

Pesquisador associado do FGV IBRE, professor visitante na London School of Economics, na Sciences Po Paris e na Universidade de Tóquio



“Diante das mudanças climáticas, temos que ser mais schumpeterianos”

Solange Monteiro, do Rio de Janeiro

Foto: Divulgação

Depois de alertar dos riscos sistêmicos que as mudanças climáticas trazem para a estabilidade financeira global com o *green swan* – conceito criado pelo BIS na época em que o brasileiro Luiz Awazu era vice-diretor da instituição –, o economista passou a pesquisar como o arcabouço macroeconômico pode influenciar a trajetória dos países para uma economia neutra em carbono. Nesta conversa, com a participação do jornalista Fernando Dantas, Awazu explica por que defende que, sem mudanças nesse arcabouço, a meta de

conter o aquecimento global estará comprometida. “Com a resposta tradicional, ou seja, apertar mais a política monetária e reduzir gastos para equilibrar o fiscal, podemos provocar um efeito perverso”, afirma. “É preciso tornar o arcabouço robusto para conciliar essas contradições temporárias, de necessidade de estabilizar dívidas ao mesmo tempo em que é preciso investir mais para tornar a economia resiliente e menos emissora de gases do efeito estufa.” Confira as mudanças propostas por Awazu:

Como chegou à constatação de que a falta de adaptações no regime macroeconômico dificultará alcançar a meta de uma economia global neutra em carbono?

Um regime macro é essencialmente uma espécie de arcabouço com objetivos prioritários da política econômica: estabilidade de preços, crescimento, emprego, estabilidade financeira, sustentabilidade externa de um país. Esse regime usa uma série de âncoras para nortear a política econômica, com base em uma teoria de como funciona a economia, e para isso conta com arranjos institucionais, como um banco central independente e um Ministério da Fazenda com uma série de regras a cumprir. Tudo isso serve para sinalizar para os agentes econômicos, de forma previsível, qual é o padrão de resposta para choques de oferta e de demanda e ancorar suas expectativas.

As mudanças climáticas, que é o tema que tenho estudado, acarretam uma necessidade de se repensar o atual regime macroeconômico porque a dimensão e o tipo de choque que elas trazem são muito grandes e persistentes para serem tratados adequadamente pelo arcabouço atual. Há ainda um complicador, essa incapacidade cria uma espécie de círculo vicioso. Se buscamos conter o dano provocado pelos choques recorrentes de oferta das mudanças climáticas – como inflação de alimentos e energia – com a resposta macroeconômica tradicional, ou seja, apertar mais a política monetária e reduzir gastos para equilibrar o fiscal, podemos provocar um efeito perverso. Por quê? Porque isso dificulta o in-

vestimento para tornar a economia mais resiliente ao clima, alimenta riscos maiores e juros maiores, e dá margem a uma reação social negativa. Isso já está acontecendo. Cria-se um descontentamento popular que, por sua vez, faz crescer a aprovação de partidos populistas, em geral de extrema direita, contrários a essa agenda climática. Um exemplo disso é o da eleição de Donald Trump nos Estados Unidos, mas há outros na Europa. Ou seja, esse círculo perverso dificulta ainda mais o avanço de uma agenda climática de investimentos sustentáveis.

Sem agenda climática piora: estudos já apontam que o custo de não se fazer nada para mitigar os efeitos da mudança do clima se traduzirá em mais inflação e redução de PIB, além de aumentar o risco de destruições, desastres ambientais, com custo fiscal, etc. Por isso, é preciso adaptar o regime macroeconômico, torná-lo suficientemente robusto para conciliar essas contradições temporárias, de necessidade de estabilizar dívidas ao mesmo tempo em que é preciso investir mais, para tornar a economia resiliente e menos emissora de gases do efeito estufa.

Em *paper* recente (<https://go.fgv.br/UAS7KkSym0L>) – publicado pelo Centre for Economic Transition Expertise da London School of Economics –, sua proposta é de que os países ditem o endividamento relacionado a essa transição separadamente da dívida corrente. Como se daria essa divisão?

Primeiramente, é importante frisar que essa minha reflexão de mudanças em matéria de políticas macroprudencial, monetária e fiscal tem que ser tratada como um exercício teórico, com muita calma, porque mudança de regime sempre afeta a credibilidade do sistema e a ancoragem de expectativas. Se esse tipo de proposta não for muito bem explicado, pode gerar ainda mais instabilidade. Quando argumento essa necessidade de mudança, se trata de algo que precisa ser feito de uma maneira coordenada. Não é uma mudança isolada, em um só país. Demanda discussão técnica, fóruns globais de coordenação. A reflexão sobre o diagnóstico precisa ser a mesma para todo mundo, consensuada, para comunicar corretamente com os agentes de mercado e estes entenderem qual a lógica que se está empregando, para não interpretar essas mudanças como fuga ou desrespeito às metas e restrições existentes.

Nesse caso das regras fiscais, temos que partir do fato que elas evoluíram depois das crises de dívidas nos anos 1980, saindo de uma situação em que não havia arcabouços com limites de déficit e de dívida pública. Então, definiram-se os parâmetros de sustentabilidade, com base essencialmente na equação de dinâmica de dívida. O superávit mínimo necessário – expresso em percentual de PIB – para estabilizar a razão dívida/PIB, se obtém com a diferença entre a taxa de crescimento da economia e a taxa de juros, pois quando a taxa de crescimento da economia é maior que a taxa de juros, você tem uma condição de estabilidade da razão dívida sobre

o PIB. É uma lógica boa, e acho que temos de valorizar esse ganho analítico institucionalizado nas últimas décadas, de ter uma maneira de verificar que o caminho que você está trilhando em termos de crescimento e de juros produz um nível de dívida e de déficit que é sustentável.

Mas as mudanças climáticas colocam um desafio para esse arcabouço. Uso o conceito de cisne verde (Green Swan, <https://go.fgv.br/MJ5Ato5Fyc5>) para caracterizar os impactos das mudanças climáticas na economia, que, como disse, são maiores, frequentes e persistentes. Se você sobrepõe a esses impactos a necessidade de investimentos na transição ecológica, estamos falando em algo em torno de meio a um ponto percentual de PIB direcionados ao custo de desastres periódicos, mais 2% a 3% de PIB em investimentos em adaptação e mitigação. Esses últimos são anuais, não episódicos. Então, se trata de um choque fiscal da ordem de 3% a 4% de PIB ao ano até 2035-2040, para garantir que a temperatura média não ultrapasse um limite sustentável, em torno a 1,5 a 2 graus Celsius em relação ao nível pré-industrial, tal como definido no Acordo de Paris.

Hoje a maioria dos países desenvolvidos tem uma razão dívida PIB maior que 100% do PIB e juros que, desde a pandemia de Covid-19, saíram do território de juros zero para estarem em torno de 3%, até 4%, além de um crescimento hoje enfraquecido pelas políticas de fragmentação do comércio global. Obviamente, estamos em uma situação em que a dificuldade para a sustentabilidade da dívida pública aumentou, e

adicionalmente é preciso fazer esses investimentos. O desafio para o fiscal, então, é ao mesmo tempo coordenar a necessidade de estabilização da dívida que existe – consolidando-a com justiça social, sem cortar indiscriminadamente gasto público em saúde, educação – e promover esses investimentos para uma transição verde.

Diante desse cenário, a primeira sugestão que faço é aceitar um pouco mais de dívida. Vejo isso como um

**“A dívida também pode
ser uma solução quando o
benefício do investimento é
intergeracional. Além disso,
existe uma resistência a se
taxar carbono na
proporção adequada”**

mecanismo de financiamento que pode permitir, através de um calombo temporário de dívida, unir as preocupações sociais e as da transição de uma maneira que a sociedade não rejeite a agenda climática e se crie convulsão política. Esse argumento de que a dívida às vezes é uma solução não é meu, mas do economista Barry Eichengreen (no livro “In Defense

of Public Debt”). Quando é que isso já foi solução? Na Segunda Guerra Mundial, por exemplo, quando a razão dívida x PIB em países como Estados Unidos e Inglaterra subiu bem acima de 100% do PIB, diante da necessidade de investimento em defesa, e obviamente não se podia taxar imediatamente a população para financiar a guerra

A dívida também pode ser uma solução quando o benefício do investimento é intergeracional. Sabemos que se hoje é criada uma economia mais resiliente, não é a geração atual que vai se beneficiar totalmente, mas a geração futura. Além disso, existe uma resistência hoje a se taxar carbono na proporção adequada, devido ao risco de revolta social. Na França houve o movimento dos coletes amarelos, mas há vários outros exemplos dessa rejeição nos países avançados.

Como fazer essa separação entre dívida velha e dívida verde sem perda de credibilidade?

O francês Olivier Blanchard (no livro “Fiscal Policy under Low Interest Rates”) foi quem primeiro advogou um princípio de separação de orçamentos – no caso, dele, não era entre verde e marrom, mas orçamento de capital e orçamento corrente. É preciso ter muita clareza de que esse tipo de argumento enfatizando qualidade e retorno do investimento público e verde só consegue prosperar se houver uma definição muito clara de que se continuará honrando, ajustando e consolidando a dívida antiga. Ou seja, que há uma tra-

jetória traçada para a dívida antiga, um compromisso que tem que ser honrado de uma maneira socialmente adequada.

Também é preciso que nesse orçamento verde haja um mapeamento preciso, uma taxonomia exata do que é investimento verde. Isso é muito importante, pois se deixar muito aberto, sabemos do risco de que tudo vire investimento verde, perdendo-se toda a credibilidade. Isso significa definir projetos elegíveis, critérios, indicadores de performance, e dinâmica dessa dívida - quando ela vai ser paga, que tipo de instrumento de financiamento será usado, dando clareza para o mercado de que o conjunto da obra é sustentável.

No *paper*, indico inclusive que essa checagem pode e deve ser feita por organismos independentes, uma estrutura do tipo da CBO (Congressional Budget Office) nos Estados Unidos. Ou seja, um comitê independente que garanta que o orçamento verde proposto seja transparente, claro, executável. Nessa proposta de financiamento, deve-se agregar, além de dívida, outros instrumentos como uma taxa progressiva de carbono, benefícios de transferências internacionais - por exemplo, que o conjunto do planeta se disponha a ter um sistema de taxa mais adequado sobre a poluição do transporte aéreo, do transporte marítimo, e que esse tipo de tributo financie investimentos em conservação e manutenção florestal, algo que o Brasil está propondo e está fazendo.

Com isso, teremos o que chamei de um arcabouço fiscal adaptado ao clima, monitorável e sustentável, que

endereça as questões de consolidação fiscal da dívida antiga, mas também de sustentabilidade da dívida nova e de separação transparente do que vai acontecer no futuro. Acho que os agentes de mercado têm menos preocupação com o nível absoluto de dívida - ainda que essa preocupação obviamente exista -, do que com a incerteza de não saber o que vai acontecer, deixando as coisas acontecerem de maneira ad hoc, sem uma trajetória delineada.

“Atravessamos um período em que veremos uma pausa no multilateralismo tradicional, sobretudo porque temos um país, os EUA, que hoje se recusa a endereçar esses desafios climáticos”

Ainda que sua teoria seja aplicada às economias desenvolvidas, como ficam os países emergentes como o Brasil, que ao mesmo tempo em que vive uma situação fiscal já bastante vulnerável também sofre com uma menor confiança na institucionalidade de seu arcabouço, com agentes temendo manobras para ampliação dos gastos?

De fato, essa reflexão se aplica a países que já têm uma governança mais estabelecida. Agora, não quer dizer que países emergentes não devam considerar esses desafios para ver como financiarão a sua transição. Tipicamente, um país emergente paga um prêmio de risco maior em seu financiamento, porque tem menos credibilidade fiscal. Então, quanto mais ele for capaz de dar clareza sobre a trajetória da sua dívida pública, menor vai ser o prêmio de risco que ele vai pagar. E eu diria que o Brasil não está tão mal posicionado. Sem querer entrar em detalhes, o país tem uma matriz energética limpa. Há grande potencial de investimentos em energia tradicional - inclusive, como foi apontado por Luiz Schymura em recente Carta do IBRE, facilitando o seu perfil fiscal no futuro desde que esses investimentos sejam feitos com eficiência, segurança e cautela (<https://go.fgv.br/N90dS0jU0Ky>).

Além disso, há o potencial de emissão de *green bonds*. O Brasil não é *investment grade*, mas pode utilizar garantias de bancos multilaterais para ter um perfil de emissão muito mais interessante, com títulos soberanos verdes. Acho que há um potencial de financiamento externo da transição no Brasil que precisa ser considerado. O Brasil tem um enorme capital natureza que está ainda pouco valorizado (ecossistemas, biodiversidade, solo, água, ar, florestas, oceanos e recursos minerais). Ou seja, de fato a situação típica de um país emergente é necessitar um pouco mais de robustez do lado da governança da política fiscal, mas

no caso brasileiro não é uma situação desesperadora.

Hoje, de certa forma, quem está se descredibilizando em matéria fiscal são os países do Norte, particularmente, os Estados Unidos. Quem está aumentando o seu risco relativo de insolvência não somos nós, mas os EUA, que caminham com passadas largas para reduzir a independência do seu Banco Central, para criar suspeitas sobre um financiamento monetário do seu déficit público elevado.

Minha grande dúvida é saber quando os empresários americanos, que de maneira muito oportunista apoiaram o presidente Trump, vão se dar conta de que o risco fiscal americano e as políticas que a administração Trump está conduzindo são ruins para os seus próprios interesses. Esse é um fator que, de certa forma, pode favorecer o Brasil e os países emergentes. Em matéria de prêmio de risco relativo, acho que a tendência é de que a distância entre nós emergentes e os países mais avançados diminua. Veja a situação, por exemplo, da França, da Inglaterra, da própria Alemanha, com o risco de ter partidos de extrema direita chegando ao poder. Veja, não quero dizer com isso que resolvemos os nossos problemas fiscais, mas diria que, em algum momento o mercado financeiro brasileiro e o internacional podem se dar conta que, de certa forma, o nosso risco relativo diminuiu.

Diante do que está acontecendo em termos de fragmentação do mundo, diria que a tendência de qualquer investidor é buscar diversificar seus ativos. Por que você vai querer ficar

inteiramente no mercado de Treasuries? Em algum momento o empresário americano e global entenderá que essas políticas de Trump são danosas para seus interesses, e aí diversificará o seu portfólio para países emergentes, inclusive o Brasil.

No campo da política monetária, quais as recomendações de adaptação do arcabouço para lidar com as mudanças climáticas?

“Hoje estou mais preocupado com o que está acontecendo do lado institucional nos Estados Unidos do que com a condução da política monetária no curto prazo”

Aqui, mais uma vez, é preciso muita calma e muito cuidado ao se tratar de uma política que funciona muito bem como o regime de metas para a inflação, que é hoje o arcabouço dominante nos bancos centrais modernos. Mas as mudanças climáticas trazem um choque de oferta diferente. Quando você tem um choque de oferta temporário, sob o atual regime

de metas você basicamente deixa o choque acontecer, pois sabe que a inflação volta ao seu patamar inicial. O que o Banco Central tem que observar é se há efeitos colaterais de transmissão. Se não tem, a resposta padrão é ficar parado e esperar o choque se dissipar. Com as mudanças climáticas, é totalmente diferente. Como mencionei, o cisne verde é um choque muito mais frequente, persistente, amplo e cumulativo. Se seguimos a cartilha tradicional do regime de metas, o que fazemos é apertar a política monetária. Nos países avançados, a meta é de uma inflação de 2% ao ano, mas que a inflação está fechando na casa dos 3% nos EUA e poderá ir a 4% com o aquecimento global. E se você aumenta os juros, estará criando mais dificuldades para financiar a transição, esses investimentos que geram o calombo de dívida verde.

Então, é preciso pensar – com muito cuidado – em um mix de políticas, definir talvez um tipo de banda de acomodação desse choque, que levaria a um limite superior de inflação um pouco maior temporariamente. Pode-se ser ainda mais heterodoxo – trata-se de outra proposta de Blanchard, feita há alguns anos – aumentando o centro da meta, levando em conta que se viverá uma inflação mais elevada e resiliente por um certo período. Sem pensar nisso, a exigência de justificar o não cumprimento da meta ano a ano pode reduzir a credibilidade dos BCs. É o que discuto em outro *paper* sobre Adaptive Inflation Targeting (<https://go.fgv.br/PBkqHESIhQG>).

Aqui também vale destacar a necessidade de uma coordenação in-

ternacional, pois fazê-lo de forma isolada seria um tiro no pé, uma perda gratuita de credibilidade. Trata-se de encarar a questão climática como algo suficientemente impactante, demandando ajustes temporários no regime monetário, fiscal e no macroprudencial. No caso macroprudencial, trata-se de algo importante para países emergentes, por exemplo, pois as agências de rating deveriam atenuar o risco diante de garantias fornecidas por bancos multilaterais para projetos de investimento. Por exemplo, se há um projeto brasileiro que emite dívida para se financiar, garantida por uma instituição multilateral, a atual metodologia das agências de rating não reconhece plenamente esse fator mitigador, por ser um país emergente. Rever essas metodologias é importante para maior mobilização de recursos externos no financiamento da transição nos países em desenvolvimento (<https://go.fgv.br/QueAHbMOpeOG>).

Mais uma vez, não se trata de jogar Basileia 3 fora, ao contrário. Aliás, isso se conecta ao que mencionei sobre a administração Trump em matéria fiscal e monetária. Hoje nos EUA há uma tendência de se reduzir a importância de Basileia 3 como arcabouço prudencial, o lobby é muito forte. Isso é um perigo para a estabilidade financeira global, mas também é uma área em que um país como o Brasil pode tirar proveito, graças ao seu sistema bancário mais sólido.

Veja, essas propostas ainda estão no nível da discussão acadêmica, mas não são uma ilusão. Quando traba-

lhei no BIS, propus uma pequena mudança no regime de metas para a inflação visando países emergentes, introduzindo outros instrumentos de intervenção para garantir estabilidade dupla, de preços e financeira diante da volatilidade de fluxos de capital. No livro Regime Integrado de metas para a inflação (<https://www.bis.org/publ/othp30.htm>), mostrei que um país emergente que busca estabilidade de preços e financeira tem que usar, simultaneamente, juros, instrumentos

“Obviamente é preciso estabilizar o ciclo, mas a despesa pública também tem que se preocupar com a ideia schumpeteriana de financiar a transformação estrutural da economia”

macroprudenciais e intervenção cambial, pois só os juros não bastam para se alcançar esses dois objetivos. Hoje, quando se observa os bancos centrais em países emergentes, a maioria de certa forma usa esse trio de instrumentos: juro, macroprudencial e intervenção no mercado de câmbio. Isso já estava acontecendo, ainda que sem uma formalização. O importante

é que esses instrumentos sejam usados de forma complementar, não para um substituir o outro, mas calibrados juntos para garantir a maior efetividade possível. Em relação aos desafios que as mudanças climáticas colocam para a política monetária, quando converso com colegas de bancos centrais, da academia, eles avaliam que faz sentido abrir essa discussão. Não que se vá chegar a uma prática operacional amanhã, mas porque é melhor fazê-lo antes que o mundo pegue fogo. Quando isso acontecer, se a decisão for simplesmente afrouxar as políticas macroeconômicas, aí sim se perderá credibilidade.

Como os países emergentes dependentes de financiamento externo devem lidar com a volatilidade que uma mudança de arcabouço macroeconômico como a que propõe implicaria?

Como mencionei, acho que quem tem o potencial de maior volatilidade hoje não somos nós. Existem fragilidades no mercado de equity nos Estados Unidos, com sinais de um risco financeiro sistêmico. Sem tirar os méritos da revolução digital, o tipo de valorização de ativos que está acontecendo em algumas dessas empresas é preocupante, pois tem muita semelhança com as chamadas bolhas financeiras.

Certamente a volatilidade desse cenário nos contamina, mas diria que, se olharmos o contexto geral, para um país como o Brasil, que tem esse potencial de crescimento apoiado em vantagens comparativas em matéria de recursos naturais, um projeto

de crescimento sustentável que incorporasse esses ativos naturais seria até uma resposta para a volatilidade social, política e financeira que estamos observando nos países do Norte. Acho que um investidor racional, inclusive o investidor local, deveria ter isso em conta e precificar o nosso risco de uma maneira menos curto prazista. E, se o investidor precificar um pouco mais no longo prazo, diria que é possível pensar em uma tendência de redução da taxa de juro real no país – que atualmente reflete uma percepção muito mais de curto prazo –. Preço de risco fiscal no Brasil deveria levar mais em conta justamente esse potencial de crescimento sustentável e de posicionamento e bom senso na área de relações internacionais, onde o Brasil tem uma posição geopolítica bastante equilibrada.

Hoje já vemos sinais desse círculo vicioso que mencionou, com aumento da presença de políticos populistas de extrema direita, que em geral desprezam a agenda climática, e um contexto geopolítico tenso. Isso lhe deixa pessimista quanto à conquista dessa concertação global para uma mudança temporária no arcabouço macroeconômico?

Estamos atravessando um período em que há uma pausa no multilateralismo tradicional, sobretudo porque temos um país sistêmico, os Estados Unidos, cujo governo hoje se recusa a endereçar esses desafios. Mas é possível fazer progressos sem necessariamente unanimidade na esfera Internacional. É possível, por

exemplo, ter parcerias com a China, com a Europa, ter coalizões parciais. Hoje, algumas iniciativas climáticas não dependem de unanimidade, mas usam as chamadas coalizões de países de boa vontade (coalition of the willing), que são um modelo de governança Internacional no qual se pode avançar em alguns temas de interesse mútuo sem necessariamente ter uma unanimidade internacional. Existem grandes oportunidades para alianças regionais em algumas áreas,

“A gestão do ciclo não pode ser feita só através de um juro real de 10% e um fiscal mais acomodado. Acho, sinceramente, que a maneira como o risco está precificado no Brasil é exagerada”

como a de sistemas de pagamento, para você ter uma diminuição do risco dos países emergentes em relação ao benchmark dos países avançados, que teoricamente deveria ser a referência mas que hoje está fragilizado.

Por ora, tudo está mais imprevisível, mas acho que o jogo não está absolutamente jogado. Ao contrário, acho que está começando. Precisa-

mos nos preparar para uma situação obviamente diferente, mas temos que fazer nossos esforços. Quando mencionei, por exemplo, nossas oportunidades de investimento na Margem Equatorial, isso é possível porque fizemos um trabalho sobre a nossa matriz energética que nos permite um desenvolvimento mais diversificado, porque temos margem de manobra para compatibilizar realismo econômico e fiscal, articulado em torno de transição, não de negação climática como o faz Trump. É claro que argumento só se sustenta se houver licenciamento ambiental rigoroso, avaliação de risco de acidentes, transparência e controle institucional, e destinação clara das receitas para transição energética, um pouco a exemplo da Noruega. Agora, temos também que fazer o nosso esforço para controlar e reduzir o desmatamento, por exemplo. Nosso dever de casa está voltado para o potencial de crescimento sustentável. Acho que a COP30 no Brasil foi um bom símbolo disso. Trata-se de um jogo onde temos uma série de vantagens para ofertar não só para nossa sociedade, mas para o resto do mundo.

Como avalia os atuais desafios da política monetária americana?

Hoje estou mais preocupado com o que está acontecendo do lado institucional nos EUA do que com a condução da política monetária no curto prazo. Como mencionei, o que acho mais preocupante é o fato de haver uma mudança muito grande da institucionalidade em um país tão impor-

tante para a economia global quanto os Estados Unidos. Há claramente uma posição de ingerência sobre a maneira como atua o banco central; há a continuação de uma política externa muito agressiva, gerando instabilidade geopolítica. Vemos interferências no sistema legal dos Estados Unidos, alicerce da estabilidade institucional do Estado de direito americano. E há enorme dúvida sobre a maneira como hoje a administração Trump trata o direito Internacional, com claros sinais de desrespeito.

Do lado monetário, tenho preocupação quanto à estabilidade financeira com risco de bolha financeira da Inteligência Artificial. E temos também uma questão que nem é a da inflação estar acima da meta, mas um problema de carestia nos Estados Unidos. O nível de preços ainda permanece muito elevado e cria descontentamento social. Finalmente é preciso destacar a situação inédita de mudança no papel dominante do dólar, ainda que seja um processo lento. Trata-se ainda da principal moeda de pagamento internacional, e a administração Trump tem enfraquecido essa característica quando promove uma “weaponization”, utilizando o dólar como instrumento de pressão, ou quando cria situações de exclusão ou confisco de ativos usando o sistema de mensagem internacional (Swift), extrapolando sua legislação para outros países. Isso tudo favorece uma fragmentação da ordem monetária Internacional, enfraquece o dólar e seu estatuto de ativo de reserva seguro que até agora era representado pela preponderância do mercado de Treasuries. Acho que

tudo isso é danoso para os EUA, mas acaba favorecendo a emergência de um mundo mais multipolar. Veja os esforços da China em desenvolver o seu próprio sistema de pagamentos, a sua própria moeda digital, a sua própria zona monetária.

Acho que esse contexto é mais preocupante do que a simples avaliação de como está operando o regime de metas hoje nos Estados Unidos. E isso também nos traz vantagens, não só volatilidade. Temos um instrumento extraordinário de pagamentos interno, que é o Pix, que podemos regionalizar e fazer com que isso nos libere um pouco da dominação do dólar como única moeda de comércio entre o Brasil e os países com os quais já temos relações de troca e relações financeiras estabelecidas, e que poderiam ter aí um sistema de pagamento público barato e confiável. Os chineses estão fazendo isso com o renminbi. Não é exatamente um Pix, mas existem projetos de liquidação instantânea entre moedas de banco central na região da Ásia. Não se elimina totalmente o risco cambial, mas quando você é capaz de fazer uma transação instantânea, reduz bastante o risco de liquidação. Isso é algo que também favorece muito o comércio dentro de uma região, ao eliminar a necessidade de triangulação com o dólar.

Assim, não precisamos ver esse mundo onde a gente está, com essas políticas agressivas da administração Trump, apenas como causadoras de problemas. Acho que temos que ver isso também como grandes oportunidades para fazer crescer no nosso

relacionamento regional, e o nosso relacionamento global.

E quanto aos desafios de política monetária no Brasil?

Acho que o nosso país tem que caminhar, com todas as dificuldades que temos, para um policy mix mais equilibrado. Uma combinação de políticas mais equilibrada quer dizer que a gestão do ciclo não pode ser feita só através de um juro real de 10% e um fiscal mais acomodado. Como já disse acho, sinceramente, que a maneira como o risco está precificado é exagerada. Ainda que eu também defenda a necessidade de melhorar a trajetória fiscal, não acho que isso seja algo impossível, mas pode e deve ser feito com justiça social. Sabemos que hoje no Brasil o sistema tributário é extremamente injusto. Não é que não se saiba como fazer um ajuste fiscal mais justo no Brasil; nos falta capacidade política.

Como mensagem final, gostaria de reforçar que política monetária e política fiscal têm um objetivo primário que é estabilizar ciclo, mas acho que temos que pensar em termos um pouco mais schumpeterianos. Ou seja, obviamente é preciso estabilizar o ciclo, mas a despesa pública também tem que se preocupar com a ideia schumpeteriana de financiar a inovação e a transformação estrutural da economia. Não é só o setor privado que vai fazer isso. É claro que o papel do setor privado é super importante, e sem ele essa transição tampouco acontecerá. Mas, nessa transformação, a despesa pública em pesquisa e em investimentos para a transição verde também tem papel importante. ■