

## 5 Conclusão

Ludvigson, Steindel e Lettau (2002) adaptam a metodologia utilizada anteriormente, com outros fins, por Bernanke, Gertler e Watson (1997) e por Leeper, Sims e Zha (1996), para quantificar a importância do canal da riqueza financeira na transmissão da política monetária. A técnica consiste em estimar um pequeno VAR estrutural, e então construir respostas contrafactuais da economia aos choques monetários, “desligando” os mecanismos de transmissão que passam pelo canal riqueza.

Nesta dissertação, empregamos a mesma metodologia para quantificar a importância do canal da renda do trabalho para a transmissão de choques monetários. Mais especificamente, investigamos como os choques monetários dependem do canal da renda para sua transmissão a duas categorias distintas de consumo – o de bens duráveis e o de bens não duráveis.

De fato, diferenças no papel desempenhado pelo canal da renda do trabalho em cada um desses segmentos do consumo são citadas muitas vezes como explicação para a conhecida assimetria entre suas respostas a choques de política monetária. O setor de bens de consumo durável responderia mais diretamente aos juros e às condições de crédito em geral, enquanto o setor de bens de consumo não duráveis teria sua demanda mais atrelada ao desempenho corrente da renda do trabalho, e portanto dependeria crucialmente da sensibilização desta para responder aos choques.

Nosso exercício básico, realizado com dados da economia norte-americana, procurou espelhar-se tão proximamente quanto possível na especificação de um VAR padrão utilizado por Boivin e Giannoni (2002), a não ser pelo fato de que adicionamos outras três variáveis: medidas de consumo de duráveis e de não duráveis e uma medida de massa salarial real. Afora essa modificação, seguimos o

VAR de referência de Boivin e Giannoni no que diz respeito à definição e ao ordenamento das variáveis originalmente incluídas, ao número de defasagens, e ao período amostral. Essa estratégia teve como finalidade preservar ao máximo, no VAR ampliado, os resultados do VAR original a respeito do impacto dos choques monetários sobre o nível de produto e a taxa de inflação. Esses resultados são de fato preservados muito proximamente pelo VAR ampliado, o que poupa as conclusões sobre a importância do canal da renda da suspeição a que estariam naturalmente sujeitas caso estivessem associadas a um VAR com implicações não convencionais a respeito da resposta de variáveis básicas aos choques monetários.

O exercício básico produz resultados que estão em linha com as conjecturas usuais. O canal da renda do trabalho parece ser quase integralmente responsável pela transmissão da política monetária ao consumo de bens não duráveis. Sem esse canal, as respostas dos bens não duráveis aos choques monetários praticamente desapareceriam. Para o setor de bens duráveis, há uma resposta bastante discernível aos choques mesmo na ausência do canal da renda, indicando que esse canal desempenha um papel proporcionalmente menos importante. Contudo, como os duráveis são no geral bastante mais sensíveis aos choques monetários do que os não duráveis, embora para os duráveis a participação do canal da renda, medida proporcionalmente ao impacto total dos choques no setor, possa ser menor, ainda assim ela é maior em termos absolutos do que no caso dos não duráveis.

Uma palavra de cautela é necessária, no entanto, em virtude da aparente falta de robustez dos resultados à escolha do período amostral. As conclusões seriam bastante diferentes caso, ao invés de seguirmos o VAR de referência no que diz respeito ao período amostral (1980 a 1997), estendêssemos a amostra para incluir dados até 2004. Com a amostra estendida, a importância do canal da renda do trabalho parece bem mais limitada, tanto no caso dos duráveis quanto no dos não duráveis. Os exercícios contrafactuais com o canal da renda “desligado” produzem respostas desses setores aos choques que são muito próximas às respostas do VAR estimado.

Esforços adicionais parecem ser necessários, portanto, para determinar se há nas relações conjecturadas entre renda do trabalho, consumo de duráveis e consumo de não duráveis, no contexto do mecanismo de transmissão da política monetária, um “fato estilizado” de generalidade comparável, por exemplo, às defasagens de resposta do produto e da inflação aos choques monetários, ou mesmo às diferenças observadas entre duráveis e não duráveis na sensibilidade a esses choques (diferenças estas que, conforme observamos acima, não precisam estar associadas ao papel da renda do trabalho).

É provável, inclusive, que o papel do canal da renda seja mais importante em determinadas economias do que em outras. A princípio, a renda corrente será tão mais determinante para o desempenho contemporâneo de cada segmento do consumo quanto menor for a capacidade dos consumidores de transferir renda intertemporalmente, poupando para despender no futuro ou tomando recursos emprestados contra sua renda esperada. Em particular, a capacidade de dissociar a trajetória intertemporal do consumo da trajetória da renda pode ser maior no caso dos bens duráveis, cujos mecanismos de financiamento tendem a ser mais eficientes por gozarem de garantias de melhor qualidade. Esses fatores dariam margem a um papel mais preponderante para o canal da renda na transmissão de choques monetários ao segmento dos bens não duráveis, e um papel mais preponderante em economias com mercados de crédito menos desenvolvidos.

Nesse sentido, os Estados Unidos podem perfeitamente não ser a economia mais propícia a um papel preponderante do canal da renda do trabalho. Em particular, a disseminação de mecanismos de crédito rotativo – sobretudo cartões de crédito – e a possibilidade de obtenção de empréstimo mediante hipoteca de imóveis próprios facilitam o uso do crédito para despesas de consumo não durável, podendo contribuir dessa forma para uma menor assimetria entre duráveis e não duráveis no que diz respeito ao papel do canal da renda. No Brasil, por outro lado, seriam maiores as chances de um papel importante para o canal da renda, sobretudo no que diz respeito aos bens não duráveis.