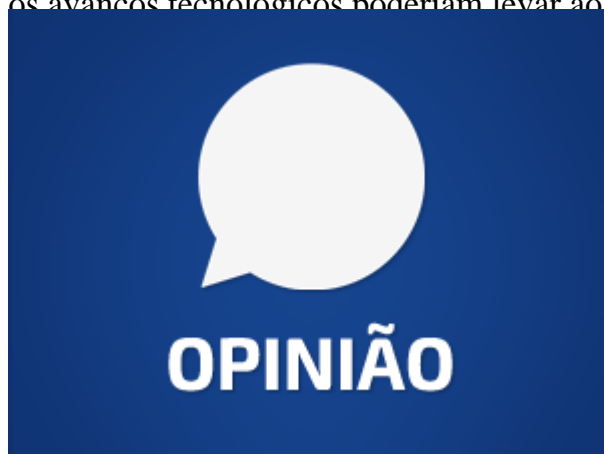


OpiniÃO: Sobre a emissÃO de moedas pelos Bancos Centrais

1) Introdução

A emergência crescente de "moedas" que não têm curso forçado explica a discussão da natureza jurídica deste tipo de moeda, desde logo classificando-a como bem (coisa). Mas a engenhosidade das pessoas e os avanços tecnológicos poderiam levar ao aparecimento de moedas virtuais, entre as quais se destaca a Bitcoin, a primeira, foi a primeira entre as muitas que circulam atualmente.



A natureza jurídica da moeda virtual, discutida abaixo,

demonstra que não há limites para a engenhosidade dos agentes econômicos que, muitas vezes, aceitam incertezas disfarçadas como riscos.

Distinguir o *bitcoin*, fruto da autonomia privada, de outros meios de pagamento como o *PayPal* ou moedas opacas, denominadas em moedas nacionais, é o que se pretende discutir a seguir.

Atualmente, discute-se a possibilidade de criação de eventuais moedas digitais a serem emitidas por Bancos Centrais, as CBDCs, substituindo, ainda que parcialmente, as atuais moedas físicas em circulação. Abre-se espaço, portanto, neste artigo, para reflexões quanto a uma possível disciplina legal abrir espaço para tal hipótese, a emissão de *cryptocurrencies* pelo Banco Central, atribuindo às mesmas curso forçado, ratificando sobreposições de assimetrias de informação e de custos de agência ao modelo.

2) Moeda: bem econômico

Que a moeda seja um produto de conveniência muito antigo, não há dúvida. Entretanto, artefato seguro, indiscutivelmente aceito sempre por todos e em todos os sentidos é muito ocasional, para não dizer recente. Esse aspecto está conectado ao desenvolvimento do capitalismo, a partir do final do século 18, e à sofisticação dos instrumentos de troca. Enquanto conveniente no uso, a moeda foi capaz de subsistir por mais de quatro mil anos, entretanto a segurança desejada e a sua aceitação plena foram alcançadas apenas nos últimos 200 anos.

Essa aparente dicotomia entre conveniência, de um lado, e segurança e aceitação plena, de outro, resolvia-se, nos quatro mil anos iniciais de sua história por meio de acordos tácitos de equivalência da moeda a três metais preciosos e raros: prata, ouro e cobre, o que estreitou a associação entre moeda e metais preciosos na forma da moeda mercadoria.

A aceitação plena de um bem enquanto equivalente geral para trocas consolida-se a partir da concordância tácita quanto ao uso de metais preciosos. Trata-se da primeira associação que se conhece entre moeda e metal, nascendo, assim, o que os economistas denominam moeda mercadoria ou moeda metálica. Reiterando, a aceitação é tácita e baseada na confiança acerca do conteúdo metálico representativo do valor que a moeda tem.

Se a confiança se estabelece pelo consentimento em receber metais preciosos nas trocas em geral, ressalta-se a questão da assimetria de informação, visto que quem entrega a moeda em pagamento a quem a recebe, em troca do que vendeu, sabe mais sobre sua qualidade do que este e os demais agentes em mercado. Nesse sentido, generaliza-se situação discutida por Akerlof (1970) quando da apresentação dos efeitos da assimetria de informação em mercados de carros usados nos Estados Unidos. Isto é, a moeda de qualidade duvidosa expulsa a moeda de boa qualidade do mercado e passam a circular apenas as moedas desbastadas e falsificadas.

Essa criação, supostamente mágica de moeda, ocorre por meio da mais clássica das operações bancárias, o empréstimo. Em troca do pagamento de juros, os bancos comerciais são sempre incentivados a emprestar os recursos que recebem em depósito (para guarda), confiando que nem todos os depositantes comparecerão, ao mesmo tempo, para retirá-los e que, mesmo muitos deles comparecendo, seu número e os valores serão inexpressivos ante o montante total recebido.

O sucesso do papel moeda introduzido pelo governo federal americano atingiu plenitude tal com a garantia legal a ponto de o dólar tornar-se moeda com poder liberatório. A par disso, construiu-se, no pós-guerra, o sistema monetário de Bretton Woods, cujo colapso marcou, no início da década de 70 do século 20, o divórcio entre essa moeda e o ouro, vigendo a partir de então a experiência monetária atual.

Com o fim do padrão emergente em Bretton Woods, a preocupação com possíveis gastos de endividamento dos governos por meio de emissão monetária exacerbada aumentou. F.A. Hayek, em seu livro "Desestatização do Dinheiro", pontua que o padrão-ouro era a única forma de restringir o poder arbitrário de emissão monetária da autoridade governamental. No último capítulo da obra, Hayek defende a competição monetária, ou seja, a competição entre diferentes tipos de moedas.

Nesse contexto, um novo caminho se coloca, trazendo à cena os bancos centrais, que destinam cada vez mais recursos significativos para o exame das possibilidades de introdução da moeda digital como complemento à moeda física. A moeda digital, segundo Urbinati *et al* (2021, p. 3), é meio de prover suporte ao banco central no desempenho de suas funções, caracterizando uma solução que vai ao encontro das necessidades regulatórias e do varejo. Dessa forma, nasceu, na experiência europeia, a *Central Bank Digital Currency* (CBDC), definida como um meio de pagamento dotado das seguintes características:

- 1) Emitida por bancos centrais, tornando-se uma obrigação nos balanços dos mesmos;
- 2) Existente na forma digital;
- 3) Disponível para uso no varejo pelo público.



Por uma questão de completude, segundo Urbinati *et al* (2021, p. 9), a moeda e a moeda digital cumprem os papéis de unidade de conta e de reserva de valor, entretanto, ainda que a função de reserva de valor seja natural a qualquer moeda, não significa que a CBDC deva também, e necessariamente, servir como meio de investimento. Isto é, a CBDC não pode ser um ativo financeiro. Além disso, ressalta-se que a despeito de qualquer objetivo, a CBDC deve ser moeda de curso forçado o que significa que concorrerá com ou complementar a moeda física.

O rápido e constante declínio do uso de moeda em espécie pelo público nas últimas duas décadas que aos poucos foi "substituída" pelo cartão de crédito, e agora o de débito, por exemplo; a maior demanda por formas de pagamento digitais e o surgimento das *stablecoins* em nível global levam ao debate a possibilidade de os bancos centrais emitirem moedas digitais. Por que os Bancos Centrais decidiram enveredar por esse caminho?

Destacam-se motivos atrelados às funções reconhecidamente clássicas de um Banco Central, por exemplo, fornecer um substituto ao papel moeda, cujo uso vem declinando rápida e constantemente nas últimas duas décadas; a retomada, por um novo meio, do controle do canal de transmissão da política monetária, além de mitigar possíveis riscos na oferta de serviços de pagamentos.

Ressalta-se que, implícita aos argumentos apresentados pelo BCE [\[1\]](#) está a irrenunciabilidade [\[2\]](#) ao monopólio da emissão da moeda de curso forçado, mesmo em ambiente virtual, à função de prestador de última instância do sistema e ao papel estabilizador dos preços e da renda por meio de canais eficazes da política monetária.

A futura emissão do euro digital está condicionada a efeitos benéficos que possa gerar na perspectiva da política monetária, ou seja, o fortalecimento e consolidação de um canal eficaz de transmissão da política monetária, permitindo ao BCE fixar a taxa de remuneração do mesmo a fim de que as decisões privadas do setor não financeiro, envolvendo consumo e investimento, sejam diretamente influenciáveis. Espera-se, portanto, que o euro digital seja um instrumento adicional na elevação da eficácia do mecanismo de transmissão monetária, inobstante este ainda não esteja claro.

Finalmente, o processo de retomada do controle, por parte dos bancos centrais, é uma tentativa de recuperar suas funções clássicas vestidas em nova roupagem e, adaptada à evolução tecnológica na área. A redução dos custos de transação do sistema é uma realidade, do contrário a eficácia da moeda eletrônica estatal não se firma nas suas funções básicas, a despeito do curso legal forçado.

A investida dos bancos centrais na discussão é irreversível e a determinação em emitir a moeda digital um caminho sem volta. Questões muito relevantes ainda estão por vir e a desafiar as autoridades monetárias, as economias e o público em geral; por exemplo, a gestão responsável da moeda digital e suas armadilhas. Certamente, conceder um cheque em branco aos bancos centrais é, por agora, uma decisão arriscada.

3) Naturezas jurídicas das moedas física e digital

A discussão proposta quanto a natureza jurídica da moeda, bem intermediário de troca, unidade de conta e reserva de valor, tendo em vista a crescente emergência de "moedas" que não têm curso forçado, cuja natureza é de bem ou seja, ativo, evidencia, agora, a dificuldade de classificá-la como coisa corpórea ou incorpórea.

Sobre ser coisa móvel não pairam dúvidas. A moeda, dinheiro, circula, é transferida de um a outro agente econômico e, sob esta ótica, preenche claramente a função de bem intermediário de troca. Na medida em que seja aceita como forma de solver obrigações, a moeda permite avançar da troca (permuta) para a compra e venda. A estrutura desses contratos — *do ut des* — distingue-se exatamente porque uma das prestações é adimplida em moeda.

A função unidade de conta é convencional e se assemelha a um sinal, unifica a informação do que aquela moeda representa. A convenção permite representar, exprimir em números, o valor de posições ativas e passivas, facilita valorá-las.

Já a função reserva de valor propicia a constituição de retenções para enfrentar eventuais contingências ou necessidades futuras. Poupa-se, adquirem-se bens raros (escassos), como, por exemplo, imóveis, obras de arte, metais preciosos, pouco ou não sujeitos à deterioração para se precaver de infortúnios ou perdas imprevisíveis.

Moeda é, portanto, o mais líquido dos bens em qualquer economia. Nem metais preciosos são líquidos como a moeda. Apenas quando há certeza de que o metal será convertido em determinada quantidade de moeda, ou ainda quando a própria moeda seja cunhada em metal precioso, indiferente será manter o metal ou a moeda como reserva. A partir da dissociação entre moeda circulante e lastro físico (metal precioso), com a criação da moeda fiduciária, é que se pode voltar a pensar em diversificar as poupanças recorrendo a metais preciosos como reserva de valor.

A emergência do *bitcoin* termo que associa *bit*, utilizado na eletrônica, medida virtual, e *coin*, que significa moeda metálica, é uma moeda virtual, sem existência física. Será moeda? Seguramente não tem curso forçado, não é *legal tender*, mas tem poder liberatório entre partes que o aceitam, servia como bem intermediário de troca e, na medida em que era adquirida e guardada, parece que teria, ao menos de forma incipiente, função de reserva de valor.

O *bitcoin* se assemelha, para fins de classificação, à moeda estrangeira que Tulio Ascarelli classificara como mercadoria. Seu poder liberatório decorre de pacto entre contratantes, fruto da autonomia privada. Retomando Ascarelli (1957), se essa moeda virtual é mercadoria, se circula, cria-se um mercado que opera paralelamente ao mercado regular de moedas estrangeiras.

Sabe-se que as ações da autoridade monetária impactam as funções da moeda, mas, supõe-se, a responsabilidade sirva de freio para evitar descabimentos. A moeda de curso forçado é um bem que combina circulação física, papel moeda, com circulação virtual ou imaterial. As moedas como o *bitcoin* são bens virtuais e privados, que aceitas como bem intermediário de troca, uma das funções da moeda, não têm curso forçado, mas, ajustada sua circulação por alguns agentes econômicos, terá, entre eles, poder liberatório.

Se, por um lado, o *bitcoin* é expressão da autonomia privada e não viola norma jurídica cogente, o mesmo não pode ser afirmado do ponto de vista econômico. De acordo com Ponsford (2015), o *bitcoin* é uma *cryptocurrency*. Não é da mesma natureza do *PayPal* ou de moedas opacas que denominadas em moedas nacionais são moedas eletrônicas.

As *cryptocurrencies* não são denominadas em nenhuma moeda fiduciária com poder liberatório e as operações em que são utilizadas nunca são validadas ou supervisionadas por uma terceira parte. O *bitcoin* é o tipo mais comum de *cryptocurrency* e o que desperta as maiores preocupações.

O *bitcoin*, *cryptocurrency*, não é dotado ainda de uma das funções básicas de qualquer moeda fiduciária: a capacidade de expressar uma unidade de conta. Ao serem escrituradas recorre-se a outra moeda de curso forçado. Além disso, em sendo altamente volátil, as decisões individuais em deter moeda envolvem os riscos acima apontados.

Sem dúvida, em sendo um mercado virtual suportado por códigos em *open sources* e operações registradas na *blockchain*, a produção e velocidade de circulação da informação são diferenciadas. A probabilidade de desastres financeiros existe, mas pode-se perceber reduções de assimetrias que diferenciam o comportamento nesse mercado. Abre-se, assim, uma porta para mais pesquisas na área e compreensão do por que talvez esse tipo de moeda virtual possa ter vindo para ficar.

Finalmente, se a disciplina legal abrir espaço à hipótese de emissão de *cryptocurrencies* pelos Bancos Centrais, atribuindo *status* de curso forçado às mesmas, a discussão desloca-se para plano distinto, pois possíveis abusos, desequilíbrios e desvio de função nas emissões das mesmas podem se configurar, a exemplo do que a história monetária e financeira moderna nos ensina. Além disso, a permitir ainda essa disciplina legal a eventualidade da convivência de um arranjo privado de emissão da moeda virtual, o espaço para novas discussões alarga-se sobremaneira. A sobreposição de assimetrias de informação e de custos de agência são duas das consequências mais relevantes desse modelo legal.

4) Conclusão

Partindo de modelo econômico, em que a moeda assume as funções clássicas de reserva de valor, unidade de conta e bem intermediário de troca, chega-se ao conceito de moeda fiduciária com poder liberatório, isto é, um ativo de natureza jurídica bem definida, ao qual o Estado atribui curso forçado, não se podendo recusá-la como meio de pagamento, meio para solução de obrigações.

Do ponto de vista econômico a qualidade da moeda, enquanto bem que desempenha papel de equivalente geral na economia, a confiança foi essencial ao longo de tempo, estabelecendo a extensão da aceitação da moeda para suas funções.



Persistem, no entanto, problemas de natureza econômica no modelo monetário da moeda fiduciária com poder liberatório. O curso forçado e os arranjos sobre os quais o modelo monetário se assentou no tempo para garantir sua credibilidade não foram suficientes para eliminar dois problemas inerentes aos mercados: a assimetria de informação e o custo de agência.

Se o *bitcoin* é expressão da autonomia privada e não viola norma jurídica, o mesmo não pode ser pacificamente afirmado do ponto de vista econômico. Embora sejam avaliadas pelas quantidades e qualidades ofertadas no mercado virtual, a demanda ou a especulação que se constata em face dos *bitcoins*, são apreçadas em alguma moeda corrente, de regra dólares norte-americanos, logo, expressas por preços cuja unidade de conta reporta-se a uma moeda corrente conhecida.

Assim, pode-se concluir que o *bitcoin* não é moeda, por não preencher todas as funções desse bem, mas meio de troca, cuja função primordial é evitar custos de transação. Servindo como meio de troca, visando a reduzir custos de intermediação, estaria o *bitcoin* nos remetendo a uma nova era de escambos? Ou pode ser considerado um bem que facilita operações nem sempre lícitas por alguns agentes econômicos? O certo é que não se presta como reserva de valor, o que tem sido defendido por alguns pois, dada a extrema volatilidade, o risco de perda é relevante.

Logo, conceder carta branca aos Bancos Centrais é, certamente, uma estratégia muito arriscada. De observar os resultados e regramento das economias da China e Suécia, as mais avançadas nessa iniciativa, seguindo, de perto, um arcabouço legal legitimador das alternativas monetárias eletrônicas disponibilizadas ao público.

Referências bibliográficas

AKERLOF, George A. The market for "lemons": quality, uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84(3) p. 488-500, 1970.

ASCARELLI, Tulio. *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali*. Milão: A. Giuffrè, 1957.

EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB). *Report on a digital euro*. ECB: Frankfurt am Main, 2020.

FRIEDMAN, Milton. *Studies in the quantity theory of money*. Chicago: The University of Chicago Press, 1973

HAYEK, Friedrich August. *Desestatização do Dinheiro: Uma análise da Teoria e Prática das Moedas Simultâneas*. 2ª edição. São Paulo: Instituto Ludwig Von Mises Brasil, 2011.

PONSFORD, Matthew. A comparative analysis of bitcoin and other decentralized virtual currencies: legal regulation in the People's Republic of China, Canada and the

United States, 2105. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2554186>. Acesso em: 10/01/2015.



URBINATI, E., BELSITO, A. CANI, D., CAPORINI, A., CAPOTOSTO, M., FOLINO, S., GALANO, G., GORETTI, G., MARCELLI, G., TIBERI, P., VITA, A. A digital euro: a contribution to the discussion

[1] *European Central Bank* (2020, p. 9).

[2] No sentido jurídico de indisponibilidade da prerrogativa monopolista de emissão da moeda de curso forçado.