

1 Introdução

Modelos de economia monetária podem ser classificados em dois tipos: aqueles que geram dilema de política monetária e aqueles que não. Em termos gerais, dizemos que uma economia tem dilema de política monetária quando a estrutura dessa economia impossibilita a estabilização conjunta das variáveis que entram na função de perda da autoridade monetária.

No modelo neoclássico mais básico, onde os preços são flexíveis e a moeda é valorizada em equilíbrio (em virtude da existência de uma restrição do tipo *cash in advance*), ocorrerá o que é conhecido como dicotomia clássica: variáveis reais serão determinadas de forma independente das variáveis nominais.

Se adicionarmos determinados tipos de imperfeições ao modelo, a dicotomia clássica desaparece. Os dois tipos de categorias de imperfeições que geram o resultado são aquelas ligadas a falhas informacionais ou aquelas ligadas à existência de rigidez de preços na economia. O primeiro tipo de falha gera uma curva de Phillips do tipo neoclássica ou de Lucas, onde existirá uma relação entre o hiato do produto e a diferença entre inflação observada e esperada. Apesar de haver essa relação entre variáveis reais e nominais, a estrutura da economia nesse contexto não gera espaço para a existência de dilema. O que ocorre é que apesar de haver *trade-off* entre inflação e hiato do produto, este não pode ser utilizado pela autoridade monetária num contexto em que os agentes da economia têm expectativas racionais. Dado isso, o ótimo para a autoridade monetária será estabilizar o hiato do produto e o desvio da taxa de inflação observada da esperada. A estrutura da economia possibilitará ao governo alcançar tais objetivos simultaneamente e em virtude disso não haverá dilema de política monetária.

O segundo tipo de falha, ligada à rigidez de preços, gera uma curva de Phillips que liga a inflação de hoje à expectativa futura de inflação e ao hiato do produto. Dada a estrutura da economia e a função de perda derivada a partir dessa mesma estrutura e das preferências dos agentes, chega-se de novo a conclusão de

que o governo estará apto a alcançar todos os seus objetivos simultaneamente, e portanto, não haverá dilema de política monetária.

Quais hipóteses temos que abandonar para gerar dilemas de política monetária? Existem duas estratégias distintas para se conseguir isso. Em primeiro lugar, na argumentação acima estava implícito que a autoridade monetária poderia ajustar seu instrumento, a taxa de juros nominal sem risco de curto prazo, de forma a alcançar seus objetivos. Ela estaria inclusive livre para determinar taxas de juros nominais negativas. No mundo real taxa de juros nominais negativas não são possíveis. Portanto, existe uma cota inferior para a taxa de juros nominal que deve ser respeitada em qualquer equilíbrio. Mas isso implicaria que o equilíbrio sem dilema de política monetária poderia não ser implementável, pois o último poderia exigir taxa de juros nominal negativa em algumas situações. Portanto, teríamos dilema de política monetária. Por que esse tipo de dilema não é relevante quando pensamos em economias similares ao Brasil? É só dar uma olhada na trajetória da taxa de juros nominal no Brasil para se ter uma resposta. Com certeza ela está sempre num nível bem acima da sua cota inferior, o que implica que tal restrição não é *binding* no Brasil.

A segunda estratégia para se gerar dilema de política monetária, que será seguida nesse trabalho, é mudar a estrutura da economia de forma que se gere uma função de perda em que a estabilização dos objetivos simultaneamente não será mais possível dada àquela estrutura da economia. E porque usar a dolarização para mudar a estrutura da economia? Porque preços relativos entre diferentes setores da economia podem ser relevantes para a condução da política monetária? A resposta é que estudos empíricos revelam que a PPP não vale para períodos razoavelmente longos (os estudos mostram que dado um choque, a taxa de câmbio real demora em convergir ao valor previsto pela hipótese da PPP, embora, no longo prazo, a taxa de câmbio real esteja de acordo com o valor previsto pela PPP), o que nos faz procurar modelos em que a restrição à taxa de câmbio real imposta pela PPP não esteja presente. Isso pode ser conjugado com a observação de que no mundo real empresas não exportadoras recorrem ao endividamento em dólar, e portanto, ao reajustar seus preços domésticos podem estar utilizando o dólar como unidade de conta. Esses dois fatos, conjugados com a existência de assimetria no grau de rigidez de preços entre os setores da economia, são candidatos a gerarem dilema de política monetária, pois num mundo em que a PPP não vale e que dois setores

se distinguem pela moeda que usam para cotar preços e no grau de rigidez de preços, a autoridade monetária estará apta a influenciar o preço relativo entre os setores e a estabilização deste último poderá ser um objetivo legítimo de política monetária. Ao mesmo tempo, a estrutura da economia pode não permitir que o governo compatibilize este novo objetivo com os outros objetivos que normalmente entram em sua função de perda.