

Capítol 8.

Riscos financers: una amença creixent



Taula de contingut

8. Riscos financers: una amenaça creixent	3
8.1. Desbordament del deute públic.....	3
8.2. Vulnerabilitat del sistema financer no bancari	7
8.3. El risc d'esclat de les borses: la bombolla de la IA.....	9
8.4. La guerra de divises: el procés de desdolarització incipient	12
La depreciació del dòlar.....	12
La desdolarització: un debat creixent	13
La consolidació de les <i>stablecoins</i> i l'impuls de les monedes digitals oficials.....	16
L'auge de l'or com a actiu refugi.....	20

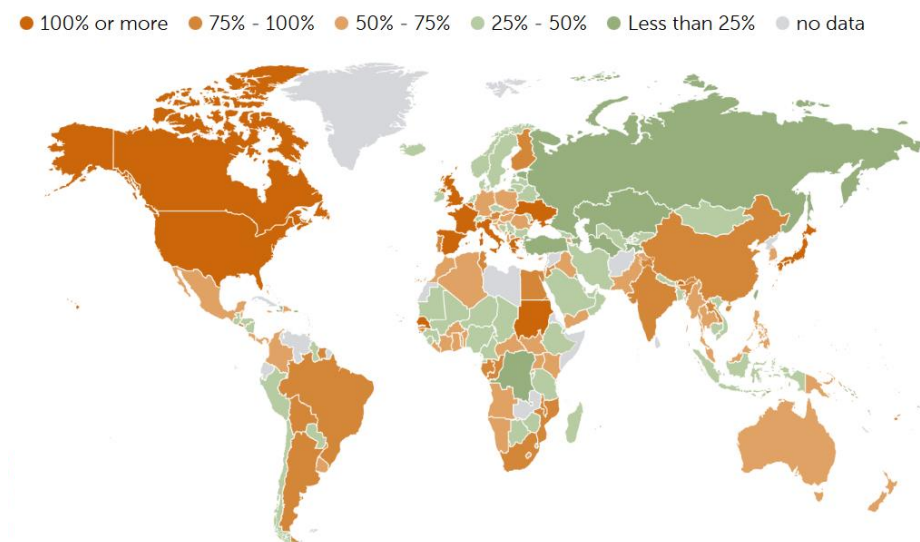
8. Riscos financers: una amenaça creixent

8.1. Desbordament del deute públic

El volum global de deute públic dels governs continua augmentant i ha batut un nou rècord històric. El deute públic mundial se situa al voltant del 95% del PIB el 2025 i l'FMI preveu que superarà el 100% del PIB mundial el 2029. Això eleva el risc d'impagament dels països, afecta el finançament de les polítiques públiques i redueix el marge de maniobra dels governs per a futures crisis.¹

Els països avançats acaparen els deutes públics més grans el 2025. S'estima que l'emissió de bons sobirans als països de l'OCDE assolirà un rècord de 17 bilions de dòlars el 2025, més del doble que deu anys enrere.² L'organització alerta de la càrrega que representen els interessos del deute en els països avançats (3,3% del PIB el 2024), xifra que supera la despesa en defensa i habitatge d'aquestes economies.³

Figura 40. Deute públic 2025 (en percentatge del PIB)



Font: FMI

¹ IMF (2025), [Global Financial Stability Report](#).

² OCDE (2025), [Global Debt Report 2025](#).

³ Herbert, E. (2025), ["Government debt interest costs hit highest level since 2007"](#), Financial Times.

Als Estats Units, l'acumulació de deute cada cop és menys sostenible. Se situa ja en el 125% del PIB i s'estima que amb les polítiques de l'Administració Trump augmenti dramàticament fins al 140% el 2030. El projecte de llei *One Big, Beautiful Bill*, principal motiu del tancament del Govern a finals del 2025, el més llarg de la història dels EUA, pot afegir 5,5 bilions de dòlars addicionals al dèficit dels EUA a la propera dècada. Aquest continuarà sent el més ampli entre els dèficits dels països avançats (es preveu que arribi al 7% del PIB), i posarà així en perill el creixement a mitjà i llarg termini del país. Moody's ha rebaixat la qualificació creditícia del mercat del deute nord-americà (de Aaa a Aa1) i l'FMI insta els EUA a controlar el seu deute i dèficit creixent per contribuir a la bona salut dels mercats financers mundials.⁴

En contra del previst per l'Administració Trump, les projeccions mostren que els ingressos aranzelaris dels EUA no impediran l'augment del dèficit nord-americà pels propers anys.⁵ Primer, pels impactes directes adversos dels aranzels a l'economia: encareixen les importacions, cosa que pot frenar el consum intern i retallar el creixement econòmic (menys recaptació d'impostos). Segon, pels impactes indirectes: fins ara, països com el Japó, Corea del Sud i la Xina compraven deute del tresor nord-americà per evitar enfortir excessivament la seva moneda i perdre competitivitat. Actualment els inversors globals busquen alternatives davant la pèrdua de confiança en l'economia dels Estats Units i el dòlar (vegeu l'apartat 8.4).

Això suposa una oportunitat per a la UE per emetre eurobons com a actiu segur i alternatiu per als inversors, cosa que li permetria finançar projectes de gran volum i impulsar-se com a actor geopolític.⁶ De fet, en l'emissió de bons del mes d'octubre de 2025 de la UE, la demanda (86.000 milions d'euros) va ser disset vegades superior a l'oferta (5.000 milions d'euros). Amb aquest mecanisme, la UE ha recaptat 148.000 milions d'euros des d'inici de 2025 per finançar el desemborsament dels fons NGEU, projectes mediambientals (bons verds) o l'ajuda a Ucraïna, entre d'altres.⁷

A Europa, l'augment de la despesa en defensa està comportant tensions del deute. La principal preocupació recau sobre França, immersa en una contínua inestabilitat política que es plasma amb el pas de cinc primers ministres en dos anys. El deute del país ha augmentat 7 punts percentuals en dos anys fins al 116,5% del PIB, i el dèficit públic arriba al 5,8% del PIB, gairebé el doble del límit del 3% que marquen les normes fiscals de la UE. El rendiment dels bons públics a deu anys de França (cost del deute) registra màxims des de 2011 i ha superat els d'Itàlia, Grècia i Espanya, els països històricament amb les primes de risc més elevades de la zona euro. Aquest fet es deu al fet que aquests tres països han anat reduint el deute públic en els darrers anys.

⁴ IMF (2025), [Global Financial Stability Report](#).

⁵ Jacobson, L. (2025), "[Trump tariffs would not 'pay off our deficit,' as commerce secretary said](#)", Polityfact.

⁶ Steinberg, F. (2025), "[Eurobonos y poder monetario europeo](#)", Expansión.

⁷ European Commission (2025), "[European Commission issues €5 billion in its 10th syndicated transaction of 2025](#)".

En el cas d'Espanya s'ha reduït fins al 101,8% del PIB, després del pic del 120% assolit durant la pandèmia, cosa que ha permès que les agències de *rating* com S&P hagin millorat la qualificació creditícia d'Espanya fins a l'A+, per primer cop en sis anys. Tanmateix, però, la ràtio de deute/PIB d'Espanya segueix sent superior al conjunt de la zona euro (87,4% del PIB) i el 2025 torna a repuntar fins al 103,2% del PIB (setembre de 2025).⁸ L'FMI preveu que el deute de l'economia espanyola tornarà a incrementar degut a l'augment de la despesa militar.⁹

Al Japó, el país més endeutat del món (230% del PIB), els rendiments dels bons a deu anys han augmentat fins al seu nivell més alt des de la crisi financera mundial de 2008. El paquet d'estímuls de 135.000 milions de dòlars del nou govern de Takaichi per estimular l'economia augmentarà més el deute públic japonès, cosa que ha generat preocupació en els mercats financers.¹⁰

A la Xina, Fitch va rebaixar la qualificació creditícia del país (de A+ a A) i va advertir d'un augment del risc del deute enmig de les tensions comercials. El deute públic xinès s'ha convertit en una de les principals preocupacions econòmiques del país, al créixer enormement: del 59% del PIB el 2019 al 96% actual, conseqüència de la crisi immobiliària i els rescats als governs i empreses locals. Es preveu que el deute xinès segueixi creixent fins al 116% del PIB el 2030, el doble que fa poc més de deu anys.¹¹

Als països emergents, el deute públic ha anat augmentant ràpidament des del 2010 i, conjuntament, ja arriba als 12 bilions de dòlars, el 60% del PIB d'aquests països. Tot i que el risc de crisi de deute en els països de baixos ingressos i més endeutats en dòlars s'ha moderat el 2025 per la reducció dels tipus d'interès i la depreciació de la moneda nord-americana¹² (vegeu l'apartat 8.4), el risc es manté elevat per la reducció de l'ajuda externa i els potencials efectes inflacionistes als EUA de les polítiques de Trump, que poden pressionar a l'alça de nou els tipus d'interès el 2026 (vegeu l'apartat 6.2).

⁸ Banco de España (2025), "[La deuda de las Administraciones Públicas se situó en julio de 2025 en el 102,3% del PIB, 1,9 pp menos respecto al mismo período del año anterior. Avance mensual](#)".

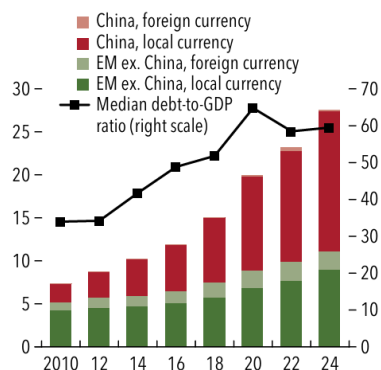
⁹ Portillo, J. (2025), "[El FMI prevé que la presión fiscal suba en 6.500 millones en España en 2026](#)", Expansión.

¹⁰ Lewis, L. (2025), "[Takaichi estimulará la economía de Japón con un plan de 135.000 millones de dolares](#)", Expansión.

¹¹ Yao, K. (2025), "[Fitch cuts China credit rating on debt risks amid trade tensions](#)", Reuters.

¹² IMF (2025), [Global Financial Stability Report](#).

Figura 41. Deute públic en els països emergents (bilions de dòlars (esquerra) i % del PIB (dreta))



Font: FMI

Les retallades a l'ajuda exterior poden abocar el 60% dels estats de renda baixa a una crisi de deute, especialment a l'Àfrica, on el deute públic gairebé assoleix el 70% del PIB, molt per sobre del 50% que el Banc Mundial considera prudent per a aquesta regió.¹³ De fet, el continent africà aglutina 17 dels 24 països que l'FMI considera amb alt risc de sobreendeutament (destaquen Ghana, Kenya, Moçambic o Zàmbia) i set dels nou països en situació d'estrès de deute (República Democràtica del Congo, Djibouti, Etiòpia, Malawi, São Tomé i Príncipe, Sudan i Zimbàbue).¹⁴

Un dels principals problemes recau sobre la càrrega dels interessos: un total de 3.400 milions de persones viuen en 46 països que gasten més en pagaments d'interessos que en salut o educació.¹⁵ El cost dels interessos s'ha encarit considerablement degut a la major rellevància de la Xina i l'emergència de nous creditors com Rússia, Turquia i els països del golf Pèrsic o bancs privats. Antigament entre el 80% i el 90% del deute era suportat pel Club de París (principalment països avançats) i organismes multilaterals com l'FMI o el Banc Mundial, però avui en dia hi ha països on el 60% del deute està en mans d'economies emergents, cosa que complica enormement la reestructuració del seu deute.

A la 4a Conferència Internacional sobre Finançament per al Desenvolupament celebrada a Sevilla el 2025,¹⁶ no només es va plantejar la necessitat d'alleujar el deute sinó també tornar a fundar un sistema considerat injust i caducat, amb la necessitat de noves institucions. El Marc Comú del G20 continua sent un mecanisme insuficient (tal com s'ha vist en els *defaults* de Ghana i Zàmbia) i cal una nova arquitectura financera global. El document final de Sevilla obre la porta a la creació d'un mecanisme intergovernamental de l'ONU, tal com demanen els països africans.

¹³ CESCE (2025), [Panorama Internacional 2025](#).

¹⁴ IMF (2025), ["List of LIC DSAs for PRGT-Eligible Countries"](#).

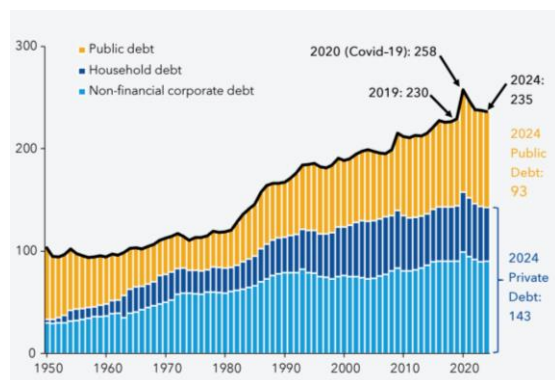
¹⁵ UNCTAD (2025), [A World of Debt](#).

¹⁶ ONU (2025), [4^a Conferencia Internacional sobre Financiación para el Desarrollo](#).

8.2. Vulnerabilitat del sistema financer no bancari

El deute privat (llars més empreses no financeres) s'ha mostrat, de moment, resiliència i ha disminuït un 22% els darrers anys fins al 143% del PIB el 2024, el nivell més baix des de 2015. Tanmateix, l'augment del deute públic compensa la caiguda del privat i manté en nivells elevats el deute global (235% del PIB).¹⁷

Figura 42. Deute global (en percentatge del PIB)



Font: FMI

La principal preocupació radica en la Xina, on el deute privat respecte al PIB va augmentar 6 punts percentuals el 2024 fins al 206% del PIB, com a conseqüència del deute de les empreses. A la debilitat del sector immobiliari, se li afegeix una oferta de crèdit molt àmplia, per donar suport a sectors estratègics.

En els països avançats, en canvi, el deute privat es redueix com a resposta a les perspectives de creixement moderades i a l'augment del deute públic, que limita la disponibilitat de crèdit per al sector privat. Els grans inversors estan reduint la seva exposició al deute corporatiu més arriscat (*distressed debt*),¹⁸ i han optat per bons governamentals més segurs. Els bons corporatius als EUA i Europa ofereixen ara tan sols 0,8 punts percentuals de rendiment addicional respecte al deute públic, prop del nivell més baix des de la crisi de 2008.

¹⁷ Gaspar, V., Goncalves, C. i Poplawski-Ribeiro, M. (2025), "[Global Debt Remains Above 235% of World GDP](#)", IMF.

¹⁸ Edlich, A., Croke, C., Dahlqvist, F i Teichner, W (2025), "[Global Private Markets Report 2025: Braced for shifting weather](#)", McKinsey.

Figura 43. Diferencial sobre els bons governamentals (en punts percentuals)



Font: Financial Times

Les taxes d'impagament dels EUA, tant dels bons d'alt rendiment com, especialment, dels préstecs apalancats (finançament que es concedeix a empreses amb un endeutament alt) han anat baixant,¹⁹ una dada tranquil·litzadora tenint en compte l'efecte bola de neu que els EUA han tingut en les diferents crisis econòmiques anteriors. Tanmateix, les empreses no estan exemptes d'incertesa i la vulnerabilitat que les envolta és enorme. A tall d'exemple, la fallida de Tricolor, empresa nord-americana finançadora d'automòbils de segona mà, i el col·lapse del fabricant de components d'automoció First Band han afectat bancs rellevants dels EUA com Jefferies o JPMorgan Chase, i han impulsat els temors sobre la inconsistència dels préstecs bancaris laxos, en especial els préstecs apalancats.²⁰

Una de les principals fonts de risc actuals recau en el creixement de l'activitat financera fora del sector bancari (menys regulada) i la seva interconnexió creixent amb el sector bancari. Els bancs estan prestant cada cop més diners a fons de cobertura (*hedge funds*), fons de crèdit privats i altres institucions financeres no bancàries (assegurances, fons de pensions, immobiliàries, etc.) perquè ofereixen rendiments més alts que els préstecs comercials i industrials tradicionals. Tant és així que els bancs dels EUA i d'Europa tenen 4,5 bilions de dòlars en exposicions no bancàries; en concret, més del 40% dels bancs tenen exposicions no bancàries superiors al seu capital i, en un bon nombre de bancs, multipliquen per més de cinc vegades el seu capital.²¹

L'FMI ha advertit que els responsables polítics haurien de reforçar la supervisió del sistema financer no bancari, ja que podrien amplificar qualsevol crisi dels mercats financers i transmetre tensió al sistema bancari. Tanmateix, però, els fons financers no bancaris, amb el suport de Trump, rebutgen un control més estricte, al·legant que utilitzen menys apalancament que els bancs i que no es beneficien de les garanties que tenen els contribuents i les empreses.

¹⁹ Armstrong, R. (2025), "[Credit cockroaches](#)", Financial Times.

²⁰ Platt, E., Duguid, K. i Pollard, A. (2025), "[Investors warn on leveraged loan risks after First Brands collapse](#)", Financial Times.

²¹ IMF (2025), [Global Financial Stability Report](#).

A més, l'FMI també proposa reforçar els estàndards de Basilea III (normes internacionals de regulació bancària dissenyades per reforçar la resiliència del sistema financer després de la crisi de 2008), millorar els marcs de resolució bancària i enfortir la liquiditat d'emergència per protegir el sistema financer.

En aquest sentit, el BCE confia en la solidesa de la banca europea per fer front a problemes d'estabilitat financera derivats de la guerra comercial amb els EUA i la inestabilitat econòmica.²² El Banc, junt amb la Comissió Europea, aposta per la concentració del sector bancari i dona suport a la recent onada de fusions i opes hostils a Europa, sovint frenades, però, per la resistència política dels estats membres, que temen la pèrdua de competència, ocupació i sobirania econòmica. A Alemanya, Itàlia, Espanya i Portugal, els governs han vetat fusions bancàries o hi han posat traves,²³ fet que xoca i alenteix la necessitat d'integració del mercat financer europeu (unió bancària i del mercat de capitals), promoguda per Letta per guanyar competitivitat global.²⁴

8.3. El risc d'esclat de les borses: la bombolla de la IA

L'FMI alerta que els mercats borsaris mundials corren el risc d'una correcció sobtada. L'All Countries World Index (ACWI), d'MSCI, l'índex que recull l'evolució dels mercats principals, s'ha situat a finals de 2025 en nivells de màxims històrics, en especial als països avançats, cosa que accentua el risc de caiguda davant la incertesa i les previsions de desacceleració econòmica mundial.

²² Strumpf, A. (2025), "[El BCE confia en que la solidez de la banca contendría una crisis financiera derivada de la guerra comercial](#)", Expansión.

²³ De las Heras, I. (2025), "[Las fusiones bancarias bullen en Europa entre opas hostiles y resistencia política](#)", La Vanguardia.

²⁴ De Rojas, C. (2025), "[Letta: "Los cinco grandes países de la UE deben liderar la unión financiera y del ahorro"](#)", Expansión.

Figura 44. Evolució de l'All Countries World Index, 2010-2025



Font: MSCI

La major part de l'explicació d'aquests nivells borsaris alts recau en les empreses nord-americanes. Els anomenats “Set Magnífics”, en referència a les grans empreses tecnològiques dels EUA (Nvidia, Microsoft, Apple, Amazon, Alphabet, Meta i Tesla), van obtenir conjuntament 276.400 milions de dòlars en beneficis econòmics entre el 2020 i el 2024, gairebé una quarta part de tots els beneficis econòmics generats a escala mundial.²⁵ Per contextualitzar la rellevància d'aquestes empreses, Nvidia ha superat els 5 bilions de dòlars de capitalització,²⁶ una xifra que supera el PIB de tots els països del món excepte el dels EUA i la Xina.

Aquestes grans empreses nord-americanes estan abocant centenars de milers de milions de dòlars en servidors, centres de dades i xips relacionats amb la IA. L'optimisme impulsat pel boom de la IA estaria sobrevalorant els mercats i, de fet, s'estima que gairebé tot el creixement del PIB dels EUA en el primer semestre de 2025 es deu a l'impuls de la inversió en centres de dades d'IA. Les accions de les empreses vinculades a la IA han eclipsat la resta de l'S&P 500: les deu empreses que més inverteixen en IA ja representen el 40% del valor de l'S&P 500,²⁷ cosa que reflecteix la fragilitat del mercat en cas que es produeixi una venda massiva coordinada.²⁸

Els crítics, a més, han alertat de la circularitat dels acords entre empreses d'IA, cosa que alimenta el risc de “bombolla” i les potencials reaccions en cadena. Com exemples d'acords creuats, Nvidia ha invertit 100.000 milions de dòlars en OpenAI (la matriu del ChatGPT) per construir nous centres de dades i, a canvi, OpenAI es compromet a comprar xips a la mateixa Nvidia. A part, OpenAI també ha signat acords amb un altre fabricant de xips com AMD, o amb Oracle que, al seu torn, ha signat contractes amb CoreWeave, l'empresa de lloguer de centres de dades, que també ha signat acords amb Nvidia.

²⁵ De Jong, M. (2025), “[Global economic profit bounces back to an all-time high](#)”, McKinsey

²⁶ Prieto, M (2025), “[Nvidia alcanza los 5 billones de dólares de capitalización](#)”, Expansión.

²⁷ Ara (2025), “[Sense la IA, l'economia dels EUA no creixeria aquest any](#)”.

²⁸ Herbert, E. (2025), “[\\$100bn stock swings expose 'fragility' beneath Wall Street rally](#)”, Financial Times.

(centres de dades, servidors, xips, etc.); en tot cas, argumenten que es tracta d'una bombolla industrial i no financera.³²

8.4. La guerra de divises: el procés de desdolarització incipient

La depreciació del dòlar

El dòlar es va enfortir abans de les eleccions nord-americanes per la sensació que les polítiques de Trump enfortirien l'economia dels EUA i la seva moneda. Això es va desfer dràsticament a principis d'any, quan els anuncis de les polítiques comercials i fiscals de Trump van augmentar la incertesa econòmica i van sacsejar els mercats de divises, amb el pitjor començament d'any del dòlar des dels anys setanta.³³ L'ICE U.S. Dollar Index, índex ponderat que mesura el valor del dòlar nord-americà en relació amb una cistella de sis de les principals monedes (euro, ien, lliura esterlina, dòlar canadenc, corona sueca i franc suís), va caure un 11,5% entre principis d'any i juny de 2025. El dòlar s'ha recuperat lleugerament des de l'estiu, impulsat pel repunt de les accions nord-americanes de Wall Street, però segueix en nivells baixos respecte de les divises principals. La depreciació del dòlar pot no ser un fet conjuntural i algunes estimacions pronostiquen que es segueixi depreciant entre un 6% i un 7% els propers anys.³⁴

Figura 46. ICE U.S. Dollar Index



Font: Tradingview

³² Bradshaw, T. (2025), "[Jeff Bezos hails AI boom as 'good' kind of bubble](#)", Financial Times.

³³ Herbert, E., Smith, I. i Duguid, K. (2025), "[Dollar volatility tumbles as currency markets move past 'Trump shock'](#)", Financial Times.

³⁴ Casado, R. (2025), "[La cuestión clave para el mercado de aquí a 2035: ¿llega el descalabro del dólar?](#)", Expansión.

La moneda nord-americana, que fregava la paritat respecte de l'euro a principis de 2025, s'ha depreciat fins als 0,85 euros a finals d'aquest any (a la inversa, l'euro s'ha apreciat fins als 1,17 dòlars), i ha arribat a mínims des de 2021. Aquesta apreciació de l'euro, si bé en part és positiva perquè reflecteix la confiança dels mercats en la divisa europea, pot refredar l'economia, ja que les exportacions s'encareixen i les empreses perden competitivitat. De fet, s'estima que el creixement econòmic del 2026 es podria reduir en dues dècimes per cada apreciació del 3% de l'euro respecte del dòlar. Alguns membres del consell del BCE han expressat la necessitat de vigilar l'apreciació de l'euro i actuar amb retallades dels tipus d'interès en cas que l'euro arribi a l'1,25-1,30 dòlars (les previsions de bancs i entitats de *rating* pronostiquen que l'euro seguirà fort i es mourà al voltant de l'1,20 dòlars el 2026).³⁵

El dòlar també s'ha depreciat respecte del iuan xinès fins als 7,04 iuans actuals, una depreciació del 4% des de principis de 2025. Pequín ha tingut un dilema important a l'hora de decidir si devaluar la seva moneda (com va tantejar a l'abril). Per la banda positiva, això permetria compensar els efectes negatius dels aranzels de Trump. Per la banda negativa, una devaluació important del iuan suposaria una escalada seriosa de la tensió comercial global i podria provocar sortides de capital i afectar l'estabilitat econòmica interna. De moment, la resposta de la Xina ha estat continguda i ha optat per no devaluar la seva moneda. Els mercats, però, no descarten una devaluació gradual del iuan si les friccions amb els EUA s'accentuen.³⁶

Els mercats emergents són els beneficiats principals de la debilitat del dòlar. La revalorització de monedes emergents respecte al dòlar redueix la inflació en aquests països i permet als seus bancs centrals relaxar les polítiques monetàries, cosa que beneficia el deute d'aquestes regions en moneda local, alhora que en els més endeutats en dòlars es redueix la càrrega del deute (vegeu l'apartat 8.1). A la vegada, una relaxació monetària impulsa també la inversió i les borses dels mercats emergents. Alguns exemples de països amb divises que s'han revalorat respecte al dòlar són el Brasil, Colòmbia o Mèxic, que acumulen pujades de més del 10% respecte al dòlar des de principis de 2025 o, en menor mesura, Sud-àfrica o Singapur (pujades per sobre del 5%). Per contra, l'Argentina, Turquia, l'Índia, Indonèsia i les Filipines són dels pocs països amb monedes que han perdut valor enfront del dòlar.³⁷

La desdolarització: un debat creixent

La depreciació del dòlar ha accentuat el debat sobre la pèrdua de centralitat de la moneda nord-americana en el sistema monetari internacional. L'acumulació del deute dels EUA, la

³⁵ Rodrigo, N. (2025), "[El euro apunta ya a los 1,2 dólares y pone en alerta al BCE](#)", CincoDías.

³⁶ Alim, A., Hale. T. i Cotterill, J. (2025), "[China offers first hint of devaluation with weak renminbi fix](#)", Financial Times.

³⁷ Quiñonero, V. (2025), "[La caída del dólar impulsará a los emergentes en 2026](#)", Expansión.

política aïllacionista de Trump i els seus atacs a la independència de la Reserva Federal alimenten encara més el debat de la desdolarització de l'economia mundial.³⁸

En aquest sentit, el BCE s'ha postulat per augmentar el paper de l'euro com a moneda de reserva internacional, cosa que ha fet reaccionar a Trump i ha amenaçat la UE amb més aranzels si intenta desafiar l'hegemonia del dòlar.³⁹ De moment, però, l'euro continua sent principalment una moneda regional utilitzada com a mitjà d'intercanvi en el comerç i les finances a Europa. A més, hi ha reptes estructurals perquè l'euro pugui convertir-se en moneda de reserva global, en especial pel que fa a la fragmentació del mercat de capitals. Un compromís europeu real per integrar els mercats de capitals oferiria als inversors l'escalabilitat necessària per apostar per l'euro. La presidenta de la CE, Ursula von der Leyen, ha fet de la integració dels mercats de capitals europeus una prioritat clau en el seu segon mandat, però per assolir-ho cal superar els obstacles tecnocràtics de 27 sistemes legals i reguladors diferents.

Per la seva banda, el governador del banc central de la Xina ha manifestat la voluntat que sorgeixi un nou ordre monetari global amb el iuan competint en un "sistema monetari internacional multipolar".⁴⁰ La Xina està intensificant els seus esforços per ampliar el paper de la seva moneda en les finances internacionals i reduir l'exposició del país al dòlar nord-americà. Una prova d'això és la major presència del iuan en el finançament internacional, el comerç i els sistemes de pagament internacionals.

Els préstecs a l'estranger de la Xina (actius de renda fixa externa dels bancs xinesos) s'han més que duplicat l'última dècada fins als més d'1,5 bilions de dòlars, dels quals gairebé 500.000 milions de dòlars estan ja denominats en iuans, quatre vegades més que fa cinc anys. Països com Kenya, Angola o Etiòpia han convertit els deutes sobirans antics en dòlars a iuans, mentre que Indonèsia i Eslovènia han anunciat recentment plans per emetre bons en iuans.⁴¹

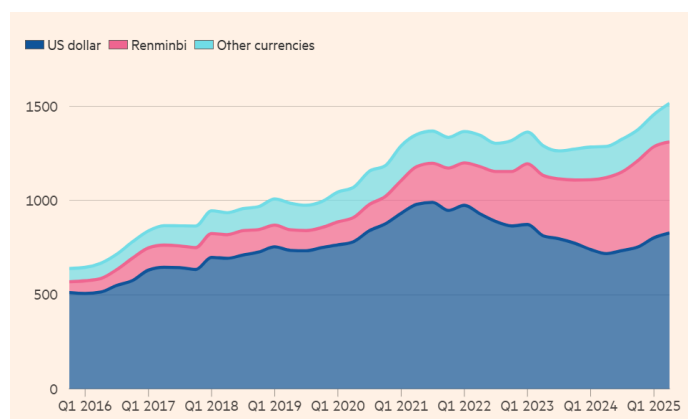
³⁸ Steinberg, F. (2025), "[Resiliencia y fragilidad: las dos caras de la economía mundial](#)", Real Instituto Elcano.

³⁹ Stumpf, A. (2025), "[Trump amenaza el plan de Lagarde de desbancar al dólar de su trono global](#)", Expansión.

⁴⁰ Hale, T. i Leng, C. (2025), "[China's central bank chief expects new currency order to challenge dollar](#)", Financial Times.

⁴¹ Sandlund, W i Ko, H. (2025), "[Overseas renminbi lending surges as China steps up campaign to de-dollarise](#)", Financial Times.

Figura 47. Actius de renda fixa externa de la Xina (milers de milions de dòlars)



Font: Financial Times

Les transaccions de comerç internacional en iuans també ha augmentat la darrera dècada i actualment prop del 30% del comerç de la Xina es liquida en iuans. La quota del iuan en el finançament del comerç mundial s'ha quadruplicat en els darrers tres anys fins al 7,6% al setembre de 2025, i s'ha convertit en la segona moneda més utilitzada després del dòlar.

La Xina també ha impulsat el seu propi sistema de pagaments transfronterers (CIPS, per les seves sigles en anglès), amb el desig de passar d'un sistema monetari global basat en el dòlar a un de multipolar. El valor de les transaccions en el sistema CIPS ha augmentat i, en paral·lel, s'ha reduït el pes del iuan en els pagaments globals mitjançant el sistema Swift, cosa que indicaria una migració de pagaments al sistema CIPS xinès. Darrerament, sis institucions financeres estrangeres, entre les quals hi ha el banc singapurès OCBC i el tercer més gran del Kirguizstan, Eldik Bank, han confirmat que s'unirien al sistema CIPS xinès.

Tot i aquest auge de la moneda xinesa en el panorama internacional, no sembla, però, suficient per substituir el dòlar. Els controls de capitals de la Xina han obstaculitzat durant molt de temps l'atractiu internacional del iuan: segons l'FMI, la moneda xinesa només representa el 2,1% de les reserves oficials. Els responsables polítics xinesos estan prenent mesures per abordar-ho: han iniciat un pla per convertir la ciutat de Hong Kong en un centre de renda fixa i comerç de divises, han obert el seu mercat interbancari nacional a inversors estrangers i han expandit el programa QDII, que permet a inversors xinesos adquirir actius estrangers.

Per tant, tot i la reducció del pes del dòlar en el panorama internacional (ha passat de presentar el 80% de les reserves mundials a la dècada del 1970 al 58% actual), tot sembla indicar que ni l'euro ni el iuan xinès poden disputar-li l'hegemonia, ja que el dòlar es segueix utilitzant aproximadament en el 90% de totes les transaccions de divises i serveix com a moneda vehicular principal per a la facturació del comerç internacional.

Altres propostes sorgides de la multilateralitat com els drets especials de gir de l'FMI (DEG en anglès, actiu referenciat a una cistella de cinc divises internacionals fortes) han demostrat

ser una eina útil i flexible en contextos de crisis globals, però no com a reserva global, ja que el sistema monetari internacional segueix basat en monedes nacionals.

També caldrà veure si l'aparició de les monedes digitals oficials o l'auge de l'or poden suposar una alternativa a l'hegemonia del dòlar o si, per contra, les *stablecoins* poden accentuar la dolarització de l'economia.

La consolidació de les *stablecoins* i l'impuls de les monedes digitals oficials

El valor de les criptomonedes, a l'alça des de 2023, va assolir màxims històrics a l'octubre de 2025, impulsats per la promesa de Trump de convertir els Estats Units en una "superpotència del bitcoin". A finals de 2025, però, està patint una forta correcció, la segona de l'any després del descens experimentat arran de l'entrada en vigor dels aranzels de Trump a l'abril.

La volatilitat del sector exposa a un gran risc les empreses amb una elevada tresoreria en criptomonedes. Les accions de Strategy, el major propietari corporatiu de bitcoins del món, s'han desplomat un 50% entre setembre i novembre de 2025. En el mateix sentit, les accions de Metaplanet, el propietari més gran de bitcoins del Japó, s'ha desplomat un 80% i The Smarter Web Company, el major comprador de bitcoins del Regne Unit, ha patit una caiguda del 44%. Els inversors temen que el model de negoci basat en un cercle virtuós d'augment dels preus de les criptomonedes i l'emissió massiva d'accions i deute s'estigui enfonsant, i posi així en perill la viabilitat de moltes empreses.⁴²

Davant la volatilitat del mercat de les criptomonedes, el mercat de les *stablecoins* i les monedes digitals oficials (CBDC, *Central Bank Digital Currency*) s'estan tornant cada cop més populars, cosa que pot revolucionar els sistemes de pagament i redibuixar la geopolítica de les divises.⁴³

Les *stablecoins*, monedes digitals privades (criptomonedes) ancorades a un actiu estable (dòlar) per evitar la volatilitat, s'utilitzen per l'intercanvi d'altres cryptoactius, el pagament de béns o l'enviament de diners internacionals. Impulsada per l'interès creixent dels inversors i el desenvolupament global de regulacions, la capitalització de mercat de totes les *stablecoins* ha assolit un màxim històric i supera els 280.000 milions de dòlars; algunes projeccions suggereixen que podria arribar als 2 bilions de dòlars el 2028.⁴⁴ Aproximadament el 99% de totes les *stablecoins* que circulen al món estan denominades en dòlars,⁴⁵ amb Tether (USDT)

⁴² Asgari, N. i Shah, R. (2025), "[Criptocrisis: las empresas venden tokens para recomprar acciones](#)", Expansión.

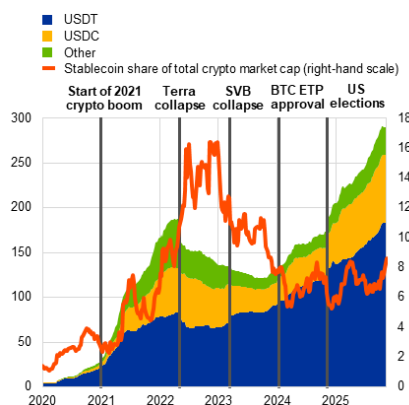
⁴³ Steinberg, F. (2025), "[Resiliencia y fragilidad: las dos caras de la economía mundial](#)", Real Instituto Elcano.

⁴⁴ Aerts, S., Lambert, C. i Reinhold, E. (2025), "[Stablecoins on the rise: still small in the euro area, but spillover risks loom](#)", European Central Bank

⁴⁵ Mars, A. (2025), "[‘Make the Dollar Great Again’: Trump impulsa una nueva dolarización](#)", El País.

i USD Coin (USDC) dominant el mercat (63% i 26% de la capitalització de mercat de les *stablecoins*, respectivament).

Figura 48. *Stablecoins* en l'ecosistema de criptoactius (escala esquerra: milers de milions de dòlars, escala dreta: percentatges)



Font: Banc Central Europeu

Els EUA estan desenvolupant agressivament aquest mercat i Trump pressiona per establir les *stablecoins* com a pilar de les finances. Amb un marc regulador favorable (al juliol de 2025 es va aprovar la *GENIUS Act*), permetrà augmentar la demanda de bons del Tresor (USDT i USDC es troben entre els vint majors tenidors de lletres del tresor dels EUA), rebaixar els costos de finançament nord-americans i reforçar el paper del dòlar com a moneda de reserva. Així, el govern dels EUA utilitza les *stablecoins* com una forma indirecta de dolarització.

Conscient que l'èxit de les *stablecoins* està consolidant el domini del dòlar, la Xina (a través de Hong Kong com a banc de proves) té previst el llançament de les seves primeres *stablecoins* en un intent d'internacionalitzar el iuan i competir amb el dòlar. El desig de la Xina de desenvolupar una tecnologia que pugui ampliar l'ús del iuan xoca, però, amb la seva necessitat de controlar el seu sistema financer, alhora que es reconeix la dificultat de competir amb el sistema de *stablecoins* recolzat en dòlars nord-americans.⁴⁶

El mercat de les *stablecoins* a Europa és pràcticament inexistent. Les *stablecoins* denominades en euros assoleixen només els 395 milions d'euros (el 0,16% de la capitalització de mercat de les *stablecoins*). Tanmateix, desenes d'entitats financeres de la UE, amb el vistiplau dels bancs centrals, planegen llançar *stablecoins* en euros el 2026, en especial per

⁴⁶ Sandlund, W., Leng, C. i Ho-him, C. (2025), "[China tests out stablecoins amid fears of capital outflows](#)", Financial Times.

pagaments transfronterers (a Espanya, BBVA, CaixaBank i el Banc de Santander tenen plans al respecte).⁴⁷

L'FMI i el BCE alerten dels perills del creixement ràpid de les *stablecoins* per a l'estabilitat financera. L'adopció de les *stablecoins* pot suposar que els bancs centrals perdin part del control sobre els diners en circulació. En les economies més febles, pot provocar la substitució de la divisa local pel dòlar i una menor eficàcia de la política monetària dels bancs centrals. A més, un potencial esgotament de la confiança en les *stablecoins* per part dels inversors afectaria els mercats de les criptomonedes i l'efecte podria contagiar-se al mercat del tresor dels EUA i a les finances tradicionals. Les discrepàncies entre les diferents reglamentacions constitueixen una altra font de risc, en especial per aquelles emissions conjuntes entre entitats de diferents països.

Per tant, es recomana abordar els riscos que les *stablecoins* plantegen a l'estabilitat macroeconòmica i financera, incloent-hi la garantia de les autoritats pertinents de tenir les competències que necessiten, l'establiment de marcs reguladors alineats a escala mundial i la salvaguarda de les mesures contra el blanqueig de capitals i el finançament del terrorisme.⁴⁸ Això es pot aconseguir mitjançant la implementació del full de ruta dels cryptoactius del G20, que inclou les recomanacions del Consell d'Estabilitat Financera del BCE sobre la regulació dels mercats i les activitats dels cryptoactius.

En el cas de la zona euro, els riscos d'estabilitat financera derivats de les *stablecoins* són limitats ja que, de moment, no s'utilitzen àmpliament. A més, el fet d'estar denominades en dòlars limita les interconnexions de les *stablecoins* amb els mercats financers de la zona euro. Tanmateix, el seu ràpid creixement justifica una vigilància acurada, i la UE ha elaborat un marc regulador estricte (MiCAR) que mitigaria els riscos potencials.⁴⁹

Per oferir als ciutadans una alternativa segura a les *stablecoins* privades, el BCE està implementant l'euro digital. L'objectiu més rellevant de l'euro digital és el de garantir la sobirania financera europea i minimitzar la pèrdua de control sobre la política monetària. En aquest sentit, pretén reduir la dependència actual en el pagament electrònic d'empreses nord-americanes com Visa o Mastercard.

L'euro digital del BCE es troba ja en fase de desenvolupament, amb una inversió prevista de 1.300 milions d'euros i un cost de manteniment anual de 320 milions. Es preveu l'aprovació de la legislació per a l'any 2026, les proves pilot per al 2027 i una potencial emissió i adopció el 2029.⁵⁰

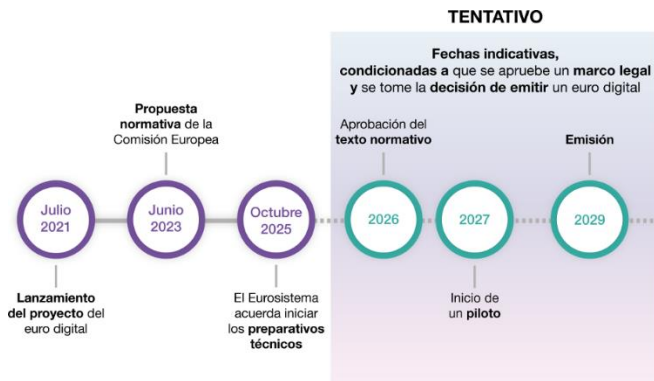
⁴⁷ Tasca, E. (2025), "[La banca europea abraza las 'stablecoins' con el visto bueno de las autoridades monetarias](#)", Cinco Dias.

⁴⁸ IMF (2025), [Global Financial Stability Report](#).

⁴⁹ Aerts, S., Lambert, C. i Reinhold, E. (2025), "[Stablecoins on the rise: still small in the euro area, but spillover risks loom](#)", European Central Bank.

⁵⁰ Ayuso, J. (2025), "[Avanzando hacia el futuro de nuestro dinero: el euro digital](#)", Banco de España.

Figura 49. Calendari de l'euro digital



Font: Banc d'Espanya

L'euro digital redefinirà el model de la banca, ja que permet als ciutadans tenir els seus diners directament en una infraestructura del BCE, fora dels bancs comercials. La banca ho veu amb cautela: la inversió requerida és elevada (s'estima en uns 18.000 milions d'euros amb un cost mitjà per banc de 110 milions d'euros) i els marges de benefici previstos són menors que els actuals ja que desapareixerien les comissions amb targetes de dèbit i crèdit.⁵¹

Les pressions de la UE per al desenvolupament de l'euro digital es deuen al temor que les *stablecoins* privades dels EUA o els iuans digitals de la Xina arribin massivament a Europa abans que l'euro digital. En el cas nord-americà, Trump, amb la voluntat de reduir el control de la Reserva Federal, ha deixat en mans privades l'emissió de monedes digitals. Inclús ha prohibit que qualsevol agència del govern nord-americà "estableixi, emeti o promogui" una moneda digital de la Fed.⁵²

La Xina, en canvi, sí que té el iuan digital oficial emès pel banc central (e-CNY), i el seu desenvolupament va molt per davant de l'euro digital. El banc central xinès va començar amb les primeres proves pilot l'any 2019 i actualment el iuan digital ja està implementat i s'utilitza en diverses regions. Tot i el creixement exponencial, l'adopció de l'e-CNY entre la població encara és relativament baixa: s'apunta a 180 milions de persones (la Xina té 1.400 milions d'habitants i un volum de transaccions d'aproximadament 1 bilió de dòlars).⁵³ Recentment, la Xina ha inaugurat un centre d'operacions per al iuan digital, per impulsar-ne la integració internacional i els pagaments transfronterers.

⁵¹ Gómez, M., Tasca, E. i Sobrino, R. (2025), "[La UE aprieta el paso con el euro digital mientras la banca busca el encaje de sus sistemas de pago electrónicos](#)", El País.

⁵² The White House (2025), "[Presidential Actions: Strengthening american leadership in digital financial technology](#)".

⁵³ Criptotendencias (2025), "[China impulsa el yuan digital con 180 millones de billeteras registradas y transacciones por ¥7.3 billones](#)".

L'auge de l'or com a actiu refugi

El preu de l'or acumula un increment del 62% el 2025 i va superar per primer cop els 4.000 dòlars l'unça a l'octubre de 2025, cosa que l'encamina cap al seu millor any des del 1979. Les previsions de futur sobre el preu de l'or varien en funció de les anàlisis. Uns asseguren que el valor que ha assolit l'or és excessiu i d'altres, en canvi, preveuen que seguirà pujant i que pot assolir els 5.000 dòlars l'unça el 2028.⁵⁴

Figura 50. Preu de l'or (dòlar per unça)



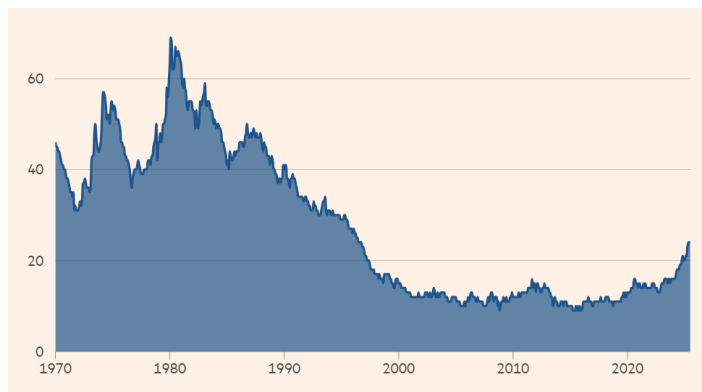
Font: Financial Times

L'or s'està disparant com a actiu refugi perquè els inversors volen protegir-se contra la inestabilitat política creixent als EUA i l'augment de les tensions geopolítiques. L'or també s'ha vist beneficiat per la depreciació del dòlar, que abarateix la compra de metalls (referenciats en dòlars), les expectatives de noves retallades de tipus d'interès per part de la Fed (que redueixen l'atractiu de mantenir deute públic), els nivells de deute disparats i la inflació. A més, els bancs centrals han comprat or de forma massiva; aquest ha passat de representar el 10% de les reserves dels bancs centrals de fa deu anys fins al voltant del 24% a finals de juny de 2025 i ja supera l'euro com a segon actiu de reserva mundial. El BCE alerta, a més, que la demanda d'or dels bancs centrals seguirà augmentant.⁵⁵

⁵⁴ Santamaría, A. (2025), "[El oro sufre su mayor caída desde 2020](#)", Expansión.

⁵⁵ Smith, I, Hook, L i Dempsey, H. (2025), "[How long will gold mania last?](#)", Financial Times.

Figura 51. Pes de l'or en les reserves oficials globals (en percentatge sobre el total)



Font: Financial Times

Més enllà de l'or, el repunt de preus també s'ha estès a altres metalls preciosos. El preu de la plata ha assolit el seu màxim històric i ha superat els 60 dòlars per unça a finals de 2025. A part de l'aspecte purament inversor, el preu del metall blanc es veu impulsat per la demanda d'indústries com l'electrònica i els panells solars.⁵⁶

No és descabellat, doncs, preguntar-se si els preus elevats de l'or i altres metalls preciosos estan en territori de bombolla i poden ser un factor addicional de risc financer. La conclusió és difícil de determinar: a diferència de les accions d'una empresa, l'or no genera beneficis que es puguin mesurar i, a diferència d'un bo, no paga cap renda que es pugui comparar amb els rendiments d'altres actius. El que sí que sembla evidenciar la història és que un pic alt del preu de l'or és sinònim de recessió econòmica posterior.⁵⁷

L'ascens de l'or i altres metalls preciosos és una mostra més del procés de desdolarització de l'economia. Històricament, es manté una relació inversa entre l'evolució de l'or i el dòlar (els períodes d'augment de l'or coincideixen amb un dòlar baix). A més, és un indicador de reordenació geopolítica; l'augment de la demanda d'or de la Xina i dels països del Sud global s'entén des de la voluntat de disposar d'una reserva reconeguda globalment, aliena al deute sobirà i que contribueixi a reduir el pes hegemònic de dòlar.⁵⁸

Tanmateix, l'or mai ha esdevingut un substitut del dòlar com a actiu referent en el panorama financer internacional ja que el seu paper d'actiu refugi en període d'incertesa és "conjuntural" i no "estructural". Avui dia, a més, aquesta substitució encara és menys probable, tenint en compte que l'or continua sent un actiu físic i tangible i el sistema financer internacional cada cop és més digital.

⁵⁶ Hook, L. (2025), "[Silver price hits record amid scramble in London market](#)", Financial Times.

⁵⁷ Smith, I, Hook, L i Dempsey, H. (2025), "[How long will gold mania last?](#)", Financial Times.

⁵⁸ Servent, R. (2025), "[El Sur Global construye un nuevo orden con lingotes](#)", Diari de Tarragona.