



3 DE AGOSTO DE 2020

Criptomercados, o Iuane Digital e o Futuro do Dólar

Por Luiza Peruffo, Andrés Ferrari e André Moreira Cunha, professores do Departamento de Economia e Relações Internacionais da UFRGS

A Ilusão Libertária em um Mundo de Estados

Há mais ou menos 400[1] anos, a humanidade se organiza em torno de Estados. Simplificadamente, isto significa que existe uma divisão real do território do globo – as fronteiras – que demarcam onde termina um Estado e começa o outro. Não existem espaços vazios; pelo contrário, existem muitas disputas de mais de um Estado sobre o mesmo território. Estas disputas são resultado dos interesses de indivíduos que, por quaisquer razões, se percebem como sendo parte de um mesmo grupo com direito a um determinado território. Quanto melhor estes grupos se organizam, especialmente através de narrativas que justificam a sua união e que servem para atrair mais adeptos ao grupo, mais fortes eles se tornam, potencialmente contribuindo para a demarcação de um território para chamar de seu.

Perceber que a humanidade se organiza através de Estados é essencial para entender o que está em jogo em disputas de poder que, de alguma forma, envolvem os monopólios do Estado e o seu território. Para continuar existindo, o Estado precisa garantir a preservação de seu território, de maneira que o exército (ou a “força”, de maneira mais ampla) é um monopólio do Estado. Similarmente, o Estado precisa que os indivíduos que moram naquele território se identifiquem enquanto parte daquele grupo e ajudem a fortalecê-lo. Sob este arranjo de Estados, quando um ser humano nasce, ele é automaticamente parte de um grupo, o que lhe confere os direitos e deveres de ter nascido em um determinado território. Este indivíduo passa a fazer parte do grupo que habita certa região do globo, que tem uma bandeira, um hino e folclores que formam a sua identidade. Esse indivíduo faz parte de uma história ao nascer, e é possível que tenha que colocar sua própria vida à serviço dela se assim o Estado convocar.

Um dos monopólios do Estado é o curso forçado da moeda que ele emite. A moeda em si também é uma forma de organização da humanidade; um “mito coletivo”, para usar a expressão de Yuval Harari em seu *“Sapiens: A Brief History of Humankind”* (2011). Conceitualmente, uma moeda é algo que serve como unidade de conta, meio de troca e reserva de valor. O que faz com que este “algo” possa desempenhar estas funções é a existência de uma rede de agentes que acredite que determinado instrumento tem e continuará tendo valor e aceitabilidade no futuro. No mundo das ideias, tanto faz se o emissor deste “algo” é um Estado ou um agente privado. Na prática, contudo, o fato que o Estado tem o poder de obrigar os agentes a usar a moeda que ele emite e garante, pelo menos dentro do seu território, faz com que as moedas emitidas por Estados tenham poder desproporcional em relação às moedas emitidas por quem quer que não tenha um território. Afinal, junto com a bandeira, o hino e o folclore, o recém-nascido também ganha a obrigação de pagar impostos, que só podem ser pagos na forma que o Estado determina – usualmente a sua própria moeda.

O poder raramente é incontestado. O fato de vivermos sob uma organização em torno de Estados não significa que esta é a melhor ou a única forma de a humanidade se organizar. Como qualquer conjunto de regras, essa organização beneficia uns e prejudica outros. Existem disputas de grupos de interesse e ideias alternativas sobre como poderíamos nos organizar enquanto seres humanos que se manifestam de diversas formas. No caso dos Estados e das moedas, este conflito é claramente evidenciado na onda recente de moedas digitais privadas que prometem eliminar o monopólio monetário do Estado.

O Bitcoin, atualmente a mais popular das moedas digitais privadas, traz para a superfície as entranhas das disputas de poder que cercam os mitos e narrativas envolvendo Estados e moedas. O Bitcoin dá vida ao velho sonho libertário de retirar do Estado o poder de monopólio da emissão monetária. Ele representa a possibilidade dos indivíduos se libertarem das amarras impostas a eles quando nascem. Na leitura do ganhador do Prêmio Nobel Robert J. Shiller (2019)[2], “a narrativa do Bitcoin é uma narrativa motivadora para a classe cosmopolita ao redor do mundo, para pessoas que aspiram fazer parte desta classe, e para aqueles que se identificam com a tecnologia avançada”. Apostar no sucesso do Bitcoin (comprando Bitcoins, para ficar claro) é, em larga medida, querer fazer parte do grupo vencedor desta narrativa que exclui (ou substitui em grande parte) o monopólio monetário estatal. Por um lado, o sucesso desta narrativa em angariar membros está relacionado com a insatisfação de um grupo significativo de indivíduos com os problemas do *status quo*. Por outro lado, é certo que nem toda a compra de Bitcoin envolve um cálculo político consciente: muitos agentes compram Bitcoins simplesmente porque o ativo apreciou no passado e eles acreditam que vai continuar apreciando no futuro. Nesse sentido, o Bitcoin é também uma manifestação típica dos frenesim financeiros; das “manias, pânico e *crashes*” descritos por Charles Kindleberger. De qualquer maneira, a aposta na apreciação e na aceitabilidade do Bitcoin no longo prazo é em si uma manifestação das crenças (conscientes ou não) dos indivíduos que compram e retêm o ativo.

Tudo isso fica ainda mais interessante quando o governo chinês incorpora as novas tecnologias digitais surgidas no setor privado para lançar a primeira moeda estatal digital[3]. Em uma tacada, a China ao mesmo tempo desafia o espaço das moedas digitais privadas e do dólar americano, que por qualquer medida é a moeda mais utilizada ao redor do mundo. As ambições da China de internacionalizar a sua moeda e transformar o atual Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI) centrado no dólar não é nenhum segredo e muito menos um desejo exclusivo dos chineses. No entanto, por diversos motivos, a China é provavelmente o único Estado atualmente com capacidade de desafiar a posição do dólar. O movimento pioneiro da China em lançar o iuane digital potencialmente coloca a moeda chinesa em uma posição privilegiada para ocupar espaços que o dólar ainda não ocupa e que ela, sendo a única moeda estatal no formato digital até o momento, tem uma vantagem conceitual em relação às diversas moedas privadas digitais.

À luz desses desenvolvimentos recentes, cabe questionar o impacto do iuane digital para o ordenamento do SMFI em pelo menos duas dimensões: (i) na concorrência com os criptoativos privados, particularmente as *stablecoins* e (ii) em relação à posição hegemônica do dólar estadunidense no plano global. Esta análise parte do entendimento que vivemos em um mundo de Estados que disputam poder entre si, no qual suas moedas são simultaneamente uma manifestação e uma fonte de poder. Em paralelo, os agentes privados, apesar de não estarem na mesma liga da competição pelo poder monetário, representam uma força capaz de alterar as preferências da sociedade e, assim, impactar o resultado da disputa entre os Estados.

O Iuane Digital e o Avanço Privado nas Finanças Digitais

Para além do seu tamanho corrente – US\$ 250 bilhões em capitalização dos seus cerca de 5.100 instrumentos[4] –, que equivale a apenas 0,6% do valor de mercado das empresas listadas em bolsa de valores ao término de 2019[5], os criptoativos são importantes por aquilo que representam enquanto potencial de transformação nas relações financeiras domésticas e internacionais em tempos de rápida mutação tecnológica. Há pouco mais de uma década, as criptomoedas deram seus primeiros passos, quando em agosto 2008 foi registrado o domínio de internet “bitcoin.org” e, em novembro do mesmo ano, um indivíduo supostamente chamado Satoshi Nakamoto lançou o *paper* “Bitcoin: A peer-to-peer Electronic Cash System”[6], que explicava o funcionamento do novo sistema de pagamentos originalmente idealizado para ser privado, digital e descentralizado. As primeiras transferências em Bitcoins (BTC) datam do início de 2009. Desde então, essa inovação financeira se expandiu rapidamente. Atualmente é mais adequado falar-se de um criptomercado caracterizado pelo convívio de distintos instrumentos.[7] Com isso, as criptomoedas originais evoluíram para a constituição de um universo ampliado de criptoativos.

Contrariando as expectativas libertárias e a narrativa que circunda as moedas privadas, os Estados têm usufruído da sua prerrogativa territorial para regular os criptomercados através de seus bancos centrais e demais agências estatais[8]. De acordo com o *Bank for International Settlements* (BIS), as inovações privadas nos sistemas de pagamentos e nos instrumentos utilizados para viabilizar a transferência de bens, serviços e ativos financeiros, tais como as criptomoedas, são bem-vindas. Porém, segue o BIS, somente os entes estatais, especialmente os bancos centrais, teriam o poder de conferir estabilidade aos padrões monetários[9]. Para o BIS, “o Banco Central desempenha um papel fundamental ao garantir a confiança no dinheiro, um bem público essencial para a economia em geral, enquanto o setor privado lidera na inovação a serviço do público. O Banco Central fornece o melhor meio seguro para liquidar transações de atacado e varejo, enquanto os bancos comerciais fornecem a maior parte dos instrumentos de pagamento de varejo” (BIS, 2020, op cit., p. 67, tradução livre do original em inglês).

Para o BIS, as moedas digitais dos bancos centrais poderão representar um reforço positivo no mundo das finanças digitais, não só por dar estabilidade ao sistema como por representar um padrão mínimo de qualidade na prestação de serviços de pagamentos diante de atores privados que pretendam atuar neste segmento[10]. Nesse sentido, é possível que o iuane digital possa contribuir para o avanço privado nas finanças digitais. Há um aspecto positivo claro que sinaliza nesta direção, derivado da ideia de economias em rede: quanto mais agentes utilizam certo padrão tecnológico ou de consumo, por exemplo, mais usuários em potencial são por ele atraídos. O iuane digital pode contribuir para a disseminação das novas tecnologias que dão sustentação às moedas digitais privadas, o que vai tornando os usuários mais adaptados aos novos meios de pagamentos digitais, suas plataformas de transferência, softwares de utilização e assim por diante. Em tese isso poderia ajudar a alavancar os criptoativos.

Ao mesmo tempo, o iuane digital reafirma o caráter estatal da moeda, o que pode inviabilizar a pretensão de tornar instrumentos privados em moedas propriamente ditas. O caráter descentralizado, não transparente e sem contrapartes tornou as criptomoedas originais como o Bitcoin excessivamente voláteis e frágeis diante da perspectiva de seu uso em atividades ilícitas. Estudo recente do Parlamento Europeu reporta que metade das transações anuais com Bitcoins poderia estar associada a algum pagamento suspeito[11]. Por decorrência, uma moeda estatal digital sólida o suficiente para projetar segurança e liquidez concorreria diretamente com os novos instrumentos privados denominados de *stablecoins*. Moedas digitais que se enquadram nesta categoria como o Tether (USDT), o Multi-collateral DAI (DAI) e o Gemini Dollar têm uma capitalização tímida diante do Bitcoin. No final de julho de 2020, o volume de Bitcoin era de US\$ 202 bilhões, ao passo que a soma das três *stablecoins* já mencionadas era de apenas US\$ 11 bilhões. Para se colocar em perspectiva, a pesquisa trienal do BIS sobre mercado cambial registrou transações diárias de iuane de US\$ 280 bilhões em 2019, o que já excede todo o estoque de criptoativos[12]. Já o projeto da moeda digital do Facebook, a Libra, teria o potencial de avançar no terreno aberto pelas *stablecoins*, dada a sua ampla base de usuários em nível internacional[13].

Ruptura no Sistema Monetário e Financeiro Internacional?

A perspectiva de ruptura com o atual SMFI está, em síntese, relacionada com a ideia de que o dólar deixará de ser a principal moeda de referência internacional. A hipótese de que esta ruptura não deve ser precipitada pela nova moeda digital chinesa está baseada no entendimento de que mudanças no SMFI são muito lentas e que a moeda que ocupa a “liderança” entre as moedas tem a inércia a seu favor. Desde que o dólar assumiu esta posição de principal moeda internacional, foram inúmeras as especulações de que “em breve” o dólar perderia esta posição ou passaria a dividi-la com outras moedas. O economista canadense Robert Triffin apontava para as fragilidades da relação entre o dólar e o ouro nos anos 1960. Com a ruptura do regime de câmbio fixo derivado do Acordo de Bretton Woods, no início dos anos 1970, imaginava-se que o dólar perderia a sua força global, percepção que foi reforçada com a internacionalização do marco e do iene nos anos 1980.

A ruptura do padrão dólar-ouro no governo Nixon ensejou o estabelecimento da flutuação – livre ou administrada – no valor das principais moedas. O lastro real, em ouro, deixou de existir. O mercado de moedas passou a se comportar de forma muito mais próxima dos demais segmentos financeiros. Aliás, isso não representou uma novidade, pois a flutuação cambial foi intensa nos anos que se seguiram à ruptura do padrão-ouro original, particularmente entre a Primeira Guerra Mundial e meados de 1925-1926. Com o lançamento do euro no final dos anos 1990 e, mais recentemente, com a crise financeira global de 2008, tal perspectiva foi renovada.

A ascensão da China no século XXI está no centro dos debates sobre a conformação da ordem econômica e política global contemporânea e futura. Tanto na área da política internacional, quanto na economia internacional, questiona-se se o SMFI seguirá com a hegemonia do dólar ou se outras moedas (euro, iuane, etc.) poderão contestar esta situação. Mais recentemente, o avanço chinês em áreas de fronteira tecnológica tornou o debate ainda mais intenso.

Avaliamos que ainda não é possível vislumbrar tal ruptura. Ela é possível, mas improvável no futuro próximo. A moeda chinesa, digital ou não, ainda está longe de ser uma ameaça à hegemonia do dólar, na medida em que quase metade do giro diário do mercado cambial – US\$ 6,6 trilhões, em abril de 2019[14] – apresenta a moeda estadunidense em uma de suas contrapartes. Da mesma forma, cerca de dois terços dos ativos de reserva, 40% dos pagamentos internacionais e metade dos contratos de comércio estão denominados em dólares[15]. Ademais, os estudos do BIS reafirmam o fato de que em momentos de crise, cresce a demanda pela moeda estadunidense e, principalmente, pelos ativos emitidos por seu Tesouro Federal e principais empresas.

Do ponto de vista político e social, vemos que os Estados Unidos (EUA) estão em um momento vulnerável, com lideranças que tentam retirar o protagonismo do país no plano internacional em nome de um nacionalismo de viés populista. Isso era a regra política pré-Segunda Guerra Mundial. E pode vir a ser o novo “velho normal”. Por isso mesmo, a líder alemã, Angela Merkel, apontou que precisamos começar a refletir sobre como será um mundo onde os EUA não desejam mais liderar[16], pelo menos não da forma consagrada nos últimos 70 anos. Assim, o iuane digital e, mais importante, o seu potencial avanço, não seria necessariamente uma demonstração da força chinesa – que existe, mas ainda se coloca em um patamar inferior – mas, talvez, um reflexo adicional da vulnerabilidade atual dos EUA. O lastro real das moedas contemporâneas é o poder estatal em um sentido amplo. A perda de vigor político dos EUA e de sua capacidade de projeção “branda” pode corroer a teia invisível de relações que sustenta a posição global dólar. Veja que o produto dos EUA corresponde a um quinto do total global, ao passo que o dólar representa ao redor de 60% dos pagamentos e ativos.

Assim, ainda que por diversos motivos a moeda chinesa provavelmente represente o rival mais perigoso que o dólar já enfrentou, estamos apenas no início do que pode vir a ser uma mudança no sistema. Nesse sentido, a forma da moeda (física ou digital) é secundária para explicar uma potencial ruptura. De qualquer forma, parece que a China deu um passo à frente dos EUA ao lançar a primeira moeda digital estatal, o que eventualmente pode significar que ela vai ocupar alguns espaços que o dólar não tem como ocupar.

Um Futuro Incerto, Mas Ainda de Estados

Com base nos elementos estruturais, econômicos e políticos do presente, parece ser razoável vislumbrar um cenário no qual os criptoativos, em geral, e as moedas privadas digitais, particularmente as *stablecoins* possam atuar em nichos específicos, tanto como meios de pagamentos referenciados às moedas estatais, particularmente o dólar, quanto, principalmente, como ativos financeiros. No entanto, a ausência do poder coercitivo é um limite claro para a expansão do uso de criptoativos como o Bitcoin enquanto moeda. Nesse sentido, a nova moeda chinesa entra com uma vantagem explícita para competir com as moedas privadas em âmbito digital.

Em relação à posição hegemônica do dólar estadunidense no plano global, nossa avaliação é que o impacto do iuane digital para o ordenamento do SMFI vai depender muito da reação estadunidense com relação à perda potencial do dólar enquanto instrumento de poder. Se por um lado, a China se beneficia da escala global e da crescente internacionalização de sua economia, por outro ela pode ter sua trajetória afetada negativamente pelos conflitos geopolíticos em curso com os Estados Unidos, que possui uma ampla vantagem para barrar eventuais concorrentes.

Finalmente, é preciso evitar análises pautadas no “curto-prazismo” características do mercado financeiro. Ao perceber a moeda enquanto manifestação do poder coercitivo que é exclusivo dos Estados e reconhecer que estes ainda representam a unidade básica do sistema internacional, colocamos em perspectiva a capacidade de agentes privados contrarrestarem seu domínio. Da mesma forma, não é novidade a insatisfação com o papel ocupado pelo dólar e os desejos de diluir sua influência no SMFI. Ainda que haja espaço para o avanço gradual de concorrentes, especialmente o iuane digital, em nossa perspectiva, as moedas estatais prevalecerão em um horizonte temporal mais dilatado e o dólar seguirá influente mesmo que ocorra um declínio relativo da economia estadunidense.

[1] 372 anos para sermos precisos, considerando como marco o Tratado de Vestfália assinado em 1648.

[2] Ver “Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events”, Robert J. Shiller, Princeton University Press (2019, p. 7). Tradução nossa.

[3] Ver “China aims to launch the world’s first official digital currency”, *The Economist*, Apr 23rd 2020.

[4] Posição em março de 2020. Detalhes em European Parliament – Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, “Crypto-assets: Key developments, regulatory concerns and responses”, March, 2020 ([https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU\(2020\)648779_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/648779/IPOL_STU(2020)648779_EN.pdf)). Para dados atualizados diariamente ver: <https://coinmarketcap.com>.

[5] De acordo com estimativas do Banco Mundial este estoque era de US\$ 43.271 bilhões para o conjunto da economia global em 2019. Ver: <https://data.worldbank.org/>.

[6] Ver <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, último acesso em 27 de julho de 2020.

[7] O European Parliament (op citi.) faz um balanço sobre distintos conceitos de criptoativos empregados por especialistas em aspectos legais e financeiras, agências reguladoras e acadêmicos. Assim, seriam criptoativos todos os ativos financeiros privados e digitais que: (i) utiliza a tecnologia DLT (*Distributed Ledger Technologies* ou Tecnologia Distribuída de Livro-razão, em tradução livre para o português) e a criptografia para fins de registro e distribuição; (ii) não é emitido ou garantido por nenhum ente estatal, particularmente bancos centrais; e (iii) pode ser utilizado como meio de pagamento para a aquisição de bens e serviços ou como veículo de investimento. Eles englobam: 1) as criptomoedas originais, de emissão descentralizada, não identificadas e sem lastro ou contrapartida, como o Bitcoin; 2) os *tokens* que representam, por meio digital, a propriedade de ativos específicos; 3) as moedas digitais estáveis (*stablecoins*) que surgiram recentemente para tentar reverter a visão de que as criptomoedas são instrumentos pouco transparentes, muito voláteis e, por isso, não confiáveis; as *stablecoins* têm emissores identificados e contrapartidas; e 4) as moedas digitais dos bancos centrais (CBDC – Central Bank Digital Currency).

[8] Ver: European Parliament op citi.; International Organization of Securities Commissions (IOSCO), “Issues, Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms – Final Report”, February 2020 (<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD649.pdf>); BIS Annual Report 2020, chapter III “Central banks and payments in the digital era” (<https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e.htm>).

[9] No passado, a concorrência entre moedas privadas produziu instabilidade financeira, o que redundou em um relativo consenso sobre a necessidade de manutenção do seu caráter estatal e regulado. De acordo com o presidente do FED de St. Louis, James Bullard: “Cryptocurrencies are creating drift toward a non-uniform currency in the U.S., a state of affairs that has existed historically but was disliked and eventually replaced ... Currencies have to be reliable and hold their value ... This is probably why government backing has been important historically, combined with a stable monetary policy that promotes stability of the currency.” (Public and Private Currency Competition, July, 19, 2019 – <https://www.stlouisfed.org/from-the-president/speeches-and-presentations/2019/public-and-private-currency-competition>)

[10] “CBDCs could offer a new, safe, trusted and widely accessible digital means of payment. But the impact could go much further, as they could foster competition among private sector intermediaries, set high standards for safety, and act as a catalyst for continued innovation in payments, finance and commerce at large” (BIS, 2020, pp. 67-68). Ver também “Impending arrival – a sequel to the survey on central bank digital currency” por Codruta Boar, Henry Holden and Amber Wadsworth, BIS Papers, 2017, January 2020.

[11] “The illegal activity includes, amongst others, the buying and selling of illegal goods or services online in darknet marketplaces, money laundering, evasion of capital controls, payments in ransomware attacks and thefts. In this context, cryptocurrencies function mostly as a payment instrument. Remarkable is that almost half of all (yearly) transactions in Bitcoin can be linked to illegal activity according to Australian researchers who employed specific algorithms to analyse transaction data. As the crypto-market is still dominated by Bitcoin, with a dominance in terms of total market capitalisation exceeding 63% (\$159 billion), this is an important observation.” (European Parliament, 2020, op citi, p. 8).

[12] O BIS considera que a internacionalização recente da moeda chinesa se dá em um ritmo abaixo do seu potencial: “The average daily turnover of the Chinese renminbi (RMB) surpassed \$280 billion per day in April 2019, yet it remained only the world’s eighth most traded currency ... The share of RMB in global FX trading rose by less than between previous Triennial Surveys, to 4.3% in 2019, because of subdued growth in offshore RMB (CNH) trading. RMB turnover remains lower than expected based on real economy indicators, such as trade volume and GDP per capita. The deviation can be explained by financial drivers, such as restrictions on financial capital flows.” (https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1912w.htm)

[13] No final do primeiro trimestre de 2020, havia 2,6 bilhões de usuários ativos nesta rede social. Ver: <https://www.statista.com/statistics/264810/number-of-monthly-active-facebook-users-worldwide/>, acesso em 30 de julho de 2020.

[14] Ver: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1912f.htm

[15] Ver BIS – “US dollar funding: an international perspective”, CGFS Papers, No 65, June 2020 (<https://www.bis.org/publ/cgfs65.htm>).

[16] Ver: <https://www.theguardian.com/world/2020/jun/26/do-not-assume-us-still-aspires-to-be-world-leader-merkel-warns>.

 **INFORMAR ERRO**

 **ANÁLISE: CONJUNTURA NACIONAL E CORONAVÍRUS**