

1 Introdução

O bom funcionamento do sistema de metas de inflação baseado na utilização da taxa de juros básica da economia como instrumento de política monetária depende fundamentalmente da compreensão por parte da autoridade monetária dos mecanismos pelos quais seu instrumento afeta o nível de preços e a economia como um todo. Os juros afetam os preços via demanda agregada pelo seu efeito sobre as decisões de investimento e consumo dos agentes. Entretanto, mesmo que o impacto da atuação do Banco Central sobre a demanda agregada seja observado (indiretamente e defasadamente) pelo comportamento do nível de atividade e da inflação, os caminhos pelos quais a mudança dos juros afeta o ímpeto de consumo e investimento dos indivíduos e das firmas ainda são pontos de discussão na literatura.

No Brasil, a adoção do regime de metas para a inflação se deu no ano de 1999 e desde então muitos estudos foram publicados no país a respeito do sistema, especialmente pelo departamento de pesquisa do Banco Central do Brasil. Mesmo com o sucesso do processo de desinflação da economia brasileira, muito se discute acerca da influência dos juros sobre o ritmo de crescimento da nossa economia. O custo de oportunidade do capital ou a taxa de juros livre de risco é certamente uma variável muito relevante para a decisão de investir das firmas. Entretanto, sabemos muito pouco ou quase nada a respeito de como o impacto dos juros se dá sobre a formação de capital fixo no país.

A cada decisão anunciada pela autoridade monetária no Brasil sobre o nível da taxa Selic, muito se fala sobre os juros como sendo um obstáculo imposto pela autoridade monetária ao crescimento, mas o real impacto desta variável sobre o investimento e conseqüentemente sobre o ritmo de expansão da capacidade produtiva da nossa economia não é conhecido.

Isto posto, neste artigo estamos interessados em tentar estimar o efeito da política monetária sobre o investimento em capital fixo das empresas no Brasil, no intuito de contribuir para uma melhor compreensão dos custos associados à

perseguição da meta de inflação pelo Banco Central. Mais especificamente, a motivação do trabalho é identificar e quantificar o impacto da política monetária sobre a disposição das empresas em investir e expandir sua capacidade de produção no intuito de contribuir para a compreensão dos custos e benefícios associados ao sistema de metas de inflação que adotamos hoje. Além disso, tentaremos identificar heterogeneidades no efeito dos juros sobre os diferentes setores na economia. Analisaremos a influência do BNDES e do crédito externo sobre a capacidade dos juros de influenciar o investimento privado.

Nossa investigação empírica será composta basicamente de duas partes. Primeiramente estimaremos o impacto dos juros sobre o investimento das empresas. Em seguida, após separar as empresas contidas na nossa amostra entre as que possuem e as que não possuem linhas de crédito ativas com o BNDES, tentaremos medir se a presença desta fonte alternativa de crédito inibe o efeito negativo dos juros sobre o investimento destas firmas. Por último, tentaremos identificar outra possível heterogeneidade no impacto dos juros sobre as empresas separando-as também por acesso a crédito externo. Como as condições de crédito no exterior, para as empresas nacionais, não estão sob influência direta dos juros vigentes no país, empresas com acesso a recursos vindos do exterior deveriam estar quase imunes às flutuações da taxa Selic no Brasil por serem capazes de captar dinheiro no exterior a um custo baixo e não correlacionado com os ciclos da política monetária doméstica.

Há muitos bons estudos que tratam dos determinantes do investimento privado no Brasil. Entretanto, não conhecemos nenhum que trate diretamente o tema da influência da política monetária sobre o investimento privado e nem que adote o método de estimação ao nível da firma como fizemos neste trabalho.

A utilização de informação ao nível da firma requer a utilização de econometria para dados em painel, na medida em que temos observações do investimento de cada empresa da amostra ao longo de um intervalo de dez anos. Ou seja, cada observação da nossa amostra corresponde a uma determinada empresa i , em um determinado momento do tempo t . As vantagens da utilização desta abordagem econométrica são basicamente três. Primeiramente, o aumento dos graus de liberdade nos permite incluir maior número de parâmetros no modelo, sem comprometer o número de observações disponíveis para a estimação. Com isso, obtemos aquela que é a maior vantagem desta metodologia: a

possibilidade de incluir mais controles no experimento. Além disso, com um maior número de observações esperamos tirar maior proveito das propriedades assintóticas dos nossos estimadores, mesmo considerando que a inclusão da dimensão de tempo nos impõe custos decorrentes de eventual autocorrelação serial. Finalmente, podemos estimar os parâmetros relevantes com precisão sob um intervalo de tempo curto, amenizando as eventuais distorções causadas pela instabilidade dos parâmetros populacionais ao longo do tempo.

Com mais observações, coeficientes mais precisos, melhor controle do experimento e os resultados consistentes que obtivemos nas diferentes especificações econométricas testadas ao longo da pesquisa, consideramos o resultado obtido uma contribuição importante para a compreensão do efeito da política monetária sobre o investimento no país. Basicamente, as estimações que realizamos demonstram um efeito negativo dos juros sobre a taxa de investimento das firmas brasileiras, estatisticamente significativa. Economicamente, portanto, o resultado aponta para a existência de um custo em termos de crescimento do produto potencial da economia relacionado ao nível dos juros fixados pelo Banco Central. Segundo o resultado obtido, cada 1% a mais na taxa Selic deve representar uma queda do investimento privado como proporção do estoque de capital de 0,16 pontos percentuais aproximadamente. Os exercícios realizados para testar a influência do financiamento subsidiado do BNDES e do crédito estrangeiro sobre o efeito identificado não apresentaram resultados conclusivos.