con orientación minorista y limitada al área de la eurozona. Su idea fundamental es representar el dinero público en un formato digital en convivencia con el efectivo y los pagos digitales a través de entes privados como la banca tradicional. El BCE (2023) establece que busca responder a objetivos concretos como preservar la autonomía del sistema de pagos europeo respecto a servicios privados de pagos provenientes de otros países, asegurar la opción pública digital sin tener que recurrir a entes privados y reducir posibles externalidades negativas relativas a la dependencia tecnológica privada.

En términos de diseño, los reguladores han tenido un extenso debate sobre cómo introducir este nuevo instrumento en la economía sin generar efectos contrarios en el sistema bancario tradicional, es por eso que no se busca precipitar un trabajo de tal magnitud. El BCE (2023) señala que siguen en debate soluciones como límites a la tenencia de estos activos, una remuneración muy escasa por su tenencia y, para su introducción escalonada, el uso de intermediarios supervisados como los bancos, manteniendo así su importancia en la economía, pero con el banco central como respaldo absoluto del instrumento.

Los debates más sensibles son el de la privacidad, dada la estricta legislación de protección de datos vigente en Europa y cómo podría afectar a su uso respecto a la opción de dinero digital privado, la funcionalidad en casos sin conexión y su posible uso para actividades ilícitas, aspecto que está en directo conflicto con el tema de la privacidad, y la posibilidad de operar en el sistema de pagos con una infraestructura tokenizada para la cual la mayoría de la infraestructura de pagos actual no está preparada (BCE, 2023).

En cualquier caso, el euro digital sigue siendo un proyecto en fase de investigación y diseño, sin fecha de implementación definida. Su materialización dependerá en buena medida de cómo evolucione el mercado de *stablecoins* y de si la Unión Europea considera que la presión competitiva del dinero privado digital justifica acelerar su desarrollo. En ese sentido, el euro digital no puede entenderse de forma aislada sino como una respuesta directa al fenómeno analizado en este trabajo, lo que lo convierte en uno de los elementos más relevantes del debate sobre el futuro del dinero en Europa.

### **5.3 Relación entre CBDCs y *stablecoins*: competencia, complementariedad y ancla monetaria**

La relación entre CBDCs y *stablecoins* no se puede reducir sencillamente a una dicotomía en la cual una sustituiría a la otra o convivirían en armonía. En la práctica ambas son una expresión de dinero digital y de la búsqueda de eficiencia en las estructuras de pago, en las cuales hay elementos privados e intereses particulares que permiten mover la economía, pero también hay respuestas públicas orientadas a la estabilidad y la soberanía monetaria. Bajo esta premisa, las *stablecoins* ofrecen un dinero privado y digital cuyo aumento en uso depende mayoritariamente de su velocidad en los pagos, su descentralización y su integración en mercados digitales de activos, mientras que las CBDCs tienen su mayor justificación en preservar el dinero público accesible y fiable en el entorno digital (IMF, 2025).

Desde una perspectiva de competencia, Bindseil (2020) señala que las CBDCs son una respuesta institucional cuyo objetivo es evitar que las *stablecoins* se conviertan en infraestructuras monetarias de uso cotidiano, integrándose en pagos minoristas y transacciones internacionales. Como se ha podido observar en los marcos jurídicos analizados, esta preocupación es especialmente relevante cuando la *stablecoin* en cuestión está denominada en una divisa fuerte, especialmente el dólar estadounidense y el euro, por los riesgos asociados de sustitución monetaria y los efectos de red que pueden causar. Una CBDC puede actuar como instrumento de política pública limitando esa dependencia en el sistema de pagos y manteniendo al mismo tiempo la soberanía y el control de emisión del dinero público.

Desde la perspectiva de complementariedad, *stablecoins* y CBDCs podrían coexistir en el sistema financiero cumpliendo funciones diferentes en el mercado. Por ejemplo, las

*stablecoins* en caso de estar más reguladas y ser *fiat-backed* podrían mantener su uso en sectores nicho como el mercado de criptomonedas, los *smart contracts* o soluciones privadas de pagos de remesas. Por otro lado, las CBDCs ofrecerían un estándar público con muchos menos riesgos sistémicos que reforzaría la confianza en el dinero *fiat* y tendría un mayor uso cotidiano al implementarse en el día a día de los ciudadanos (BCE, 2023).

La realidad futura es impredecible, pero dependerá mayoritariamente de cómo estén diseñadas las CBDCs, del marco regulatorio aplicado a las *stablecoins* y de la velocidad del mercado en adoptar una u otra como sistema de pagos cotidiano. Un futuro probable es el de un sistema mixto en el que el dinero público digital da confianza al mercado y es usado cotidianamente, mientras el dinero privado digital compite en eficiencia en aquellos mercados en los que ya posee el estándar de uso. La gran duda que prevalece es cuán restrictivos serán los marcos regulatorios para hacer esta transición y compatibilidad posible, y con ello mantener la estabilidad evitando la fragmentación y preservando el control de los bancos centrales en la política monetaria (IMF, 2025).

## **6. CONCLUSIONES**

### **6.1 Hallazgos principales**

Este trabajo ha buscado responder por qué la Unión Europea, Estados Unidos y Reino Unido han adoptado enfoques regulatorios diferentes frente a las *stablecoins* y, en segundo lugar, hasta qué punto esas diferencias se explican por los riesgos sistémicos y los beneficios económicos asociados a su expansión. El análisis realizado clarifica que las *stablecoins* no se tratan meramente de un fenómeno tecnológico ni de un subtipo cualquiera de los criptoactivos. Son un instrumento que aspira a desempeñar funciones monetarias equivalentes a las del dinero en un entorno digital, con la posibilidad de expandirse a un entorno físico, aunque ese no sea el uso para el que fueron concebidas. Estas características tensionan el equilibrio entre innovación, estabilidad y autoridad monetaria que hasta ahora los bancos centrales mantenían bajo control. Este argumento se entiende claramente con el marco de economía política del dinero de Chey (2023), literatura en la cual se explora cómo el valor y las posibilidades de las *stablecoins* dependen directamente de quién genera confianza monetaria y de la importancia de las

instituciones en ese proceso. Las diferencias regulatorias que se observan entre jurisdicciones no son por tanto solo técnicas, sino que reflejan posturas distintas sobre quién debe tener el control del dinero en la era digital.

Un hallazgo que esclarece este trabajo es que la categoría de *stablecoins* es heterogénea y que el riesgo que estas experimentan depende en su mayoría del activo o sistema que respalda su valor. La literatura sobre diseño económico de *stablecoins* (Catalini & De Gortari, 2021) y la evidencia sobre estabilidad (Lyons & Viswanath-Natraj, 2022) apoyan que la estabilidad de estos criptoactivos no es una cualidad intrínseca, sino dependiente de factores relativos al sistema elegido por el emisor para la creación, gobernanza y convertibilidad del activo. En la práctica, las *fiat-backed* dependen de la calidad y liquidez de las reservas y la fiabilidad del mecanismo de conversión a dinero *fiat*. Las *crypto-backed*, a pesar de su mecanismo de sobrecolateralización, dependen de la volatilidad y las liquidaciones de las criptomonedas que buscan respaldar el valor. Las algorítmicas, por último, son las que han demostrado mayor fragilidad ante crisis de confianza, como evidenció el colapso de TerraUSD. Que cada modelo implique un perfil de riesgo tan diferente hace que cualquier regulación que los trate por igual corra el riesgo de ser ineficaz o desproporcionada, algo que los marcos más maduros, como MiCA, ya han empezado a incorporar.

Respecto a los beneficios, la literatura analizada sugiere que la evolución de estos activos puede generar ganancias potenciales, aunque dependientes de la regulación y el comportamiento del mercado. Actualmente su papel está principalmente centrado en ser la infraestructura de liquidez del ecosistema cripto y el activo puente entre las finanzas descentralizadas y las tradicionales. También es relevante la eficiencia asociada a su uso, con una posible reducción de costes y mayor velocidad en transferencias internacionales (Schilling & Uhlig, 2025). Su alcance real, sin embargo, dependerá en buena medida de si la expansión de las *stablecoins* se produce de forma regulada, porque sin ese marco los riesgos asociados podrían llegar a superar las ventajas potenciales.

En contraposición, la literatura muestra con bastante precisión las externalidades negativas que explican la urgencia regulatoria, fundamentalmente en torno a la estabilidad financiera y la confianza. Las corridas pueden destruir el valor del activo de forma casi inevitable en situaciones de desconfianza, y en muchos casos generan efectos de contagio sobre el sistema financiero tradicional por ventas automáticas de activos. A esto se suman

los riesgos directos al usuario, como los de custodia o los de integridad del emisor (Bertsch, 2022). Es este conjunto de riesgos lo que convierte la regulación en una necesidad real y no en un freno arbitrario a la innovación, y lo que explica que los tres marcos analizados, pese a sus diferencias, compartan una misma preocupación de fondo.

Con estos elementos sobre la mesa, se entiende mejor por qué la regulación diverge según la jurisdicción. Aquellos países que consideran que las *stablecoins* pueden llegar a un uso cotidiano antes de lo previsto se centran fundamentalmente en evitar que el dinero privado gane terreno sobre la economía, con la consiguiente pérdida de control por parte de los bancos centrales y el aumento de los riesgos sistémicos. Por otro lado, también hay regulaciones que priorizan la protección del usuario final sobre la prevención sistémica. En cualquier caso, es el perfil de riesgo percibido por cada jurisdicción lo que marca la diferencia entre un enfoque preventivo, uno gradual y uno funcional por agencias.

La comparación entre los tres modelos, desarrollada en el apartado 4.5, muestra que el Reglamento MiCA, en vigor desde diciembre de 2024 para los emisores de *stablecoins*, tiende a un perímetro armonizado y preventivo, es el que más abarca y regula, pero también el más rígido al crear nuevas categorías legales que afectan a todo el mercado de la eurozona. Reino Unido tiene un enfoque más gradual que busca un equilibrio entre estabilidad e innovación, priorizando primero los activos con mayor riesgo real y ampliando el marco de forma progresiva. Estados Unidos ha dado un paso relevante hacia la claridad regulatoria con la aprobación de la GENIUS Act en julio de 2025, su primer marco federal específico para *stablecoins*, aunque su implementación efectiva está aún en desarrollo y la fragmentación institucional entre agencias sigue presente durante ese periodo transitorio. Ninguno de los tres está exento de debilidades, pero las prioridades que refleja cada uno dicen mucho sobre la cultura institucional de cada jurisdicción y sobre hasta qué punto cada Estado considera las *stablecoins* una amenaza real al orden monetario existente (IMF, 2025).

Finalmente, el análisis de estas respuestas explica el auge de los proyectos relativos a las CBDCs, centrándose especialmente en el euro digital como instrumento de dinero público digital. La literatura que apoya su creación defiende mayoritariamente el dinero como un bien público que ha de ser gestionado por el Estado para mantener la estabilidad en beneficio de los ciudadanos (Bindseil, 2020). Bajo esta premisa, las CBDCs no son solo otra modernización tecnológica sino la respuesta institucional más directa al reto que

plantean las *stablecoins*: si el dinero privado digital gana terreno, el dinero público debe evolucionar también. La gran pregunta que queda abierta, y que este trabajo no puede responder con certeza, es si esa evolución llegará a tiempo y con el diseño adecuado. Y más aún, si la adopción real de las *stablecoins* alcanzará la escala suficiente para que esa evolución sea verdaderamente necesaria, porque no está descartado que el mercado encuentre su propio equilibrio sin que el dinero público digital tenga que intervenir.

## **6.2 Implicaciones económicas y político-institucionales ante una mayor adopción de las *stablecoins***

Las *stablecoins* traen consigo una mejora potencial en lo relativo a la eficiencia de pagos y en general la operativa financiera digital, pero también los riesgos de haber creado una forma de activo muy similar al dinero dependiente del sector privado. Esta combinación genera un *trade-off* claro: a mayor uso como instrumento de pago y liquidez, más se acercan a la definición y funcionalidad del dinero y mayor es la magnitud de sus posibles externalidades. La implicación económica principal, la mejora de eficiencia, no puede evaluarse de forma aislada sino valorada en su contexto de riesgos sistémicos. En términos de estabilidad, la literatura destaca que es un instrumento que promete paridad y liquidez de forma continua a demanda del propietario, pero que actualmente no ofrece esas condiciones en todo momento (Bertsch, 2022). El debate institucional no se encuentra por tanto en si el avance técnico tiene valor y es capaz de cumplir una función, eso el mercado ya lo ha demostrado, sino en hasta qué magnitud va a crecer su uso y bajo qué condiciones esa mejora de eficiencia es sostenible sin generar externalidades negativas considerables. Mientras esa pregunta no tenga respuesta, la regulación preventiva seguirá siendo la única herramienta disponible para gestionar una incertidumbre que el mercado por sí solo no puede resolver.

En el plano monetario las implicaciones son más sensibles. Si se tiene en cuenta la escala y la posible sustitución, las *stablecoins* podrían competir directamente con los depósitos bancarios, reduciendo la capacidad de los bancos para generar crédito y erosionando los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Esto no es un escenario hipotético lejano: la desintermediación bancaria es un proceso gradual que puede acelerarse si la adopción de estos instrumentos crece de forma sostenida. A esto se suma el riesgo de que los bancos centrales pierdan capacidad de influencia sobre la liquidez de la economía, algo que históricamente ha sido el principal instrumento de estabilización en momentos

de crisis. Estas posibilidades aumentan cuando se tienen en cuenta dinámicas como la dolarización digital, cuyos riesgos han sido documentados por el FMI (2025), y que en un escenario de adopción masiva podría fragmentar el sistema monetario internacional de una forma difícilmente reversible. También es importante recordar que, aunque las *stablecoins* podrían hacer más eficientes los envíos de dinero internacionales, también podrían ser utilizadas como método de anonimato para acciones ilícitas, lo que añade una dimensión de integridad financiera que los marcos regulatorios actuales aún no han resuelto del todo.

Una implicación que merece atención específica es el impacto diferencial sobre las economías emergentes. La capacidad de estas monedas para convertirse en el dinero de uso cotidiano en países de primer mundo es bastante limitada, pero en países cuya moneda soberana no goza de la confianza del mercado, ya sea por alta inflación, conflicto armado o inestabilidad institucional, el escenario es muy diferente. En esos contextos, la adopción de *stablecoins* denominadas en dólares o euros no es una posibilidad remota sino una realidad ya observable, y sus efectos sobre la soberanía monetaria local pueden ser duraderos y difíciles de revertir. El riesgo no es solo económico sino también político: un país que pierde el control efectivo sobre su moneda pierde también una parte significativa de su capacidad para gestionar su propia economía (IMF, 2025).

En términos políticos e institucionales, el estudio realizado sugiere que la regulación refleja una clara preocupación estatal por adaptarse a la era digital antes de perder el control del dinero. Como señala el FMI (2025), esta regulación no será capaz de cumplir sus objetivos si no hay un consenso global y un esfuerzo común por establecer unos estándares mínimos. La Unión Europea, por ejemplo, puede aplicar MiCA en su mercado pero no de forma global, y en un activo por naturaleza descentralizado y transfronterizo esa limitación puede reducir considerablemente su eficacia real. Estados Unidos, por su parte, ha dado un primer paso hacia ese perímetro federal con la GENIUS Act, firmada en julio de 2025, aunque su implementación efectiva está aún en desarrollo, lo que ilustra que incluso los marcos más ambiciosos requieren tiempo para traducirse en supervisión real. Esto conecta con una implicación más amplia: la regulación de las *stablecoins* está forzando a los Estados a replantearse el concepto de soberanía monetaria en un entorno donde los activos digitales no respetan fronteras y donde la coordinación internacional no es opcional sino imprescindible. La implicación político-institucional más relevante de este trabajo es precisamente esa: que la respuesta al dinero privado digital no puede ser

solo doméstica, y que los marcos regulatorios nacionales, por bien diseñados que estén, tienen un alcance estructuralmente limitado frente a un fenómeno de naturaleza global.

### **6.3 Limitaciones y líneas futuras de investigación**

Este análisis se enfrenta, en primer lugar, a una limitación ligada al carácter dinámico tanto del mercado de *stablecoins* como del entorno regulatorio. La composición de reservas, los mecanismos de redención, los modelos de gobernanza y el perímetro normativo cambian con rapidez, lo que implica que algunas descripciones pueden perder actualidad si se producen modificaciones relevantes durante o después del periodo de redacción. Esta limitación es especialmente visible en jurisdicciones donde la regulación avanza de forma gradual o fragmentada, ya que el marco aplicable puede variar a través de guías, propuestas legislativas o cambios de interpretación. Es una limitación inherente a cualquier trabajo sobre un objeto de estudio tan vivo, y no compromete la validez del análisis, pero sí obliga a leerlo con esa cautela.

En segundo lugar, el trabajo se apoya en un enfoque cualitativo y comparativo, adecuado para explicar lógicas económicas e institucionales, pero con menor capacidad para cuantificar impactos. Resulta difícil estimar con precisión efectos como la sustitución de depósitos, cambios en el coste de financiación bancaria o alteraciones en la transmisión monetaria sin recurrir a datos más homogéneos y series temporales consistentes sobre adopción, volúmenes, composición de reservas y uso por jurisdicción. La heterogeneidad de las fuentes y la asimetría de transparencia entre emisores también limita la comparabilidad, especialmente cuando la información sobre reservas se publica con distintos estándares, periodicidad o nivel de detalle. Como señala Yin (2014), esta es precisamente la frontera natural de los estudios comparativos de política: son útiles para explicar por qué ocurren las cosas, pero no para medir con exactitud cuánto ocurren.

Una tercera limitación relevante deriva de la heterogeneidad interna de las *stablecoins*. Aunque se han utilizado categorías analíticas útiles (*fiat-backed*, *crypto-backed*, algorítmicas e híbridas), en la práctica muchos proyectos evolucionan hacia estructuras mixtas y presentan diferencias operativas importantes en cuanto a derechos de redención, gestión de la liquidez, intermediarios, estándares de custodia o dependencias respecto a oráculos y plataformas. Esto obliga a matizar cualquier generalización: los riesgos y

beneficios no son idénticos para todos los diseños, y parte del análisis debe interpretarse como dependiente del tipo de *stablecoin* y de su arquitectura específica.

A partir de estas limitaciones, se abren varias líneas de investigación futuras. Una primera línea consistiría en evaluar empíricamente la relación entre el crecimiento de las *stablecoins* y variables monetarias y bancarias, como depósitos, condiciones de crédito o tensiones de liquidez, incorporando escenarios de estrés y diferencias institucionales entre países. Una segunda línea, especialmente relevante desde la política económica internacional, sería analizar con mayor detalle el vínculo entre *stablecoins* denominadas en divisas dominantes y procesos de sustitución monetaria en economías emergentes, así como su interacción con flujos de capital y medidas de gestión de estos. Una tercera línea sería estudiar la eficacia real de los marcos regulatorios una vez desplegados, comparando resultados en términos de resiliencia frente a episodios de pérdida de paridad, concentración de mercado y efectos sobre la innovación.

Finalmente, resulta especialmente relevante profundizar en la interacción entre *stablecoins* reguladas y proyectos de dinero público digital, no solo en términos de competencia sino de interoperabilidad, estándares de cumplimiento, privacidad y estructura del mercado de pagos. Este tipo de investigación permitiría pasar de un análisis principalmente conceptual y comparado a una evaluación más completa de resultados y de la sostenibilidad del ecosistema monetario digital a largo plazo. En última instancia, las preguntas que este trabajo deja abiertas son tan relevantes como las que ha intentado responder, lo que sugiere que el debate sobre el futuro del dinero digital está lejos de cerrarse.

## **Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa**

**ADVERTENCIA:** Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo Fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Javier Arnaiz Martínez-Villaseñor, estudiante de E2 Inglés de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "*Las stablecoins en el sistema monetario internacional: riesgos, beneficios y respuestas regulatorias comparadas*", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares solo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

- **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
- **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
- **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
- **Constructor de plantillas:** Para diseñar y estructurar secciones del trabajo.
- **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes. Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: Junio 2026

Firma: Javier Arnaiz Martínez-Villaseñor

## REFERENCIAS

Auer, R., & Böhme, R. (2020). The technology of retail central bank digital currency. *BIS Quarterly Review*, March 2020. Bank for International Settlements.

BBVA Research. (2026, 11 de marzo). *Stablecoins, criptomonedas estables: cómo funcionan y qué usos tienen*. BBVA. <https://www.bbva.com>

Bank for International Settlements. (2022). *Annual economic report 2022: CBDCs in an increasingly digital world*. BIS.

Bertsch, C. (2022). *Stablecoins: Adoption and fragility*. Sveriges Riksbank Working Paper Series, No. 423.

Bindseil, U. (2020). *Tiered CBDC and the financial system*. BCE Working Paper Series No. 2351. European Central Bank.

Blockchain Research Lab. (2022). *Bitcoin as legal tender in El Salvador*. Blockchain Research Lab.

Brunnermeier, M. K., James, H., & Landau, J. P. (2022). *The digitalization of money*. National Bureau of Economic Research.

Catalini, C. (2017). *How blockchain technology will impact the digital economy*. MIT Sloan Management Review.

Catalini, C., & De Gortari, A. (2021). *On the economic design of stablecoins*. SSRN Working Paper.

Chainlink Education. (2026, 10 de febrero). *What are algorithmic stablecoins?* Chainlink. <https://chain.link/education>

Chey, H. (2023). Cryptocurrencies and the IPE of money: An agenda for research. *Review of International Political Economy*.

Cichon, S. (2024). All that glitters is not gold: The regulation of stablecoins under the MiCA regulation. *Cambridge Law Review*, 79(1), 79–99.

Cuadros-Solas, P. J. (2022). La irrupción de las stablecoins: evolución, riesgos y marco regulatorio. *Información Comercial Española, Revista de Economía*, 916, 149–170.

European Central Bank. (2023). *The digital euro: Analytical, technical, and policy choices*. BCE Report.

European Parliament & Council of the European Union. (2023). *Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council on markets in crypto-assets (MiCA)*. Official Journal of the European Union.

Falk, B. H., & Hammer, S. (2022). A comprehensive approach to crypto regulation. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 25(2).

Financial Stability Board. (2023). *Global regulatory framework for crypto-asset activities*. FSB.

Fireblocks. (2025). *Stablecoins 101: A payments professional's guide*. Fireblocks.

Gorton, G., & Zhang, J. (2021). *Taming wildcat stablecoins*. Yale University Working Paper.

Hayek, F. A. (1976). *Denationalisation of money*. Institute of Economic Affairs.

HM Treasury & Financial Conduct Authority. (2023). *UK cryptoasset regulation: Stablecoins and wider regime*. HM Treasury.

International Monetary Fund. (2025). *Understanding stablecoins*. IMF Departmental Paper.

Keynes, J. M. (1930). *A treatise on money*. Macmillan.

Lyons, R. K., & Viswanath-Natraj, G. (2023). What keeps stablecoins stable? *Journal of International Money and Finance*, 131, 102777.

MakerDAO. (2024). *MakerDAO annual report 2024*. MakerDAO.

Menger, C. (1892). On the origins of money. *Economic Journal*, 2(6), 239–255.

Nakamoto, S. (2008). *Bitcoin: A peer-to-peer electronic cash system*.  
<https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>

OpenStax. (2022). *Principles of macroeconomics* (3rd ed.). OpenStax.

Schilling, L., & Uhlig, H. (2025). Some simple bitcoin economics. *Journal of Monetary Economics*, 130, 1–18.

Yin, R. K. (2014). *Case study research: Design and methods* (5th ed.). SAGE Publications.