

A “PRESSÃO” DOS CAPITAIS ESTRANGEIROS (*)

JORGE KINGSTON (**)

Ninguém discute as vantagens dos investimentos estrangeiros, sobretudo para os países subdesenvolvidos. Sem elas, mormente naqueles de forte crescimento demográfico, seria, se não impossível, muito lenta a melhoria de seu padrão econômico.

Mas, o que muito se discute, são as conseqüências das importações de capitais que tais investimentos implicam. O capital emigra com o fito de obter lucros; os empréstimos concedidos vencem juros e devem ser amortizados. As remessas cambiais atinentes exercem uma “pressão” sôbre o balanço de pagamentos, tendendo a desequilibrá-lo.

Não apenas. Quando as importações são de capitais de risco ou acionário, e se o seu volume se torna vultoso, há o temor da interferência estrangeira no setor econômico, onde passam a dominar. Apesar da situação atual não ser a mesma da época colonialista do século passado, êsse temor subsiste.

No presente trabalho, procuramos trazer alguns subsídios, de natureza quantitativa, sôbre a importância da “pressão” que o ingresso de capitais alienígenas exerce sôbre o balanço de pagamento, e seus reflexos sôbre a economia nacional.

1 — *O Capital de Risco*

Consideremos primeiramente a importação de capitais de risco ou acionários.

(*) — Uma versão preliminar dêste trabalho foi apresentado à XXII reunião do Instituto Internacional de Estatística, 30 de maio — 9 de junho, 1960, Tóquio.

(**) — Professor catedrático das Faculdades Nacionais de Filosofia e de Ciências Econômicas; Chefe do Serviço de Estatística e Econometria do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas.

Numa economia em expansão, é de se admitir que haja um fluxo contínuo de novos investimentos, por parte das indústrias que procuram se expandir, ou de novas indústrias, que tentam se estabelecer no país. Suponhamos que os novos investimentos se realizem a uma taxa relativa constante de $r\%$ por ano. Seja G o investimento acumulado em períodos sucessivos, admitindo-se G igual à unidade no período inicial, a taxa de dividendos auferidos sobre o capital, A o montante anual dos mesmos, e $u = 1 + r$.

Podemos organizar o quadro seguinte dos aumentos de G e A nos períodos consecutivos:

Períodos	G	A
0	1	—
1	u	a
2	u^2	$a(1 + u)$
3	u^3	$a(1 + u + u^2)$
.	.	.
.	.	.
k	u^k	$a(1 + u + \dots + u^{k-1})$

Somando a série entre parênteses, temos que o montante dos dividendos no período k será dado por

$$A = a \frac{u^k - 1}{u - 1} = \frac{a}{r} (u^k - 1)$$

Daí podemos calcular a razão $R = \frac{A}{G}$, entre as saídas e entradas de capitais. Se $R > 1$, há um excesso de saídas sobre as entradas, isto é, um efeito desfavorável sobre o balanço de pagamentos, e o inverso, se $R < 1$. Destarte, R mede a "pressão" dos capitais estrangeiros.

No caso vertente,

$$R = \frac{a}{r} \frac{u^k - 1}{u^k} = \frac{a}{r} (1 - u^{-k})$$

De um modo geral, para um lapso de tempo qualquer t , teremos,

$$R = \frac{a}{r} (1 - u^{-k})$$

Se fizermos t tender para o infinito, virá

$$R = \lim_{t \rightarrow \infty} R = \frac{a}{r}$$

Assim, com o correr do tempo, a razão R tende para o limite $\frac{a}{r}$, isto é, para a razão entre a taxa dos dividendos auferidos e a taxa de crescimento das novas inversões.

O balanço de pagamento só se tornará favorável se $r > a$. É fácil de ver que essa condição nem sempre se realizará na prática.

II — *Rentabilidade e importação de capitais estrangeiros*

Uma idéia sobre o valor de a podemos ter, consultando as estatísticas norte-americanas sobre investimentos no estrangeiro (*).

A tabela I em anexo dá uma idéia *aproximada* sobre a rentabilidade das aplicações em diversos tipos de indústria. Frisamos que se trata de valores aproximados, porque teria sido necessário levar em conta, além dos valores considerados no quadro, também os dividendos preferenciais e juros pagos pelas empresas, e o impôsto de renda retido sobre os dividendos pagos (**); não foi possível levantar tais elementos para a América do Sul e Brasil.

Para a América do Sul, a lucratividade dos investimentos diretos de 1957 a 59 foi de 12,2%. A maior contribuição para êsses lucros provém da indústria do petróleo, cuja remuneração oscila entre 11,7 e 25,4%. As indústrias manufatureiras e comércio acusam taxas bem menores, entre 7,6 e 15,1%.

Para o Brasil, a rentabilidade tem sido acentuadamente menor, a média do triênio 1957-59 alcançando apenas 7,3%. Mesmo a indústria manufatureira só atinge a média de 9,5%.

Quanto à entrada de capitais, possuímos dados dos balanços de pagamento, apurados pela Superintendência da Moeda e do Crédito. Mas êsses dados são incompletos, pois não incluem os reinvestimentos feitos pelas firmas com os lucros auferidos, os quais deveriam figurar também no denominador de nossa fórmula.

As entradas de novos capitais de risco, entre 1947 e 1958, acham-se consignados na tabela II (em anexo).

(*) — U.S. Department of Commerce — U.S. Business Investments in Foreign Countries, 1960.

(**) — Ver «Table 47 — Reconciliation of data on direct investment earnings» na publicação citada.

Até 1952, o Brasil seguiu uma política inadequada de manter uma taxa cambial rígida supervalorizada, que induzia antes à exportação de capitais. Todavia, a instituição do mercado livre em 1953, e posteriormente a permissão da entrada de capitais sob a forma de bens de produção, ensejou o aumento dos investimentos, como se observa nos últimos anos.

De qualquer modo, a taxa média de crescimento geométrico dessas entradas de capitais no período de 1947-52 foi de 6,4%, no período 1953-58 de 2,4%.

Por conseguinte, para o nosso país, no primeiro sextênio, verifica-se que provavelmente, $a > r$; a situação invertendo-se no segundo.

Notemos ainda o seguinte: Se o aumento de r alivia o balanço de pagamentos, êle exerce, por outro lado, uma maior "pressão" sobre a economia geral do país, considerada como a predominância das diretivas alienígenas sobre as nacionais.

É interessante observar a evolução de R com o decorrer do tempo. O gráfico em anexo compara duas situações hipotéticas, com $a = 12\%$ e r assumindo os valores 3 e 6%.

Vê-se que no primeiro caso o balanço de pagamento já se torna deficitário a partir do 10º ano; no segundo, mais de dois anos após. Ao fim de 24 anos, R , no primeiro caso, apenas alcança a metade do valor limite R , enquanto que no segundo já atinge 77% desse limite.

III — *O Capital de Empréstimo*

Consideremos agora a importação de capitais de empréstimos. Estes se realizam sob diferentes modalidades, das quais as mais comuns são aquelas em que a amortização é uma fração constante do valor original do débito, e as em que a amortização e os juros são pagos em um certo número de prestações de igual valor, a conhecida "tabela Price". Nos recentes empréstimos concedidos por organizações internacionais, como o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento, ambos os processos têm sido utilizados, com modificações apropriadas a cada caso.

O segundo tipo de empréstimo conduz imediatamente às mesmas fórmulas que encontramos para o capital acionário. Com efeito, a apresenta neste caso a prestação fixa contratual, compreendendo uma parcela crescente de amortização e outra decrescente de juros. Seja $k + 1$ o número de prestações que amortiza o empréstimo, a partir do período 1.

Até o período k , os aumentos de G e A se processam como anteriormente. No período $k + 1$, cessa a amortização do primeiro empréstimo concedido; no período $k + 2$, cessa a do segundo empréstimo; e assim por diante. O quadro anterior completa-se do seguinte modo:

Período	G	A	R
k	u^k	$a(1 + u + \dots + u^k)$	$a(u^k - 1)$
$k + 1$	u^{k+1}	$a(u + u^2 + \dots + u^{k+1})$	$\frac{u^k(u - 1)}{a(u^k - 1)}$
$k + 2$	u^{k+2}	$a(u^2 + u^3 + \dots + u^{k+2})$	$\frac{u^k(u - 1)}{a(u^k - 1)}$
			$u^k(u - 1)$

Segue-se que, para uma época t tal que $t \geq k$, o valor de R mantém-se constante, e igual ao anteriormente encontrado no caso de capital de risco, isto é,

$$R_t = \frac{a(u^k - 1)}{u^k(u - 1)} = \frac{a}{r} (1 - u^{-k})$$

Da Matemática Financeira podemos deduzir a expressão de a em função da taxa de juros i . Ela se obtém igualando o valor do capital mutuado, pôsto a juros compostos à taxa i durante o período de amortização, seja $A(1 + i)^k = A v^k$, com $v = 1 + i$, ao valor final das $k + 1$ prestações pagas, capitalizadas da mesma

forma, seja $a \frac{v^k - 1}{v - 1}$.

Dáí se conclui, com $A = 1$, que

$$a = \frac{v^k(v - 1)}{v^k - 1}$$

Substituindo na formula, vem

$$R = \frac{i}{r} \frac{1 - u^k}{1 - v^k}$$

Verifica-se que

$$\lim_{k \rightarrow \infty} R = \frac{i}{r},$$

$$\lim_{k \rightarrow 0} R = 1,$$

donde se conclui que

$$\text{para } r \geq i, \quad \frac{i}{r} \leq R \leq 1$$

$$\text{para } r \leq i, \quad 1 \leq R \leq \frac{r}{i}$$

No caso de outro tipo de empréstimo a que aludimos, com amortização constante e proporcional ao capital mutuado, mostra DOMAR (*) que, também a partir da época $t \geq k$, R tem um valor constante, dado pela fórmula:

$$R = \frac{i}{r} + \frac{r-i}{k r^2} [1 - (1+r)^k]$$

Ademais, os limites são os mesmos já encontrados para os empréstimos com quota de amortização constante.

IV — Comparação entre os Capitais de Risco e de Empréstimo

A fim de comparar as eventuais vantagens de um e outro tipo de capitais, de risco e de empréstimo, lembremos que a expressão de R , no caso de empréstimos amortizados pela tabela Price, tem a mesma estrutura que o R dos capitais de risco, isto é,

$$R = \frac{a'}{r} (1 - u^k)$$

na qual se faz a' , em vez de representar a taxa de dividendos sobre as ações, ter por significado

(*) — DOMAR, E. D. — The Effect of Foreign Investments on the Balance of Payments, American Economic Review, Dez. 1950, pág. 816.

$$a' = \frac{i}{1 - v^k}$$

Para a taxa de juros de 4% e prazos de amortização de 10 a 20 anos, a' varia entre 0,123 e 0,074; para a taxa de 8%, entre 0,149 e 0,102.

Há, contudo, uma diferença essencial entre a fórmula ora encontrada e a dos capitais de risco; para aquêles, k é constante e corresponde ao período de amortização do empréstimo, para êstes, t é variável e cresce indefinidamente.

Assim, se a taxa a' dos capitais de empréstimos fôr igual à taxa a de lucratividade dos capitais de risco, ambas as operações têm o mesmo efeito sobre balanço de pagamento até o período k ; daí por diante, a situação torna-se cada vez mais desfavorável aos capitais de risco.

Era essa, aliás, uma conclusão de se esperar. Ao atingir o período k , o capital dos empréstimos feitos na época inicial foi totalmente reembolsado, mas o capital de risco continua operando no país.

Mas êste é apenas um dos aspectos da questão, e há outros a considerar. Em primeiro lugar, não está em nosso arbítrio a escolha entre um e outro tipo de investimento. É sabido que no após-guerra os capitais privados, oriundos sobretudo da Norte América, têm denotado marcante preferência pelas inversões diretas, e só os grandes organismos financeiros internacionais aplicam capitais sob a forma de mútuo.

Depois, os investimentos diretos são acompanhados da transplantação da organização técnica e administrativa das firmas matrizes, tornando-se naturalmente mais eficientes. Além disso, como seu próprio nome indica, êles estão sujeitos aos imprevistos e à perda dos empreendimentos, e, de qualquer modo, vinculam-se aos ciclos de prosperidade e depressão, que possam abalar a economia do país.

Finalmente, cumpre acentuar que a maior parte dos lucros oriundos dos capitais de risco são freqüentemente reinvertidos no país, o que não acontece com os capitais de empréstimos.

A tabela I mostra que as reinversões (lucros não distribuídos) na América Latina foram em média 47,6%. Nalguns casos,

nas indústrias manufatureiras, alcançaram 69,2%, no comércio 75%.

Dêste modo, embora a lucratividade do capital de risco possa ser grande, isto é, $a > a'$, o fato de uma grande proporção dos lucros serem reinvestidos no país, alivia sobremaneira o balanço de pagamentos.

Tais capitais contribuem por si sós para sustentar a taxa de investimento r , que figura no denominador da fórmula, enquanto que, para os capitais de empréstimos, há sempre necessidade de novas operações que venham alimentar r .

S U M M A R Y

This article deals with the question of "pressure" of foreign capital on the balance of payments, from a quantitative point of view.

The author analyses and compares the effects of foreign risk capital and loans.

It is concluded that, during an initial period, both operations have the same effect on the balance of payments, but that after some time the situation becomes increasingly unfavourable as far as risk capital is concerned.

The author concludes also that the choice depends chiefly upon the market of the borrowing country. Furthermore direct investment may bring along know how and is moreover, subject to the risk of failure and to the movements of business cycles.

Finally, it happens frequently that most of the profits of direct investments are reinvested in the country which does not happen with loans.

T A B E L A I

Rendimento dos investimentos privados de capitais norte-americano
(US\$ 1 milhão)

Descrição	América do Sul			Brasil		
	1959	1958	1957	1959	1958	1957
Tôdas as Indústrias						
Rendimentos líquidos	631	606	896	59	46	75
Rendimentos disponíveis	509	530	746	25	27	42
Lucros não distribuídos	122	76	150	34	19	33
% Lucros não distribuídos	19,3	12,5	16,7	57,6	41,3	44,0
Valor dos investimentos	5702	5396	5200	839	795	835
% Lucros	11,1	11,2	17,2	7,0	5,8	9,0
Petróleo						
Rendimentos líquidos	315	391	633	3	6	8
Rendimentos disponíveis	296	382	581	2	5	7
Lucros não distribuídos	19	9	52	1	1	1
% Lucros não distribuídos	6,0	2,3	8,2	33,3	16,7	12,5
Valor dos investimentos	2696	2588	2488	x	x	x
% Lucros	11,7	15,1	25,4			
Indústrias Manufatureiras						
Rendimentos líquidos	76	64	85	39	33	43
Rendimentos disponíveis	26	24	37	12	13	20
Lucros não distribuídos	50	40	48	27	20	23
% Lucros não distribuídos	65,8	62,5	56,5	69,2	60,6	53,5
Valor dos investimentos	907	846	809	438	398	378
% Lucros	8,4	7,6	10,5	8,9	8,3	11,4
Comércio						
Rendimentos líquidos	57	26	42	8		8
Rendimentos disponíveis	24	15	12	2	x	3
Lucros não distribuídos	33	11	30	6	-3	5
% Lucros não distribuídos	57,9	42,3	71,4	75,0		62,5
Valor dos investimentos	378	331	350	101	91	116
% Lucros	15,1	7,9	12,0	7,9		6,9

(X) Incluído no total

FONTE: U.S. Department of Commerce — U.S. Direct Investments in Foreign Countries, 1960. O equivalente das diversas ementas é o seguinte: Rendimentos Líquidos = U.S. share in net earnings; rendimentos disponíveis = net receipt of income (Tabelas 42 — 43); lucros não distribuídos = U.S. share in undistributed profits (Tabelas 45 — 66); valor dos investimentos = Direct investments (Tabelas 3 — 4).

T A B E L A II

INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS NO BRASIL E
SUAS RENDAS

Capitais de risco
(US\$ 1 milhão)

Anos	Ingressos	Lucros e Dividendos	Saldo
1947	55	— 42	13
1948	67	— 80	— 13
1949	45	— 80	— 35
1950	39	— 83	— 41
1951	71	— 137	— 66
1952	94	— 100	— 6
1947/1952	371	— 522	— 151
1953	60	— 132	— 72
1954	51	— 93	— 42
1955	79	— 80	— 1
1956	139	— 74	65
1957	178	— 61	117
1958 (x)	150	— 71	79
1953/1958 (x)	657	— 511	146

(x) — Estimativa

FONTE : Conuntura Econômica, junho de 1959, pág. 63.

COMPARAÇÃO DOS FATORES DE "R"

