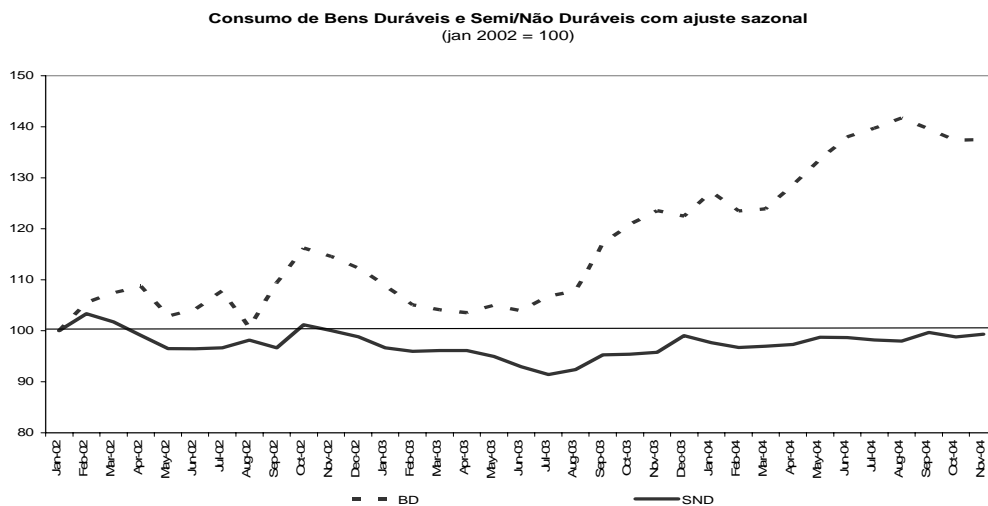


# 1 Introdução

No recente processo de recuperação da economia brasileira, evidências apontam para uma sensibilidade diferenciada a juros de segmentos distintos do consumo. Após o início do ciclo de relaxamento monetário em junho de 2003, a produção de bens de consumo duráveis, a partir do terceiro trimestre daquele ano, cresceu a taxas próximas aos 20% contra igual período do ano anterior. Por outro lado, setores como os de bens de consumo semiduráveis e não duráveis apresentavam, na mesma época, taxas negativas de crescimento, ou, em seguida, taxas positivas porém ainda bastante inferiores às do setor de bens duráveis. No final de 2004, o padrão inverteu-se: o crescimento da produção de bens duráveis acomodou-se e passou a registrar taxas inferiores às da produção de bens não duráveis.

Gráfico 1: Evolução da produção de bens de consumo durável e não durável no Brasil (2002-2004)



Fonte: IBGE

Esse padrão assimétrico de comportamento de bens duráveis e não duráveis não é privilégio da economia brasileira. Os bens duráveis são tidos geralmente como importantes para explicar os ciclos reais de negócios em economias desenvolvidas. Mesmo a sua participação como proporção do consumo total sendo

pequena, se comparada à participação dos bens não duráveis – na economia americana, responderam por 12% do total consumido pelas famílias em 2004; na economia brasileira, essa participação é de aproximadamente 20%<sup>1</sup> – os bens duráveis são certamente o seu componente mais volátil.

Mais especificamente – conforme documentado, por exemplo, em Hamburger (1967) –, há evidência de que os bens duráveis são importantes para explicar as flutuações de variáveis macroeconômicas *em resposta a impulsos de política monetária*, sendo mais sensíveis a esses impulsos do que os bens não duráveis. Modelos relativamente simples do comportamento do consumidor de fato sugerem que, segundo os planos ótimos de alocação intertemporal das despesas de consumo, a demanda por bens duráveis deva ser mais sensível a movimentos da taxa de juros real *ex ante* do que a demanda por bens não duráveis.

Isso ocorre, em parte, pela forma como a taxa de juros real afeta o preço relativo *intratemporal* entre bens de consumo não duráveis e duráveis – juros mais altos tornam mais baixo o valor residual dos duráveis quando trazido a valor presente, elevando o “custo de uso” do estoque desses bens. Além disso, com taxas de depreciação suficientemente baixas, a volatilidade da demanda por *novos* bens duráveis é, em termos proporcionais, muito maior do que a volatilidade do *estoque* desejado desses bens. Por conseguinte, uma mesma propensão à substituição intertemporal aplicada aos serviços de uso de bens duráveis – conforme medidos pelo estoque disponível desses bens – e ao consumo de bens não duráveis resultaria em uma volatilidade muito maior para a demanda por duráveis novos do que para a demanda por não duráveis.

Embora as meras trajetórias de preços relativos inter e intratemporais possam explicar por que a demanda por bens não duráveis é menos sensível a choques de taxas de juros do que a demanda por duráveis, também é comum atribuir parte

---

<sup>1</sup> Esta participação foi calculada dividindo os pesos da produção de bens duráveis pela soma dos pesos da produção de outros bens de consumo. Os pesos foram coletados na tabela Relação de produtos BR e seus respectivos pesos, atualizada em 29/04/2004 (Nota Técnica da Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física). O setor de bens duráveis tipicamente engloba produtos como eletroeletrônicos, eletrodomésticos e móveis, enquanto que o setor de bens não duráveis engloba alimentos para consumo final, materiais de limpeza e manutenção do domicílio. As definições completas estão disponíveis no site do IBGE ([www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/industria/pimpfbr/relacao\\_produtos\\_cat.pdf](http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/industria/pimpfbr/relacao_produtos_cat.pdf)).

dessa assimetria a papéis diferentes que as condições gerais do mercado de trabalho – em particular, a renda do trabalho – possam desempenhar entre os determinantes da demanda por essas duas categorias de bens. Nesse sentido, a demanda por bens não duráveis – comumente associados com a categoria de “bens salário” – apareceria como muito mais dependente da trajetória da renda do trabalho do que a demanda por duráveis. Parte dos efeitos da política monetária sobre o setor de bens não duráveis ocorreria então de forma indireta. Primeiramente, variações de taxas de juros afetariam a demanda por bens duráveis, cuja sensibilidade a esses impulsos é naturalmente maior. Em seguida, o nível de atividade nesses setores mais sensíveis aos juros, uma vez que se traduzisse em melhora das condições do mercado de trabalho, deflagraria uma resposta mais visível do setor de bens não duráveis, e esta reforçaria, ela própria, a dinâmica da renda do trabalho a que primordialmente responde.

Essa interpretação do mecanismo de transmissão da política monetária tem merecido grande destaque nas discussões a respeito do recente ciclo de retomada da economia brasileira. Na ata de sua 92ª reunião, por exemplo, “(o) Copom reitera que a maior contribuição da política monetária à recuperação dos setores da indústria e do comércio menos sensíveis às condições de crédito deverá advir de seu impacto indireto, por meio do aumento da ocupação e da renda que é naturalmente liderado pelos setores mais sensíveis e que gradualmente se dissemina pelo restante da economia”. Analistas do setor privado foram unânimes em condicionar a recuperação da demanda por bens não duráveis à melhora das condições do mercado de trabalho, associando ao mesmo tempo a retomada mais vigorosa dos bens duráveis a condições favoráveis de crédito.

A despeito de sua grande disseminação, a noção bastante plausível de que a política monetária chega aos bens não duráveis através da renda do trabalho, cuja resposta é por sua vez deflagrada pelo impacto imediato dos juros sobre os bens duráveis, não foi até agora objeto de investigação econométrica formal. Nisso, contrasta frontalmente com outros fatos estilizados relacionados ao ciclo econômico e ao impacto da política monetária sobre a economia, que foram alvos de investigação exaustiva – por exemplo, as bem documentadas defasagens da resposta do nível de atividade e da inflação a movimentos da taxa de juros, e a

própria diferença de sensibilidade a esses movimentos entre bens duráveis e não duráveis.

É ao preenchimento dessa lacuna que pretendemos contribuir nesta dissertação. O exercício de quantificação que empreendemos se baseia em modelos VAR (vetores auto-regressivos), mediante a construção de uma resposta contrafactual dos setores de bens duráveis e não duráveis a um choque monetário “desligando” o canal de transmissão que passa pela renda do trabalho. A resposta contrafactual assim construída pode então ser comparada com a resposta estimada desses setores ao choque monetário, de modo a aferir a relevância do canal da renda. A metodologia é a mesma utilizada por Ludvigson, Steindel e Lettau (2002) para quantificar a importância do canal da riqueza financeira na transmissão da política monetária nos Estados Unidos, adaptada por sua vez de Bernanke, Gertler e Watson (1997) e Leeper, Sims e Zha (1996).

A metodologia foi aplicada a dados da economia dos EUA e da economia brasileira. No caso dos dados brasileiros, entretanto, dificuldades conhecidas, como o tamanho da amostra e quebras estruturais frequentes (decorrentes de mudanças de regime de política e de metodologia de construção das séries de dados essenciais ao nosso exercício), tornaram os resultados bastante insatisfatórios já a partir das versões básicas dos modelos VAR identificados. Por esse motivo, nossa atenção principal voltou-se para os dados norte-americanos, num esforço de dar ao canal da renda do trabalho pelo menos tratamento semelhante ao recebido por outros fatos estilizados sobre o mecanismo de transmissão de política monetária, cuja validade genérica acabou se estabelecendo a partir de esforços iniciais de quantificação econométrica voltados para economia dos EUA.

Tudo mais constante, quanto mais desenvolvido for o mercado de crédito numa determinada economia, maior deverá ser a facilidade de um consumidor antecipar uma parcela da sua renda futura, e menos dependente deverá estar o seu padrão de consumo às condicionantes das flutuações atuais de renda. Esta observação pode se aplicar de modo diferenciado a segmentos específicos da economia, dependendo da disponibilidade de instrumentos de crédito para aquisição de seus

respectivos produtos pelo consumidor final. Pode-se portanto conjecturar que a relevância do canal renda salarial deverá ser maior no Brasil – onde o mercado de crédito, de forma geral, ainda é menos desenvolvido – do que na economia norte-americana. Pode-se conjecturar também que esse diferencial deverá ser mais pronunciado no que diz respeito aos bens não-duráveis, aceitando-se que os mecanismos de crédito rotativo de livre utilização tenham estado, no Brasil, num estado ainda mais incipiente do que o crédito direto ao consumidor e o financiamento de automóveis.

Esta dissertação foi dividida em cinco seções, além desta introdução. A próxima seção (2) faz uma sucinta revisão da literatura. A seguinte (3) descreve em detalhe a metodologia empregada na especificação do VAR e na construção de respostas contrafactuais. A seção 4 apresenta os principais resultados, e a seção 5 conclui.