

ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS Y DE SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Este recuadro describe la evolución del valor de mercado de los criptoactivos y su grado de concentración por tipo de activo. Además, presenta algunos desarrollos relevantes para su evolución futura, como las dificultades para monitorizar la actividad de este mercado, la autorización de fondos cotizados (ETFs, por sus siglas en inglés) que operan sobre estos activos, o la modificación de la regulación y supervisión en Estados Unidos para favorecer su uso. Considerando todo este contexto, el recuadro concluye con una evaluación actualizada de las implicaciones de los criptoactivos para la estabilidad financiera, ya examinadas en anteriores Informes de Estabilidad Financiera (IEF)¹.

Evolución del valor de los criptoactivos y grado de concentración

El mercado global de los criptoactivos ha crecido notablemente en los últimos cinco años. La capitalización del índice de criptoactivos MVIS² mostró un crecimiento exponencial desde el inicio de 2020 hasta finales de 2021, cuando alcanzó su máximo hasta esa fecha desde el inicio de la serie (véase gráfico 1). En 2022 este índice sufrió una importante corrección, influida por la caída en la cotización de los principales criptoactivos sin respaldo, como el Bitcoin, en un contexto de endurecimiento de la política monetaria que desincentivó la tenencia de estos activos. En 2023, el índice MVIS se recuperó, aunque no alcanzó el nivel previo a la corrección de 2022. Sin embargo, desde principios de 2024, el valor del índice experimentó una fuerte recuperación y alcanzó nuevos máximos históricos, al igual que Bitcoin, su componente más destacado.

Esta revalorización en 2024 fue impulsada, en primer lugar, por la aprobación en Estados Unidos a principios

del año pasado de ETF de Bitcoin al contado (con anterioridad ya existían sobre futuros referenciados a estos activos y en otras jurisdicciones). Esto contribuye a ampliar la base de inversores en estos activos, ya que los ETFs simplifican el proceso de inversión y lo hacen más accesible³.

Por otra parte, la expectativa de finalización de la fase de endurecimiento de la política monetaria podría haber aumentado el apetito por ciertos activos con riesgo, como los criptoactivos. Además, el siguiente máximo registrado, tanto por el índice MVIS, como por el Bitcoin, coincide con la reelección de Donald Trump como presidente de Estados Unidos. La nueva Administración de Estados Unidos ha anunciado su intención de potenciar el desarrollo de este tipo de activos, y ha aprobado ya un cierto número de medidas para potenciar su uso. En particular, la Orden Ejecutiva del 6 de marzo 2025 establece la creación de una Reserva de Bitcoin Estratégica y una Reserva de Activos Digitales de Estados Unidos⁴. Desde el inicio de 2025, el valor de los criptoactivos veía sufriendo una corrección a la baja significativa, que ha revertido desde la fecha de aprobación de esta Orden.

El mercado de criptoactivos está concentrado en un número reducido de estos activos. Por ejemplo, considerando seis de los principales activos (Bitcoin, Ethereum, Cardano, Tether, USD Coin, BNB), estos representaban más del 90 % de la capitalización del MVIS a principios de mayo de 2025. En esta fecha, tres criptoactivos sin respaldo de activos financieros tradicionales (Bitcoin, Ethereum, Cardano) representaban el 82,5 % de la capitalización del MVIS y Bitcoin dominaba el mercado con un 71 % de cuota (véase gráfico 2). Por su parte, los tres principales criptoactivos

¹ Véase por ejemplo el [capítulo especial](#) sobre criptoactivos en el Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España de primavera de 2022.

² El índice de criptoactivos MVIS Crypto Compare Digital Assets 100 Index agrupa los 100 principales criptoactivos (con y sin respaldo) según su valor de mercado.

³ Para más información, véase este [Comunicado de la autoridad de supervisora del mercado de valores de Estados Unidos](#).

⁴ Esta Orden Ejecutiva crea, por una parte, una Reserva de Bitcoin Estratégica, mediante la que se tratará el Bitcoin como un activo de reserva. Según la Orden Ejecutiva, esta Reserva se capitalizará con Bitcoin adquiridos por el Departamento del Tesoro y provenientes de su incautación en procedimientos penales o civiles. Otras agencias comprobarán si cuentan con potestades para transferir a la Reserva de Bitcoin Estratégica los Bitcoin de los que sean propietarias. Los Estados Unidos no venderán Bitcoin depositados en la Reserva. Finalmente, los Secretarios del Tesoro y de Comercio podrán desarrollar estrategias que no tengan impacto presupuestario para adquirir Bitcoin adicionales, siempre que no supongan mayores costes para los contribuyentes. Por otra parte, la Orden Ejecutiva también establece una Reserva de Activos Digitales de Estados Unidos, que consiste en activos digitales distintos del Bitcoin adquiridos por el Departamento del Tesoro mediante su incautación en procedimientos penales y civiles. El Gobierno no adquirirá activos adicionales para esta Reserva, más allá de los ya obtenidos mediante esos procedimientos. El Secretario del Tesoro podrá establecer estrategias destinadas a una gestión responsable de la Reserva, incluyendo la posibilidad de vender activos digitales de la Reserva. Para más detalles véase “[Fact Sheet: President Donald J. Trump Establishes the Strategic Bitcoin Reserve and U.S. Digital Asset Stockpile](#)”, White House (2025).

ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS Y DE SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (cont.)

Gráfico 1

Valor de mercado de los principales criptoactivos (a)

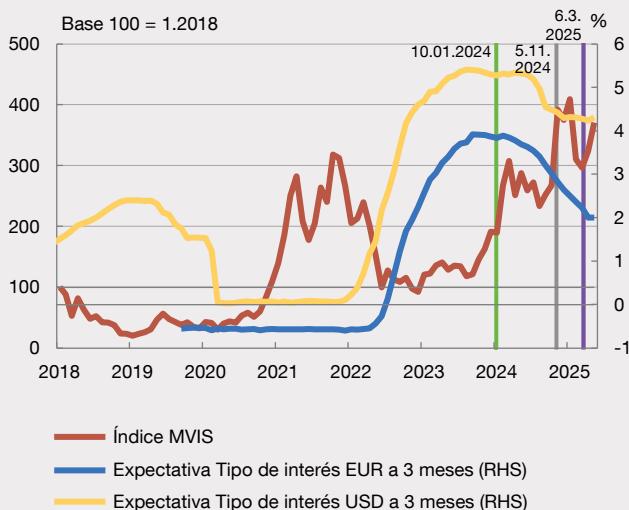
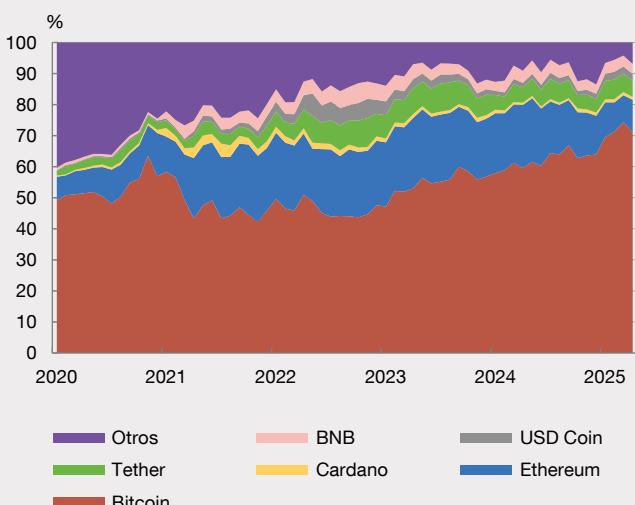


Gráfico 2

Peso sobre capitalización del MVIS de distintos criptoactivos (a) (b)



FUENTES: LSEG Datastream, MVIS, CoinMarketCap y Banco de España. Última observación: 12 mayo de 2025.

- a El índice de criptoactivos es el MVIS CryptoCompare Digital Assets 100 Index, el cual se compone de las 100 principales criptoactivos (con y sin respaldo), de acuerdo con su valor de mercado. Las expectativas de los tipos de interés se han aproximado por las tasas overnight index swaps (OIS) a 3 meses. La línea vertical verde indica la fecha de aprobación en EEUU de los ETF sobre Bitcoin al contado. La línea vertical gris señala la fecha de la reelección del Presidente Trump. La línea vertical morada marca la fecha de la Orden Ejecutiva del 6 de marzo 2025 que establece la creación de una reserva estratégica denominada en criptomonedas.
- b Bitcoin, Ethereum y Cardano son criptoactivos sin respaldo. Tether, BNB y USD Coin son criptoactivos con respaldo.

con respaldo (Tether, USD Coin, BNB) alcanzaban en su conjunto un porcentaje de la capitalización del MVIS limitado al 10,6%, destacándose entre ellos Tether.⁵ Actualmente, el uso de estos activos con respaldo se orienta principalmente a apoyar la operativa del segmento sin respaldo, cumpliendo así una función auxiliar.

La volatilidad de las valoraciones en el mercado de los criptoactivos se explica fundamentalmente por las cotizaciones de los activos sin respaldo. En particular, el precio de Bitcoin ha estado sujeto a fuertes fluctuaciones. En el último año, su capitalización de mercado se incrementó en un 124%, mientras que las de Ethereum y Cardano

registraron aumentos del 46% y 41%, respectivamente. Durante el primer trimestre de 2025, en contraste, estos activos se depreciaron: 11,5% (Bitcoin), 45,2% (Ethereum) y 21,3% (Cardano). Posteriormente, en abril y mayo, han presentado de nuevo repuntes significativos. Este comportamiento se ve influido por factores económicos, tecnológicos y de atención de los inversores. Como muestran Carbó y Gorjón (2022) para el caso de Bitcoin, el impacto de estos factores varía en el tiempo⁶.

Mediante técnicas de redes neuronales de memoria larga a corto plazo (LSTM, por sus siglas en inglés)⁷ y técnicas de interpretabilidad para inteligencia artificial (SHAP, por

5 Tether es una *stablecoin* cuyo valor está vinculado al dólar estadounidense mediante reservas equivalentes, lo que permite realizar transacciones rápidas y estables a través de múltiples *blockchains*. Se distingue de otras *stablecoins* entre otros motivos por su amplia adopción global y una menor transparencia en comparación con alternativas como USD Coin.

6 Véase J.M. Carbó y S. Gorjón (2022). “Application of machine learning models and interpretability techniques to identify the determinants of the price of bitcoin”, Documentos de Trabajo, 2215, Banco de España.

7 LSTM: Modelo de *deep learning* capaz de trabajar con series temporales y captar dependencias tanto a corto como a largo plazo. Véase S. Hochreiter y J. Schmidhuber (1997) “Long short-term memory”. *Neural computation*, 9(8), 1735-1780.

ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS Y DE SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (cont.)

sus siglas en inglés)⁸, en este estudio se replica aproximadamente la evolución del precio de Bitcoin entre 2015 y 2023. En los primeros años de expansión de Bitcoin, anteriores a 2018, predominaban factores tecnológicos como la dificultad de minado⁹. Sin embargo, desde 2018, la atención pública—medida por búsquedas en Google Trends y menciones en Twitter—ha ganado relevancia. En cambio, variables económicas como el índice S&P 500 y el precio del oro no han demostrado ser determinantes estables del precio de Bitcoin.

Carbó y Gorjón (2022) también identifican la aparición de nuevos determinantes que explican el precio de Bitcoin a lo largo del tiempo, como la adopción institucional o la irrupción de nuevos grandes inversores. La fuerte subida de valor de este activo que se produjo en 2024 y que coincide con la aprobación de los ETF de Bitcoin al contado en Estados Unidos no se puede explicar mediante el modelo de este estudio, al constituir un factor nuevo que no estaba presente en su periodo de análisis. No obstante, la aparición de nuevas variables explicativas no es sorprendente dado el patrón previamente identificado.

Dificultades en la monitorización de la actividad de mercado

Cabe destacar la dificultad para monitorizar el valor de mercado de los criptoactivos. Los datos procedentes de una *blockchain* (o cadena de bloques)¹⁰ de Bitcoin tienen ventajas como su inmutabilidad y transparencia, lo que permite analizar transacciones, agrupar direcciones en clústeres, estimar la concentración de saldos o la actividad de los *mineros*¹¹ más importantes¹².

Sin embargo, existen ciertas limitaciones en este tipo de datos que dificultan monitorizar transacciones entre países, evaluar riesgos para la estabilidad financiera o detectar actividades ilícitas como el lavado de dinero.

En primer lugar, los datos del *blockchain* no incluyen información sobre la ubicación ni la identidad de los agentes, lo que dificulta segmentar la actividad de este mercado por países. Aunque las técnicas de *clustering* y la identificación de direcciones asociadas a plataformas de intercambio pueden reducir parcialmente el anonimato, no son suficientes para la identificación precisa de transacciones. Además, las transacciones procedentes del *blockchain* excluyen operaciones dentro de *exchanges* centralizados¹³, donde los activos pueden cambiar de propietarios sin quedar reflejados en la cadena.

Finalmente, la fragmentación de fuentes de información y la falta de estándares de reporte limitan la monitorización homogénea, lo que hace necesario complementar el análisis con datos externos o proporcionados por terceros (externos a las autoridades prudenciales financieras), con los riesgos asociados que ello implica.

Criptoactivos y ETF

Los inversores en criptoactivos prefieren el mercado *spot* (o mercado al contado)¹⁴ para llevar a cabo sus transacciones por su inmediatez y simplicidad, entre otros motivos. Este mercado tiene una capitalización actual de alrededor de tres billones de dólares, y los criptoactivos sin respaldo, especialmente Bitcoin y Ethereum, son los activos más negociados¹⁵.

⁸ SHAP es un método de interpretabilidad basado en teoría de juegos que permite asignar a cada variable una contribución clara en la predicción de un modelo de inteligencia artificial. Véase S. M. Lundberg y Su-In Lee (2017) “A Unified Approach to Interpreting Model Predictions”, *Advances in neural information processing systems*, vol. 30.

⁹ La dificultad de minado es un parámetro que se ajusta automáticamente para mantener constante el intervalo promedio de creación de bloques. En la red Bitcoin, para validar las transacciones, los mineros deben resolver un problema matemático cuyo nivel de complejidad aumenta o disminuye conforme a la capacidad de cómputo total, asegurando un ritmo estable de generación de bloques.

¹⁰ El *blockchain* (o cadena de bloques) es una tecnología de registro distribuido que almacena datos en bloques enlazados cronológicamente y asegurados criptográficamente, lo que garantiza su inmutabilidad y permite la verificación descentralizada de transacciones.

¹¹ Un *minero* en un participante de una red *blockchain* que valida y agrupa transacciones en bloques mediante la resolución de problemas computacionales, a cambio de una recompensa en forma de criptoactivos.

¹² Véase J. M. Carbó, H. Jahanshahloo y J. C. Piqueras (2024) “Análisis de fuentes de datos para seguir la evolución de Bitcoin”. Documento Ocasional 2411, del Banco de España.

¹³ Los *exchanges* centralizados son plataformas que intermedian la compraventa de criptoactivos y gestionan internamente los saldos de sus usuarios. Las transferencias entre cuentas dentro de la misma plataforma no se registran en la *blockchain* pública.

¹⁴ En el mercado *spot*, el inversor compra y vende diversos activos digitales directamente, sin utilizar un vehículo intermedio de transacción, como un ETF.

¹⁵ Según datos en tiempo real obtenidos de coinmarketcap.

ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS Y DE SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (cont.)

Gráfico 3

Capitalización de mercado de los activos bajo gestión en ETF de criptoactivos como porcentaje de la capitalización de mercado total del activo (a)

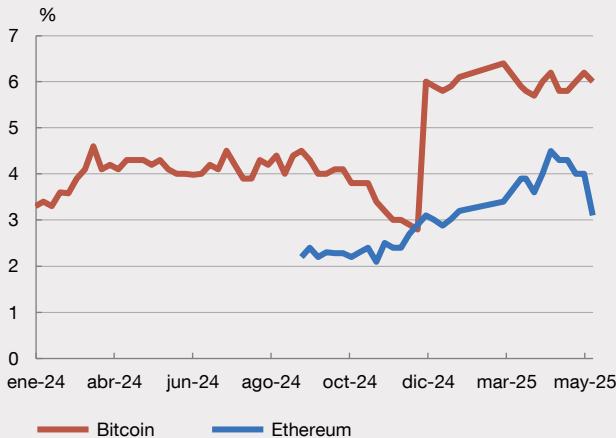


Gráfico 4

Capitalización de MVIS como porcentaje de la capitalización del S&P 500 (b)



FUENTES: LSEG Datastream, MVIS, CoinMarketCap y Banco de España. Última observación: 12 mayo de 2025.

- a Datos semanales. Se incluyen tanto ETF sobre Bitcoin al contado como sobre futuros.
- b Datos mensuales.

Sin embargo, a pesar del éxito del mercado spot, el mercado de ETF referenciado a criptoactivos muestra un potencial de crecimiento significativo. En particular, los ETF sobre Bitcoin, al contado o sobre futuros, ya suponen alrededor del 6 % del total de capitalización de mercado de este activo (3,1 % en caso de Ethereum), véase gráfico 3¹⁶. Esta cifra es significativa, considerando que el primer ETF de sobre Bitcoin (BTCC) se lanzó en 2021 y que los ETF sobre Bitcoin al contado no se han autorizado en Estados Unidos hasta 2024¹⁷.

Los ETFs sobre criptoactivos se comercializan mayoritariamente en Estados Unidos, aunque podría esperarse un aumento de su comercialización en Europa en los próximos años¹⁸. En torno a esta cuestión, es necesario tener en cuenta que la Unión Europea cuenta, desde el año 2024, con una regulación aplicable a los criptoactivos. El Reglamento MiCA (Markets in Crypto-Assets)¹⁹ regula la emisión de las denominadas

stablecoins y también de otras clases de criptoactivos distintos de los stablecoins, la prestación de servicios sobre criptoactivos en la Unión Europea, la protección de los titulares de criptoactivos y de los clientes de los servicios de criptoactivos, las medidas dirigidas a prevenir operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado en relación con los criptoactivos, a fin de garantizar la integridad de los mercados de criptoactivos, y distintas obligaciones de reporte de información, que podrían ayudar a solucionar algunas de las lagunas antes señaladas.

El marco regulatorio de MiCA se aplica a todos aquellos criptoactivos no regulados por la legislación de la Unión Europea aplicable a los instrumentos financieros. Con ello se pretende dotar de seguridad y garantías para los titulares de esos criptoactivos. Esta regulación puede contribuir a facilitar a los bancos y fondos de inversión la comercialización de productos financieros basados en criptoactivos, como

16 Según datos en tiempo real obtenidos de [coinmarketcap](#).

17 El primer ETF spot de Bitcoin se lanzó en Canadá en febrero de 2021 (BTCC). El primer ETF sobre futuros de Bitcoin se lanzó en EEUU en 2021 (BITO). EEUU lanzó el primer ETF spot de Bitcoin en 2024.

18 Véase [enlace](#).

19 El Reglamento MiCA (*Markets in Crypto-Assets*), Reglamento (UE) 2023/1114, es una normativa europea aprobada por el Parlamento Europeo y el Consejo que tiene como objetivo establecer un marco regulatorio común para los mercados de criptoactivos en toda la Unión Europea. Véase más detalles de esta regulación en este [enlace](#).

ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS Y DE SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (cont.)

es el caso de los ETF. Al mismo tiempo, este marco regulatorio también puede reducir la probabilidad de escenarios de desarrollo desordenado de este mercado, con potenciales mayores riesgos para el sistema financiero.

Gran parte del éxito de los ETFs sobre criptoactivos se debe a que permiten un acceso más simple de los inversores (minoristas e institucionales) a la negociación de criptoactivos y/o a la inversión en diferentes empresas relacionadas con la tecnología *blockchain*. Esto hace posible invertir en uno o varios activos a la vez mediante una participación en el ETF.

En definitiva, los ETFs sobre criptoactivos han contribuido a reducir el coste de transacción y el coste de entrada en este sector, en un entorno de negociación regulado, lo que incrementa la liquidez de este mercado, sobre todo en períodos favorables. Sin embargo, pese al crecimiento y desarrollo de estos productos, el inversor en este tipo de activos se enfrenta a importantes retos, dado el elevado riesgo sobre sus valoraciones de mercado y los potenciales problemas relacionados con la ciberseguridad.

Desarrollos regulatorios y supervisores en Estados Unidos de relevancia para la digitalización de las finanzas y para los criptoactivos

Varias de las Órdenes Ejecutivas (en adelante, “OE”) promulgadas por la nueva administración presidencial estadounidense desde su toma de posesión afectan al sector tecnológico y a la digitalización de las finanzas. En concreto, el 23 de enero se emitió la OE *“Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology”*, dirigida a promover las transacciones de individuos y entes privados en las redes públicas de *blockchain*, la custodia de activos digitales y el desarrollo de *stablecoins* respaldadas por el dólar estadounidense. Simultáneamente, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) emitió el *Staff Accounting Bulletin 122*, que otorga una mayor flexibilidad a las entidades financieras tradicionales interesadas en ofrecer servicios de custodia de criptoactivos.

El 6 de marzo se emitió la OE *“Establishment of the Strategic Bitcoin Reserve and United States Digital Asset Stockpile”*, por la que se crea una Reserva de Bitcoin

Estratégica y una Reserva de Activos Digitales (distintos de Bitcoin) de Estados Unidos. De acuerdo con esta OE, la Reserva de Bitcoin Estratégica podrá nutrirse tanto de incautaciones en procedimientos civiles y penales como de adquisiciones por el Departamento del Tesoro, mientras que en el caso de la Reserva de Activos Digitales solo podrá incorporar activos a través de incautaciones²⁰.

Además, se encuentran en proceso de aprobación la *GENIUS Act* y la *STABLE Act*, que pretenden definir “*stablecoins* de pago” como aquellas que sean reembolsables por un importe fijo predeterminado y mantengan activos de reserva sólo liquidables para dicho reembolso. Para aquellas denominadas en dólares estadounidenses, se exige a los emisores mantener un dólar de activos de reserva por cada dólar de *stablecoins* emitidas, y se fija un régimen regulatorio que limita los activos de reserva a depósitos asegurados a la vista, reservas del banco central, y activos de deuda pública a corto plazo aprobados por los reguladores.

Adicionalmente, cabría destacar que la propuesta estadounidense eximiría a los emisores de dichas *stablecoins* de pago de los requerimientos de capital exigidos a la banca tradicional, imponiendo normas específicas de capital, liquidez y gestión de riesgos, así como de información acerca de los mecanismos de reembolso, e informes sobre la composición de la reserva certificados por los administradores del emisor de la *stablecoin*, y “examinados” por auditores (pero no necesariamente auditados).

La existencia de una regulación sobre criptoactivos en la Unión Europea y en Estados Unidos que difiera en algunos de los requisitos regulatorios exigidos a sus emisores podría justificar, en todo caso, una mayor atención y vigilancia. Una misma *stablecoin* puede ser emitida tanto por un emisor situado en la Unión Europea como por otro fuera de ella (*multi-issuance scheme*, por su término en inglés). En este caso, uno de los dos que puede estar sujeto a unas obligaciones regulatorias más exigentes frente a los titulares de esa *stablecoin*. Si eso se produce, ese emisor podría tener que afrontar dichas obligaciones, no sólo frente a los titulares de sus emisiones de esa *stablecoin*, sino también frente a los titulares de las emisiones de esa *stablecoin* realizadas por el otro emisor, sujeto a unos requisitos y obligaciones más laxos.

²⁰ Para más información sobre estas reservas de criptoactivos, véase la nota al pie 4.

ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS Y DE SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (cont.)

Ese posible escenario podría requerir una particular atención, en la medida en que podría comprometer la situación financiera del emisor sujeto a requisitos y obligaciones más exigentes y, en última instancia, en función de la importancia sistémica que alcancen estos modelos de *multi-issuance scheme*, la estabilidad financiera.

Por último, a finales de abril de 2025, la Junta de la Reserva Federal ha relajado distintas guías supervisoras relacionadas con la actividad de los bancos con criptoactivos. En primer lugar, ha rescindido su guía supervisora de 2022 que establecía, entre otras expectativas sobre la gestión de los riesgos asociados a los criptoactivos, que los bancos bajo su autoridad notificaran las actividades actuales o planeadas que tuvieran relación con estos activos. En su lugar, supervisará las actividades de criptoactivos de los bancos a través del proceso normal de supervisión.

La Junta rescinde también su guía supervisora de 2023 con respecto al proceso de no objeción para la participación de bancos con licencia estatal bajo su autoridad en actividades de pago apoyadas en tecnología *blockchain* y con denominación en dólares (actividad basada en *dollar tokens*). Hasta ahora, en base a este procedimiento, estos bancos necesitaban demostrar al supervisor que podían desarrollar estas actividades de forma segura y recibir una autorización escrita antes de iniciarlas.

Por último, la Junta, con otras agencias reguladoras de Estados Unidos ha retirado dos declaraciones previas emitidas en 2023 sobre las actividades y exposiciones de los bancos a los criptoactivos. La Junta ha comunicado que trabajará con otras agencias para considerar si es apropiado brindar orientación adicional para apoyar la innovación financiera, incluidas las actividades de criptoactivos²¹.

Implicaciones para la estabilidad financiera

Las cautelas expresadas en el capítulo especial del IEF de primavera de 2022 sobre los riesgos vinculados a los

criptoactivos siguen vigentes²². Estos riesgos incluyen los ya mencionados de mercado y los relacionados con la ciberseguridad. Actualmente, la importancia sistémica de estos riesgos es limitada dado el tamaño relativamente pequeño de este mercado. Por ejemplo, a principios de 2025, el valor bursátil del índice MVIS representaba un 6.2 % del S&P 500, un 5,8 % a la última fecha de datos disponible, tras las turbulencias de abril (véase Gráfico 4). No obstante, si continúa la expansión de los mercados de criptoactivos, su importancia podría aumentar en el futuro.

A este respecto, la aparente resiliencia del mercado de criptoactivos desde 2018, con fluctuaciones, pero superando distintos períodos de corrección, y el desarrollo de ETFs y las reformas normativas de Estados Unidos refuerzan las expectativas de expansión. Persiste la idea entre buena parte de los partícipes de este mercado de que la tecnología *blockchain* puede suponer, sin más cualificación, nuevas formas solventes de dinero, de medios de pago o de inversión. El interés de la nueva Administración de Estados Unidos en este mercado agudiza el riesgo de arraigo de estas ideas.

Todas estas percepciones se han desarrollado a pesar de las importantes limitaciones de los criptoactivos. La falta de un anclaje para el valor de los criptoactivos sin respaldo, como Bitcoin, los invalida como medio de depósito o de pago. Su aceptación como activos de inversión se ve favorecida por contextos sociales que permitan la proliferación de *manías*²³. Los riesgos personales y sociales de estos activos, como el fraude, los esquemas piramidales o la desviación de recursos de sus usos productivos tienden a ser infravalorados en un entorno de elevadas rentabilidades a corto plazo.

Otras limitaciones fundamentales de estos activos se relacionan con el elevado coste energético necesario para validar los criptoactivos más descentralizados y los riesgos de concentración de este mercado (e. g., riesgos operacionales en las redes menos descentralizadas).

21 Para una descripción más completa de los cambios en las guías supervisoras sobre criptoactivos de la Junta de la Reserva Federal de Estados Unidos, véase nota de prensa de 25 de abril de 2025.

22 Véase la nota al pie 1 de este recuadro.

23 El término «manía» denota la desconexión irracional y colectiva entre valor de mercado y valor intrínseco. Véase C.P Kindleberger y R.Z Albier (2005) «Manías, pánicos y cracs: historia de las crisis financieras», Ariel Economía.

ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS Y DE SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (cont.)

Además, se pueden generar posibles situaciones de fraude de mercado, como se evidenció en el caso FTX²⁴.

La valoración de riesgo de las *stablecoins* puede ser más favorable cuando sus características y su uso están regulados según estándares prudenciales sólidos. En Europa, el reglamento MiCA, ya mencionado antes, ha reforzado la seguridad de estos activos, lo que podría permitir, eventualmente, nuevos canales de pago. Sin embargo, estos usos son todavía muy limitados, en comparación con el empleo de *stablecoins* como vehículo de acumulación valor o como medio auxiliar de pago exclusivo para la operativa con criptoactivos sin respaldo.

La reciente intensificación de las tensiones geopolíticas constituye un contexto particular y diferenciado, que ha propulsado la adopción de los criptoactivos y que es fuente de preocupación. Los países que no están alineados con Estados Unidos pueden utilizar los criptoactivos como sustituto del dólar, si bien los desarrollos en este sentido son todavía limitados. La precaución geopolítica detrás este cambio también se identifica en iniciativas de sustitución de redes de pago internacionales, como Swift.

Estas distorsiones geopolíticas pueden dar lugar a políticas públicas en relación con los criptoactivos con efectos potencialmente negativos sobre la estabilidad financiera. La potencial incorporación de Bitcoin a los activos de reserva de un banco central supone un posible ejemplo en este sentido. Su capacidad para estabilizar el tipo de cambio sería reducida dadas sus limitaciones como instrumento de pago. Asimismo, la inestabilidad de su valor desaconsejaría su empleo para acumular riqueza pública. Por último, el objetivo que pueden adoptar algunos países de obtener una posición dominante en el segmento de *stablecoins* (con un uso predominante de la divisa nacional como activo de cobertura) puede proporcionar incentivos para relajar los estándares de

seguridad de estos activos, buscando una rápida expansión de estos²⁵.

En este entorno, las monedas digitales de bancos centrales (CBDC, por sus siglas en inglés) emergen como una alternativa para ofrecer servicios de pago modernos con la misma seguridad que el efectivo. Las CBDC permiten disfrutar de las ventajas tecnológicas de los criptoactivos (por ejemplo, inmediatez de las transacciones), reducir los riesgos operacionales para los usuarios y, en función del diseño implementado, aproximarse a las principales características del dinero fiat (dinero cuyo valor viene concedido por la ley) como medio de pago y unidad de medida. De esta forma, las CBDC podrían ser un sustituto atractivo de ciertas categorías de criptoactivos, como las *stablecoins*, limitando su crecimiento y los riesgos vinculados.

Desde esta perspectiva, la prohibición por parte de la nueva administración de Estados Unidos en su Orden Ejecutiva sobre criptoactivos del 23 enero, citada ya más arriba, de cualquier avance hacia una CBDC en dólares puede tener efectos negativos indeseados sobre la estabilidad del sistema monetario global.

En cualquier caso, la introducción de una CBDC requiere un análisis detallado de sus costes y beneficios, una estrategia de implementación que prime el beneficio de la sociedad y la consistencia con los objetivos de estabilidad de precios y de estabilidad financiera del banco central que la emite. En relación con el último, es particularmente relevante analizar el efecto que la introducción una CBDC pueda tener sobre los depósitos bancarios y, en consecuencia, sobre la liquidez y el coste de financiación de los bancos, así como sobre su rentabilidad y solvencia. A título de ejemplo, en el proyecto en desarrollo del euro digital, el BCE considera dos elementos concretos del diseño de esta CBDC (la no remuneración de los saldos y la fijación de límites a los mismos) explícitamente vinculados a la limitación de los riesgos para la estabilidad financiera²⁶.

24 FTX es una plataforma de negociación de criptoactivos en situación concursal y sujeta a acusaciones de fraude a clientes. Véase Coinledger.

25 Véase la Orden Ejecutiva de 23 de enero de 2025 ya mencionada del Presidente de EEUU “Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology”.

26 Véase Dictamen del BCE de 31 de octubre de 2023 (CON/2023/34).