

A DECISÃO DE INVESTIR, OS LUCROS E OS JUROS

Luiz Carlos Bresser-Pereira

EAESP/FGV, Ec-Macro-L-066 (E-516),
novembro de 1970.

A acumulação de capital e a obtenção de lucro são os dois fatores econômicos centrais no processo de desenvolvimento capitalista, da mesma forma que o consumo do excedente pelas elites dominantes era o fenômeno econômico dinamizador das sociedades pré-capitalistas, e o desenvolvimento tecnológico tende a ser variável estratégica das sociedades tecnoburocráticas que vão surgindo no horizonte histórico. O capitalismo é um sistema econômico que se define em termos da acumulação de capital. Capitalismo é o sistema econômico baseado na propriedade privada dos meios de produção e no controle da economia pelos mecanismos de mercado em que uma classe dominante – a classe capitalista – acumula capital com o objetivo deliberado de lucro. Acumulação de capital e lucro organizam-se em um processo circular de auto-reformo, no qual se acumula capital para aumentar o volume de lucros e se reinvestem os lucros para aumentar a acumulação.

A acumulação de capital é o elemento essencial do processo de desenvolvimento econômico. Toda a dinâmica do sistema capitalista está na dependência do volume e direção dos investimentos realizados cada ano. Em última análise, desenvolvimento econômico e aumento da produtividade são fenômenos extremamente semelhantes. Por sua vez, o aumento da produtividade, ou seja, o aumento da produção por homem empregado, depende fundamentalmente da acumulação de capital. O único fator de produção é o trabalho vivo que se realiza sobre os recursos naturais. Mas não há qualquer dúvida de que o trabalho acumulado na forma de capital e a incorporação sistemática de progresso técnico a esse capital potencializam a produtividade do trabalho. Isto torna-se mais claro se lembrarmos que os bens de capital não são outra coisa senão trabalho morto, trabalho cujo produto deixou de ser consumido para ser acumulado. Nestes termos, dada uma determinada quantidade de trabalho vivo disponível, a forma por excelência de aumentar sua produtividade é combiná-lo com uma quantidade crescente de bens de capital. É certo que o desenvolvimento tecnológico e a capacidade administrativa e empresarial são essenciais para o crescimento da produção por trabalhador. Entretanto, se, por sua vez, consideramos o desenvolvimento tecnológico como dependente da acumulação de capital, na medida em que quase todo progresso técnico vem incorporado em novas

máquinas e edifícios, e que as próprias descobertas científicas estão na dependência e grandes investimentos em capital fixo, neste caso acumulação de capital volta a ter sua posição central e única dentro do processo de desenvolvimento.

Todos os economistas clássicos e Marx deixaram muito claro esse papel fundamental da acumulação de capital no processo dinâmico de desenvolvimento. Por outro lado, na análise econômica de curto prazo, o investimento também desempenha um papel crucial, conforme demonstrou Keynes. As crises conjunturais e as fases de prosperidade de cada economia ocorrem principalmente em função do volume de investimentos realizados.¹

A acumulação de capital tem, portanto, um papel central na análise econômica, seja de curto ou de longo prazo. Isto não significa, porém, que a teoria sobre acumulação de capital seja de qualquer forma pacífica. Muito pelo contrário, neste campo as indagações são muito mais frequentes do que as respostas. Pergunta-se sobre os fatores determinantes do investimento (a função investimento), sobre a real importância da acumulação no desenvolvimento e no aumento da produtividade, sobre as conseqüências do investimento sobre o emprego em função da tecnologia mais ou menos capital-intensiva utilizada. Torna-se importante discutir os fatores que determinam o volume do investimento e as conseqüências do investimento realizado, seja em termos de aumento de oferta, seja em termos de geração de demanda. Neste artigo, nos limitaremos ao primeiro dos problemas, ou seja, a uma discussão da função investimento.

Nosso objetivo é tentar restabelecer, na análise da função investimento o papel da taxa de lucros, dentro da tradição econômica clássica que os neoclássicos abandonaram e os Keynesianos não conseguiram recuperar. Usando uma categoria que foi trazida para a teoria econômica por Keynes, a eficiência marginal do capital, ou seja, a taxa de lucro prevista para os novos investimentos, faremos uma proposta de distinguir, nessa área, uma eficiência marginal do capital a níveis constantes de otimismo, que seria variável dependente do volume de investimentos, da eficiência marginal do capital a níveis variáveis de otimismo, que seria variável independente determinante do volume de investimento.

Com esta distinção tentaremos reduzir, embora sem ignorar, a importância da taxa de juros na determinação do investimento e dar a devida importância à taxa de lucro. Todas as pesquisas confirmam este fato, inclusive a pesquisa que realizamos, mas pareceu-nos necessária uma discussão teórica sobre o assunto, na qual fosse, inclusive, possível deduzir formalmente uma função investimento

¹ Embora se possa estabelecer uma distinção entre acumulação de capital e investimento, limitando-se este ao aumento do capital fixo mais variações nos estoques (conceito keynesiano), enquanto que a acumulação de capital incluiria toda acumulação de capital constante mais a acumulação de capital variável (conceito marxista), estamos considerando os dois termos como sinônimos.

em que o volume de investimento dependa positivamente da taxa de lucros prevista. Em seguida, apresentaremos e analisaremos neste artigo os principais resultados a que chegamos com nossa pesquisa, os quais confirmam a importância muito maior da taxa e do volume de lucros, na decisão de investir, em relação à taxa de juros.

A Teoria Econômica

Os economistas clássicos consideravam o volume de investimentos dependente fundamentalmente da taxa de lucros. Dado o limite para a acumulação de capital estabelecido pelo total da poupança, os investimentos variariam em função da maior ou menor taxa de lucros. No modelo de Ricardo, por exemplo, os empresários investiam em função da taxa de lucros. A economia entraria em estagnação quando os capitalistas deixassem de investir, dada a tendência secular à redução da taxa de lucros prevista por Ricardo, com base na lei dos rendimentos decrescentes.

Para Marx também a taxa de lucro era a variável estratégica para a determinação dos investimentos, e também a economia entraria em estagnação em virtude da tendência declinante da taxa de lucro. Marx, entretanto, dava primazia ao volume absoluto do lucro ou da mais-valia, em relação à taxa de lucros. Era o volume de lucros o principal determinante do excedente investível, e Marx salientava, com muito vigor, que, uma vez obtida a mais-valia, esta devia se transformar em sua quase totalidade em acumulação de capital, como uma condição de sobrevivência do capitalismo e do capitalista. O capitalista não é apenas aquele que acumula capital usando o lucro, mas também o que lucra para acumular capital. Sua poupança e sua acumulação não são um sacrifício, nem uma perspectiva de lucros maiores no futuro, mas um prazer em si mesmo. O consumo do capitalista e a acumulação de capital têm uma mesma origem – o excedente –, são ambos necessários para o sistema, e constituem ambos um prazer ou uma razão de ser do capitalista. Ainda que seja uma necessidade intrínseca do sistema, porém, a acumulação de capital poderá variar em função, basicamente, da taxa de lucros.

A tradição clássica de dar primazia à taxa de lucros foi abandonada pelos neoclássicos, que colocaram a taxa de juros no centro de seu sistema. Na medida em que, em competição perfeita, a taxa de lucros tendia a identificar-se com o “lucro normal”, o qual acompanhava a taxa de juros, esta transformou-se no centro do sistema macroeconômico neoclássico.

Afirmavam que a taxa de juros era determinada pela oferta de poupança e a demanda de investimentos. Quanto menor a taxa de juros, maior a poupança e menor os investimentos. Estes diminuiriam (ou aumentariam) conforme aumentasse (ou diminuísse) a taxa de juros, dada a alternativa de emprestar ao invés de investir, quando a taxa de juros estivesse alta. Dentro dessa sistemática, a taxa de juros funciona como preço do capital. É determinada pela lei da oferta e da procura, ou seja, pelos mecanismos automáticos de mercado, e tem como

função manter o sistema econômico permanente e necessariamente em equilíbrio. Se, por qualquer motivo, reduz-se a procura de investimentos através de um deslocamento da curva de procura para a esquerda (por exemplo, porque os capitalistas se sentiam inseguros em relação ao futuro), a taxa de juros reduzir-se-ia imediatamente e o volume procurado restabelecer-se-ia através de um movimento ao longo da curva de procura. Dentro do modelo neoclássico, portanto, a taxa de juros tem um papel ideológico fundamental, na medida em que satisfaz seu objetivo básico, o de desenvolver um modelo do sistema capitalista que se mantenha em equilíbrio automaticamente, sem necessidade de intervenção do Estado. Da mesma forma que os preços propriamente ditos mantêm o equilíbrio do mercado, de mercadorias e serviços, e a taxa de salários mantêm o equilíbrio do mercado de trabalho, a taxa de juros para os neoclássicos mantêm o equilíbrio entre a poupança e o investimento, enquanto que para Keynes, da oferta e demanda por moeda ou liquidez. Não ocorre, portanto, no mercado de bens e sim no mercado financeiro.

Schumpeter (1911) não acompanhou os neoclássicos. Para ele, a taxa de lucro prevista é fundamental porque será ela que levará o empresário a investir e inovar. Não é o volume de lucro realizado anteriormente mas a disponibilidade de crédito que determinará o quanto será investido. Keynes também restabeleceu o papel central da taxa de lucros na função investimento através do conceito de eficiência marginal do capital, ou seja, de taxa de lucro prevista pelos investidores. Entretanto, fiel às suas origens neoclássicas, manteve a importância da taxa de juros ao afirmar que “a taxa corrente efetiva de investimentos será levada até o ponto em que não houver mais nenhum tipo de bem de capital cuja eficiência marginal exceda a taxa corrente de juros” (1936, p.136).

Portanto Schumpeter e Keynes deram à taxa de lucro prevista um papel central no desenvolvimento econômico e na criação de emprego. Mas a lição não parece ter feito muitos seguidores. Tomemos, por exemplo, o texto básico da teoria econômica oficial – o livro de Samuelson, *Introdução à Análise Econômica*. Para os objetivos de nossa análise, textos como essa são preciosos, porque resumem o pensamento da teoria econômica ortodoxa.² Afirma Samuelson: “a taxa de juros é o mecanismo que a sociedade usa para destacar os investimentos que são mais urgentes e econômicos. Quando a taxa de juros é alta, apenas os projetos com produtividades líquidas podem se justificar” (1964, p.592). Samuelson repete, portanto, a lição de Keynes, que já fora sugerida por Marshall, e definida com precisão por Irving Fischer³, mas volta a dar primazia à taxa de juros. A “produtividade líquida” e a eficiência marginal do capital são conceitos

² Para efeito deste artigo, quando usarmos a expressão “economia ortodoxa” estaremos englobando economistas neoclássicos e neoclássicos-keynesianos. Keynes representou uma ruptura clara, ainda que parcial, com a economia neoclássica. Os economistas Keynesianos não devem, portanto, ser chamados de ortodoxos. Entretanto, a maioria dos economistas, que se pretendem keynesianos por trabalharem com variáveis macroeconômicas, são, na verdade, economistas neoclássicos, ou mais precisamente neoclássicos-keynesianos, que procuram cooptar Keynes à teoria do equilíbrio geral.

³ Ver a respeito a análise feita pelo próprio Keynes (1936, p.139-141).

correspondentes. Mas no texto de Samuelson a produtividade líquida já aparece em segundo plano, como uma variável dada. A taxa de juros é a variável que efetivamente importa.

O mesmo acontece em um outro livro-texto ortodoxo, este especificamente de macroeconomia: *Macroeconomics*, de McDougall e Dernburg. Em primeiro lugar, os dois autores apresentam a função investimento, típica dos neoclássicos: $I = I(j)$, em que I é o investimento, e j a taxa de juros. Em seguida, afirmam que este fato não tem sido verificado através de pesquisas empíricas. Informam ainda que “estudos empíricos demonstraram que o nível dos investimentos é altamente correlacionado com o nível de lucros” (1963, p.97 e 99). Isto não impede, porém, que, em toda a análise subsequente, especialmente na apresentação do “modelo Keynesiano completo” através das curvas IS e LM, McDougall e Dernburg, provavelmente em nome da ideologia liberal, da ortodoxia da elegância da teoria econômica, esqueçam totalmente os estudos empíricos e façam o nível de investimentos depender exclusivamente da taxa de juros (p. 117 à 123).⁴

Toda essa análise, naturalmente, está considerando um determinado nível de renda e de poupança. Esta poupança seria o limite para a realização de investimentos. Para os neoclássicos, este fato não constituía problema, na medida em que era a própria taxa de juros que determinava o volume e poupança, dado um determinado nível de renda. É preciso ter presente, porém, que, dentro da tradição Keynesiana, a qual, no caso, adotamos, a rigor não é a poupança que limita os investimentos, mas, dentro de uma faixa, são os investimentos realizados que determinam o volume de poupança. Isto é especialmente verdade quando a economia trabalha em regime de capacidade ociosa e desemprego, mas pode ter validade geral na medida em que é muito difícil definir os raros momentos em que a economia trabalha absolutamente em regime de pleno emprego e plena capacidade. Nestes termos, a determinação da variável estratégica a determinar o volume de investimentos torna-se de extraordinária importância.

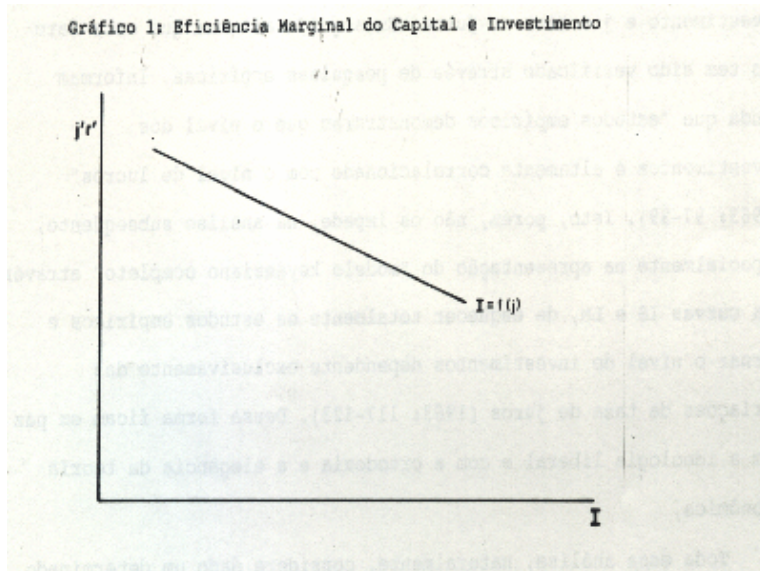
Eficiência Marginal do Capital e a Taxa de Juros

A teoria ortodoxa sobre a função investimento afirma que a acumulação de capital depende da taxa de lucro prevista (ou eficiência marginal do capital) e da taxa de juros, dado o nível da renda. Imagina-se que a curva de eficiência marginal do capital, em um gráfico em que essa taxa esteja na ordenada e o

⁴ Este tipo de análise não tem nada de surpreendente se lembrarmos que o uso das curvas IS e LM, introduzidas por Hicks (1937), representa o início e o passo decisivo do processo de cooptação da teoria keynesiana pelos economistas neoclássicos. O fato de o livro de McDougall e Dernburg, como o de Samuelson e o de Ackley (que citaremos adiante), serem livros-texto não deve ser usado para se afirmar que estas são simplificações. Na verdade, bons livros-texto como os citados reproduzem e sintetizam o pensamento de uma determinada corrente, no caso a ortodoxa.

volume de investimentos na abscissa, seja decrescente da esquerda para a direita. À medida que aumentam os investimentos, cai a eficiência marginal do capital, conforme vemos pelo Gráfico 1, em que r é a eficiência marginal do capital e I o volume de investimentos.

Gráfico I



A curva de eficiência marginal do capital decresce à medida que aumentam os investimentos. Uma série de razões é apresentada para esse declínio. Keynes, por exemplo, cita suas causas. Afirma, algo vagamente, que “se houver um aumento de investimento de qualquer tipo de capital durante certo período de tempo, a eficiência marginal desse capital decrescerá à medida que o investimento aumente, em parte porque as perspectivas de lucro cairão à medida que a oferta de capital é aumentada, e em parte porque, em regra geral, uma pressão sobre as fábricas destinadas à produção desse tipo de capital farão seu preço de oferta crescer” (1936, p.136). Ackley faz uma distinção entre as perspectivas de lucro da economia como um todo e das empresas individuais. Para estas, a eficiência marginal do capital tenderia a cair quando a firma usa mais capital, dada a pressuposição usual de que a curva de custo de longo prazo da empresa (com todos os fatores de produção comprados considerados variáveis) tem forma de U. Por outro lado, do lado da demanda, “uma produção maior da empresa, ao menos em condições de competição imperfeita, exigirá um preço de venda menor e, portanto, a expectativa de retornos mais baixa”. Considerando a economia como um todo, o motivo principal da tendência de queda da eficiência marginal do capital seria relacionada com o fato de que “mais capital pode ser usado pela economia como um todo apenas através do uso de métodos de produção mais ‘abrangentes’, mais capital-intensivos, mais ‘indiretos’” (1961, p.465-467).

Há, portanto, uma relação inversa entre o volume dos investimentos e a eficiência marginal do capital. Podemos inclusive imaginar que as empresas e os empresários dispõem sempre de um ‘estoque’ de produtos de investimentos, com taxas diferentes e declinantes de lucro. Quanto maiores fossem os investimentos efetivamente realizados, mais seria preciso descer na escala da rentabilidade prevista dos projetos.

Por outro lado, e ainda de acordo com a teoria ortodoxa, as empresas investiriam até o ponto em que a eficiência marginal do capital igualasse a taxa de juros do mercado – taxa esta que é determinada por outros fatores que não cabe aqui discutir. A afirmação é lógica. Será interessante para a empresa investir enquanto ela puder esperar de seus investimentos um retorno superior ou pelo menos igual ao da taxa de juros do mercado. Nestes termos, quanto menor a taxa de juros, maior os investimentos, já que diversos projetos, que não se justificavam a uma taxa de juros maior, agora se justificariam.

Existiria, portanto, também uma relação inversa entre a taxa de juros e os investimentos, e a inclinação da curva de procura de investimentos, à medida que caísse a taxa de juros, seria dada pela inclinação da curva de eficiência marginal do capital. Podemos, portanto, acrescentar, no Gráfico I, na ordenada, a taxa de juros, *j*.

Nesse gráfico, porém, há um aspecto que geralmente é ignorado e que torna o gráfico *sui generis*. Duas variáveis aparecem na ordenada, a taxa de juros e a eficiência marginal de capital. A primeira, porém, funciona como variável independente, determinando o volume de investimento, enquanto que a eficiência marginal de capital funciona como variável dependente, determinada pelo volume de investimento. Em outras palavras, é a variação dos investimentos que leva à variação da eficiência marginal do capital, enquanto que é a variação da taxa de juros que leva à variação do volume de investimentos. Nesse modelo, portanto, a taxa de lucro prevista não exerce um papel positivo determinante no nível de investimentos. Daí é compreensível que os economistas ortodoxos, depois de discutir rapidamente o papel da eficiência marginal do capital, a esqueçam, e passem a usar apenas a taxa de juros como fator determinante dos investimentos. A taxa de lucro era o fator determinante dos investimentos para os economistas clássicos, mas perde importância para os economistas ortodoxos modernos. A taxa de juros transforma-se no grande determinante dos investimentos, enquanto que a taxa de lucro prevista ou eficiência marginal do capital é colocada como mera função do volume de investimentos: quanto maior o investimento, menor essa taxa. Nos termos de Ackley, “a curva de procura de capital mostra que o volume procurado é uma função inversa da taxa de juros, uma função que reflete a produtividade marginal do capital declinante” (1961, p.461).⁵

⁵ Ackley prefere usar a expressão neoclássica “produtividade marginal do capital”, ao invés da expressão Keynesiana “eficiência marginal do capital”.

O papel da eficiência marginal do capital, portanto, para a teoria ortodoxa, neoclássica e Keynesiana, é apenas o de determinar a inclinação da curva pela qual “caminha” a taxa de juros. A função investimento se define como uma função inversa da taxa de juros:

$$I = f(j)$$

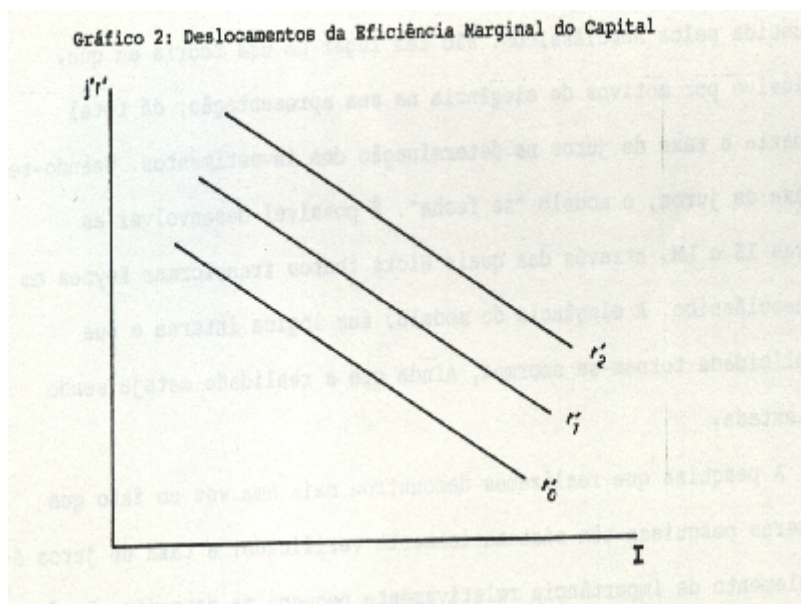
Duas Eficiências Marginais

A hipótese óbvia de que haveria uma relação direta entre a eficiência marginal do capital (como variável independente) e o volume de investimentos, que estava clara em toda a teoria clássica, é esquecida. Não tem lugar em uma teoria em que, inclusive por motivos de elegância na sua apresentação, dá total primazia à taxa de juros na determinação dos investimentos. Usando-se a taxa de juros, o modelo “se fecha”. É possível desenvolver as curvas IS e LM, através das quais Hicks tentou transformar Keynes em um neoclássico. A elegância do modelo, sua lógica interna e sua simplicidade tornam-se enormes, ainda que a realidade esteja sendo violentada.

A pesquisa que realizamos demonstrou mais uma vez um fato que inúmeras pesquisas têm sistematicamente verificado: a taxa de juros é um elemento de importância relativamente pequena na determinação do volume de investimentos. Conforme informam McDougall e Dernburg, “investigações estatísticas, ainda que inconclusivas, parecem corroborar o ponto de vista de que a taxa de juros é um determinante sem importância do nível dos investimentos” (1963, p.97). Em outras palavras, a curva de procura de investimento em relação à taxa de juros seria altamente inelástica.

Nosso objetivo, com este artigo, é tentar lançar alguma luz sobre o problema, através da proposta e explicitação de uma distinção teórica, a qual, embora esteja implícita em parte na obra de Keynes, tem sido sistematicamente esquecida por seus divulgadores. Referimo-nos à distinção entre a eficiência marginal do capital, dado um determinado nível de otimismo dos empresários, r , e a eficiência marginal do capital com diferentes níveis de otimismo, quanto às suas perspectivas de lucro, r' .

Gráfico II



Quando a teoria econômica ortodoxa afirma simplesmente que o volume dos investimentos é função da taxa de juros, dada uma escala de eficiência marginal do capital, ela está pensando em uma constância do nível de otimismo dos empresários em relação às suas perspectivas de lucro. Vamos aceitar a hipótese de que a eficiência marginal do capital, dado um nível de otimismo, depende do volume dos investimentos e que estes, por sua vez, dependem da taxa de juros. A debilidade desta última dependência, porém, será expressa pela grande inelasticidade da curva de procura de investimentos, em função da taxa de juros. Essa inelasticidade é sugerida no Gráfico II pela grande inclinação das curvas de procura de investimentos.

Determinação Gráfica da Nova Função

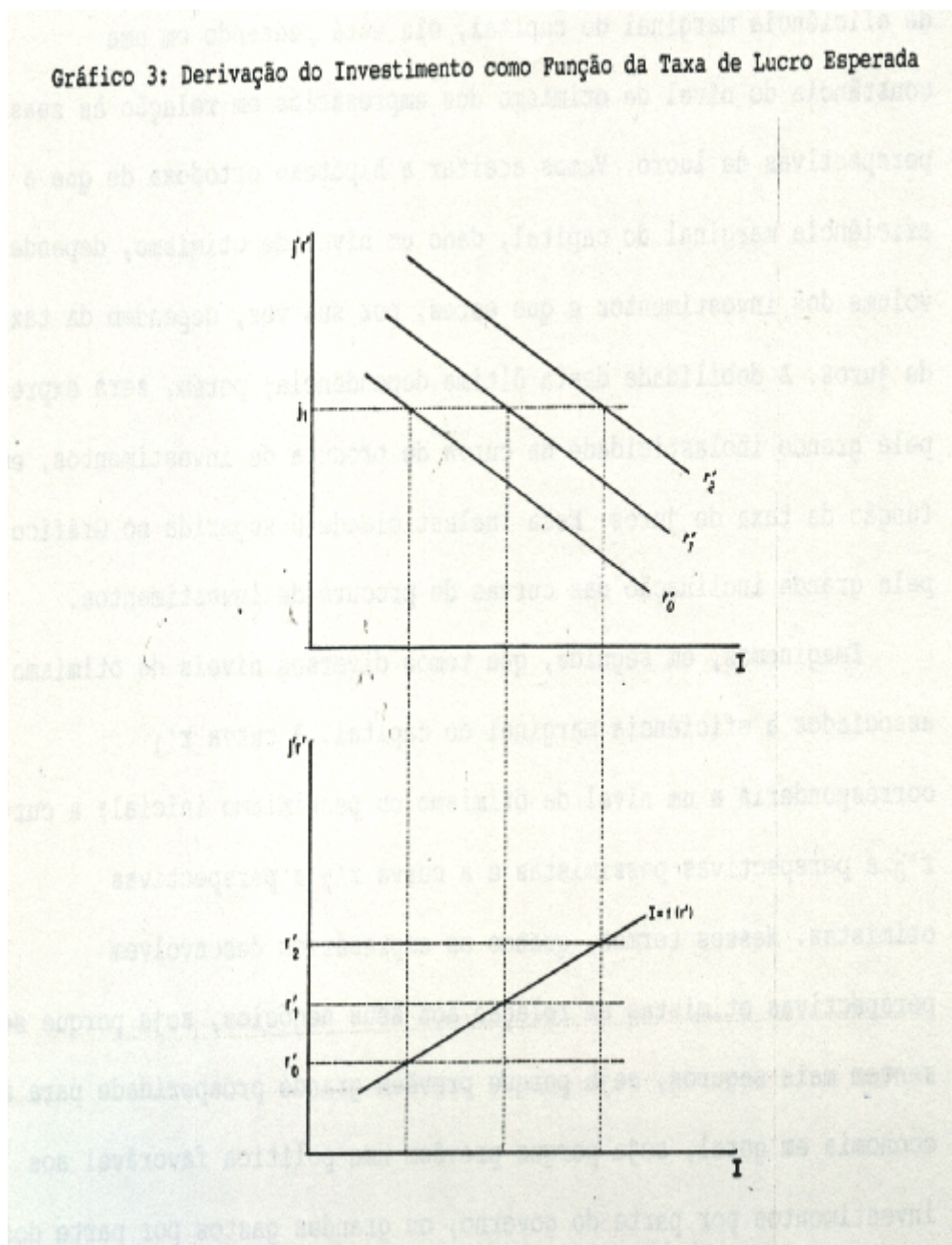
Imaginemos, em seguida, que temos diversos níveis de otimismo associados à eficiência marginal do capital. A curva r'_1 corresponderia a um nível de otimismo ou pessimismo inicial; a curva r'_0 a perspectivas pessimistas e a curva r'_2 a perspectivas otimistas. Nesses termos, quando os empresários desenvolvessem perspectivas otimistas em relação aos seus negócios seja porque se sentissem mais seguros, seja porque previssem grande prosperidade para a economia em geral, seja porque previssem uma política favorável aos investimentos por parte do governo, ou grandes gastos por parte dos consumidores, ou por qualquer outra razão, a curva de procura de investimentos obviamente se deslocaria para a direita. Se, pelo contrário, e por motivos inversos, as perspectivas se tornassem mais pessimistas, a curva se deslocaria para a esquerda.

Fixemos, agora, a taxa de juros em um determinado nível, j_1 . Podemos, então, deduzir graficamente uma nova função investimento, relacionando positivamente o volume de investimentos, dado um nível de renda, com a eficiência marginal do capital, r' , a diferentes níveis de otimismo.

Voltamos, assim, à concepção clássica de que os investimentos são fundamentalmente dependentes da taxa de lucros. A hipótese da fixação da taxa de juros é meramente uma condição *res sic standibus*, útil para o caso do Gráfico III, para que realizemos a dedução gráfica da nova função investimento. Este é um estratagema normalmente utilizado em teoria econômica. Seu abandono, porém, não prejudica o modelo sugerido, na medida em que nos lembramos da alta inelasticidade do volume de investimento em relação à taxa de juros. Se considerássemos a curva de procura de investimento perfeita inelástica, a hipótese de uma taxa de juros fixa poderia ser completamente abandonada. Dentro da hipótese mais realista de que também a taxa de juros varia, e que há certa elasticidade em relação ao investimento, continua válida a relação positiva entre a eficiência marginal a níveis diferentes de otimismo e o volume de investimentos. Apenas esta não se torna uma relação tão simples, dada a introdução da variável juros. No Gráfico III a eficiência marginal do capital, r' , é agora a variável independente, e temos a função direta:

$$I = f(r')$$

Gráfico III



Política Econômica

A função inversa normalmente utilizada pela teoria ortodoxa, $I = f(j)$, pode continuar a ser adotada, mas quando se tratar de analisar a economia ou de propor política econômica, deveremos ter em mente que o volume de investimentos é provavelmente muito mais sensível às variações da eficiência marginal do capital do que às variações da taxa de juros. Este fato tem sido

demonstrado por pesquisas empíricas de maneira insistente. Já é tempo e a teoria reconhecê-lo definitivamente.

Caberia ainda perguntar, de um ponto de vista de política econômica, se a eficiência marginal do capital é tão manipulável quando a taxa de juros. Uma das atrações que a taxa de juros exerce sobre os economistas, além do fato de que ela permite modelos elegantes e fechados, reside no fato de que ela é manipulável através de política monetária. Keynes, todavia, demonstrou claramente, através de sua teoria da armadilha da liquidez, que essas manipulações são muito limitadas. Por outro lado, a manipulação da taxa de lucros prevista vai se tornando cada vez mais factível, através do aumento da ação do Estado sobre a economia. Através dos mecanismos mais ortodoxos da política monetária e fiscal, e dos mecanismos menos ortodoxos da política salarial, da política cambial, da política fiscal ampliada, que inclui subsídios os mais variados, o governo tem condições crescentes de influenciar direta ou indiretamente as perspectivas de lucro dos empresários. Por outro lado, as variações no nível de segurança política para os investimentos, tão comuns no mundo moderno, devem fazer variar grandemente o nível de otimismo dos empresários em relação a suas perspectivas de lucro. Tudo indica, portanto, que não só os investimentos são mais sensíveis diretamente às variações da taxa de lucro prevista na economia, do que inversamente às variações da taxa de juros, mas também que a manipulação da taxa de lucros é afinal pelo menos tão possível quanto a da taxa de juros, sem enfrentar o grande problema da armadilha da liquidez, ou seja, de não se poder reduzir ainda mais a taxa de juros quando ela já está muito baixa – momento que corresponde geralmente a uma situação de depressão ou recessão da economia.⁶

A Pesquisa

Nesta pesquisa procuramos apresentar uma pequena contribuição para o assunto, baseados no levantamento de dados empíricos. Não pretendemos “resolver” o problema. Ao contrário do que acontece nas ciências físicas, nas ciências sociais as pesquisas científicas não devem pretender resolver os problemas, provar ou negar hipóteses. O número de variáveis que interferem em cada questão é, em geral, tão grande e a importância dos condicionantes históricos é tão decisiva que os objetivos precisam ser mais modestos. Quando uma pesquisa nesta área contribui para o esclarecimento de uma questão, já realiza muito.

Esta pesquisa, cujo projeto recebeu o título de “As grandes empresas e a economia paulista”, trata efetivamente de um problema principal – a decisão de

⁶ Na verdade, o processo de planejamento indicativo realizado pelo estado, nas formações capitalistas de estado ou capitalistas tecnoburocráticas desenvolvidas e subdesenvolvidas, baseados no estabelecimento de estímulos ou subsídios a determinados setores, não é outra coisa senão o rompimento deliberado da equalização da taxa de lucros e o estabelecimento de lucros mais elevados para os setores considerados prioritários, para os quais se pretende orientar a acumulação.

investir – que examinaremos neste artigo, e de uma série de outros problemas que relacionam as empresas com a economia do país, os quais examinaremos em outro trabalho. Definimos seu universo como sendo constituído pelas maiores empresas industriais nacionais existentes na área da Grande São Paulo, em cada um dos setores industriais. Definidos 10 setores industriais: (1) materiais de construção, (2) têxtil, do vestuário e artefatos, (3) alimentos, bebidas e fumos, (4) papel, papelão, celulose e derivados, (5) metalurgia e artefatos, (6) produtos químicos e petroquímicos, (7) plásticos, borrachas e derivados, (8) máquinas e equipamentos industriais, inclusive elétricos e material ferroviário, (9) componentes e peças de veículos, e (10) aparelhos domésticos. A este universo adicionamos as 15 maiores empresas industriais estrangeiras. Ficamos, afinal, após o levantamento de campo, com 99 empresas, das quais 84 nacionais e 15 estrangeiras.

A definição do universo foi realizada com base no estudo “Quem é Quem na Economia Brasileira”, da revista *Visão*, relativo ao ano de 1969. Seleccionados, em cada setor industrial, as maiores empresas, de acordo com a classificação da *Visão*, por ordem de patrimônio líquido. Não trabalhamos, portanto, com uma amostra, mas diretamente com um universo restrito. Não pretendemos que nossos dados representem as grandes empresas paulistas, mas retratem o comportamento das maiores empresas paulistas de acordo com os diversos ramos industriais.

Apenas um fato pode nos levar a concluir que trabalhos afinal com uma espécie de amostra e não com o próprio universo. Tivemos um número relativamente elevado de recusas. Por diversos motivos, cerca de um terço das empresas inicialmente seleccionadas não responderam ao questionário, sendo substituídas pelas empresas que se seguem na lista da *Visão*. Em cada empresa, o questionário só podia ser respondido pelo ‘principal executivo da empresa’, ao qual estivessem subordinados os diretores funcionais. Nesses termos, entrevistamos principalmente diretores superintendentes, e secundariamente alguns diretores presidentes. O motivo alegado nas recusas era, em geral, ‘falta de tempo’. Em nenhum caso disseram que consideravam os dados ‘confidenciais’. E, de fato, a maioria das recusas ocorria sem que tivessem examinado o questionário. Por outro lado, nossos entrevistados eram realmente homens muito ocupados, que têm sofrido um assédio relativamente grande por pesquisadores de vários tipos.⁷ Temos, portanto, motivos razoáveis para imaginar que as recusas não tenham introduzido um viés significativo nos dados levantados.

⁷ Esta pesquisa foi realizada sob os auspícios do Centro de Pesquisas e Publicações da Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getúlio Vargas, durante o ano de 1970. Alunos da escola foram os entrevistadores. Conjuntamente, foi passado o questionário de uma outra pesquisa, “Atitudes dos Dirigentes de Empresas Paulistas”, de minha autoria em conjunto com o prof. Fernando C. Prestes Motta. O professor Motta supervisionou pessoalmente o trabalho de campo. Recebi também precioso auxílio do prof. Heinrich Rattner. Quero agradecer a ambos. Este trabalho foi escrito em 1971. Deixou, então, de ser publicado porque iniciei a redação de um trabalho maior sobre o assunto, que afinal ficou incompleto.

Esta pesquisa teve com um dos seus objetivos informarmo-nos um pouco melhor sobre a função investimento. As pesquisas nesta área trabalham em geral com dados secundários, procurando relacionar a taxa de juros e a taxa de lucros com o nível dos investimentos. Análises de regressão e de correlação constituem os elementos metodológicos básicos para esse tipo de investigação.

Nesta pesquisa preferimos adotar um outro método – o da pesquisa motivacional, muito freqüentemente utilizado pelos pesquisadores de mercado. Como qualquer outro método de investigação, este também tem problemas. As pessoas entrevistadas podem dar falsos motivos, seja por desconhecerem os verdadeiros motivos, seja por não querer, consciente ou subconscientemente, relevá-los. Entretanto, desde que as perguntas não envolvam interesses ou problemas delicados, e desde que adotemos no questionário técnicas através das quais uma pergunta ajude a conferir a outra, poderemos chegar a resultados perfeitamente satisfatórios.

Quadro I – Sua empresa construiu alguma fábrica nova ou expandiu grandemente o prédio da fábrica antiga nos últimos 5 anos?

Alt/Orig	Nac	%	Estr	%	Total	%
Sim	59	70,2	10	66,7	69	69,7
Não	21	25,0	5	33,3	26	26,3
N.R.	4	4,8	-	-	4	4,0
Total	84	100,00	15	100,0	99	100,0

Para determinar as razões que levaram as empresas a investir, devemos preliminarmente saber quais as empresas que realizaram investimentos de vulto recentemente. Apenas as empresas que tiverem realizado investimentos poderão dar razões para os mesmos. Poderíamos, naturalmente, perguntar às empresa que não investiram de forma significativa por que não o fizeram. Mas se já é difícil determinar as razões dos atos praticados, muito mais difícil é conhecer os motivos dos que deixaram de ser praticados e que podem, inclusive, não ter sido sequer cogitados. O Quadro I nos informa que cerca de 70% das empresas haviam construído nova fábrica ou expandido o prédio da fábrica antiga nos últimos cinco anos.

Em todos os nossos quadros distinguimos as empresas nacionais das estrangeiras. A variação em relação a este pergunta entre as empresas nacionais e estrangeiras é muito pequena. Considerada a nacionalidade das empresas como variável independente, esta variável não se revelou relevante para determinar a realização ou não de investimentos. Nem haveria motivo para que isso ocorresse.

Decidimos tabular de forma cruzada os resultados da pesquisa, de acordo com o critério da nacionalidade das empresas, porque assim mantínhamos na tabulação o princípio que norteou a definição do universo. Estávamos mais interessados no

comportamento das empresas nacionais. Por isso, trabalhamos com um número maior delas, estratificadas por setor industrial. Mas pareceu-nos que seria também interessante examinar as empresas estrangeiras, cuja importância é tão grande no parque industrial brasileiro. Embora não existam razões para estabelecermos a hipótese de que as empresas nacionais se comportem diferentemente das estrangeiras em relação à decisão de investir, pareceu-nos importante comparar os dois tipos de empresas. O fato de trabalharmos com apenas 15 empresas estrangeiras não tem muita importância, já que estamos trabalhando com o universo das maiores empresas, e não com uma amostra. Devemos, porém, tomar cuidado para não generalizarmos os resultados levantados além do próprio universo.

Motivos do Investimento

A hipótese básica desta pesquisa era a de que as variações na taxa de juros têm muito menos importância do que as perspectivas de lucro na decisão de investir ou deixar de investir. Esta hipótese encontra um bom apoio (não pode ser rejeitada) nos resultados do Quadro II. O principal motivo que teria influenciado o dirigente de empresa a não realizar o investimento seria suas perspectivas de lucro: 75,4% das empresas optaram por essa resposta. Entre as empresas estrangeiras essa porcentagem chegou a 90%.

Quadro II – Quais dos seguintes fatores poderiam influenciá-lo no sentido de não realizar esse investimento? (permitidas respostas múltiplas)

Alt/Orig	Nac	%	Estr	%	Total	%
1. Se a taxa de juros ideal (deduzida a taxa de inflação) do mercado estivesse muito alta	15	25,4	2	20,0	17	24,6
2. Se as perspectivas de lucro do novo investimento não fossem boas	43	72,9	9	90,0	52	75,4
3. Se o lucro da sua empresa no ano anterior ao da decisão de construir tivesse sido menor do que foi	9	15,2	2	20,0	11	15,9
4. A previsão de que a economia do país entraria em crise	30	50,8	7	70,0	37	53,6
5. Se não houvesse os estímulos SUDENE-SUDAN	6	10,2	1	10,0	7	10,1
6. Se não tivesse sido possível obter financiamento oficial a longo prazo	14	23,7	2	20,0	16	23,2
7. Outros motivos	14	23,7	-	-	14	20,3

Total de respostas	131	222,0	23	230,0	154	223,1
Total de respondentes	59	100,0	10	100,0	69	100,00

Usamos a metodologia de admitirmos respostas múltiplas. Para a pesquisa motivacional, não há outra alternativa, já que podemos ter diversos motivos para uma determinada ação. Para cálculo da porcentagem, usamos sempre o número de respondentes, de forma que a soma das porcentagens é sempre superior a 100. Neste caso, o segundo motivo em importância que poderia levar a empresa a não investir, com 53,6% das respostas, foi a previsão de que a economia do país entraria em crise. Este resultado simplesmente confirma o anterior. Crise econômica significa enfraquecimento da demanda, capacidade ociosa, desemprego e, conseqüentemente, queda na taxa de lucro prevista. Em terceiro lugar, com um número de respostas positivas muito menor, aparece a taxa de juros: 24,6% dos respondentes deixariam de investir se a taxa de juros do mercado estivesse muito alta.

Estes resultados constituem uma boa indicação de que é exagerado o papel que se atribui à taxa de juros na função investimento. Parece não haver razão para a teoria ortodoxa fixar as expectativas do grau de otimismo dos empresários quanto à eficiência marginal do capital, e fazer variar os investimentos em função das variações de taxa de juros que, para a grande maioria das grandes empresas paulistas, tem importância menor.

No quadro III temos as razões do investimento vistas sob o aspecto positivo. Nesta, como na pergunta anterior, usamos o método do questionário com respostas fechadas (havia apenas uma pequena abertura para 'outros motivos'). Este método tem a vantagem de facilitar e tornar mais segura a tabulação, mas em compensação pode dirigir as respostas. Nesta pergunta não colocamos, propositalmente, como um dos possíveis motivos para o investimento a previsão de um bom retorno sobre o investimento. Preferimos colocar fatores intermediários, que pressupõem uma boa perspectiva de lucro. E foram esses fatores que apareceram de forma dominante. A existência de procura não satisfeita aparece como o motivo dominante, com 46,4% das respostas, aos quais se pode acrescentar os 14,5% que deram como causa de sua decisão de investimento o fato de que o produto vinha anteriormente sendo importado. A posse de uma inovação (implícita nas respostas 1 e 2) aparece também de forma significativa com 34,9% das respostas. Ora, a existência de demanda insatisfeita e a possibilidade de inovação são dois meios por excelência para a obtenção de lucros extraordinários ou monopolísticos. A clássica análise de Schumpeter (1911) encontra aqui guarida através da importância dada à vantagem monopolística decorrente da inovação. Esta última é uma causa fundamental do desenvolvimento, não apenas porque nela está contido o desenvolvimento tecnológico, mas principalmente porque permite ao empresário a obtenção de lucros monopolísticos, acima do lucro normal da concorrência perfeita, e assim estimula a acumulação de capital.

Quadro III – De sua decisão de construir a nova fábrica ou expandir a atual, alguns dos seguintes fatores influenciaram-no nesse sentido? (permitidas respostas múltiplas)

Alt/Orig	Nac	%	Estr	%	Total	%
1. Possuir a patente (ou o segredo) de um novo produto inexistente no mercado	4	6,8	2	20,0	6	8,7
2. Possuir um novo método de produção que barateia muito a produção, permitindo competir com vantagens no mercado	18	30,5	-	-	18	26,1
3. A taxa de juros estava baixa desestimulando-o a tomar emprestado para investir	4	6,8	1	10,0	5	7,2
4. O mercado não estava perfeitamente abastecido, a procura estando muito maior que a oferta	30	50,8	2	20,0	32	46,4
5. Produto produzido vinha sendo importado	8	13,6	2	20,0	10	14,5
6. Os lucros retidos disponíveis da empresa sugeriam que fosse realizado um investimento	21	35,6	3	30,0	24	34,8
7. Obteve um financiamento oficial a longo prazo	13	22,0	1	10,0	14	20,3
8. Aproveitou os estímulos da SUDENE-SUDAN	6	10,2	1	10,0	7	10,1
9. Outros fatores	13	22,0	4	40,0	17	24,6
N.R.	6	10,2	3	30,0	9	13,0
Total de respostas	123	208,5	19	190,0	142	205,8
Total de respondentes	59	100,0	10	100,0	69	100,0

A disponibilidade de lucros retidos, com 34,8% das respostas, aparece também de forma destacada. Esta é mais uma confirmação da importância dos lucros retidos na função investimento. Essa importância é, em princípio, ignorada na teoria econômica ortodoxa, dentro do pressuposto de que a poupança e o investimento são dois atos inteiramente independentes. Uns são os poupadores, outros os investidores. A poupança transforma-se em investimento através do mercado de capitais. O volume global é então determinado pela taxa de juros, e a escolha dos projetos a serem transformados em investimentos é função da maior ou menor rentabilidade de cada investimento. Na prática, porém, o que se verifica é que grande parte da poupança não passa através do mercado de capitais, mas é transformada em lucros retidos e, em seguida, investida na própria empresa. A alta racionalidade do funcionamento do sistema econômica,

pretendida pelos economistas ortodoxos, fica assim comprometida, na medida em que o controle automático do mercado (no caso, mercado de capitais) deixar de funcionar.

Temos ainda outros fatores que influenciaram positivamente a realização do investimento. A obtenção de financiamento a longo prazo aparece com 20,3%. Esta causa pertence à mesma categoria geral da anteriormente analisada. Da mesma forma que os lucros retidos, informa da importância da disponibilidade de capital financeiro a ser transformado em investimento. Já o aproveitamento de estímulos da SUDENE-SUDAN, que aparece com 10,1% de respostas, está mais relacionado com o objetivo básico da acumulação de capital a obtenção de lucros mais elevados.

A substituição de importações aparece ainda em 14,5% dos casos. Esta porcentagem é relativamente grande, dado que o modelo de desenvolvimento baseado na substituição de importações já perdera grande parte de seu vigor quando esta pesquisa foi realizada. Verificamos, porém, que embora o desenvolvimento não mais se baseie na produção de produtos anteriormente importados, este fator ainda continua a ter algum peso. Deve-se observar ainda que a decisão de investir baseada no fato de que o produto vinha anteriormente sendo importado é da mesma natureza que a decisão baseada no fato de que o mercado não estava perfeitamente abastecido. Temos, portanto, que a pré-existência de um mercado, que assegurasse o escoamento da produção adicional e garantisse a rentabilidade do investimento foi de longe o principal fator a determinar o investimento, com 60,9% das respostas.

No contexto dessa pergunta a existência de baixas taxas de juros aparece com apenas 7,2%. A expressão 'baixa' taxa de juros é evidentemente relativa. A taxa de juros pode ser baixa em relação à taxa de lucro prevista, ou em relação a taxas de juros passadas. Neste contexto, se aceitarmos a teoria ortodoxa, investimentos só seriam realizados quando a taxa de juros estivesse 'baixa' (ou seja, fosse menor ou igual) em relação à taxa de lucro prevista. Ora, se isto fosse verdade, ficaríamos em dificuldade para explicar porque apenas 7,2% dos dirigentes entrevistados afirmaram que uma baixa taxa de juros os influenciou positivamente no sentido de realizar o investimento.

Poder-se-ia, naturalmente, objetar que os 7,2% não significam que os diretores das empresas não levem em consideração a taxa de juros. Eles poderiam tê-la esquecido, ou então haver considerado outros fatores mais importantes. A primeira eventual objeção, porém, é insustentável na medida em que estávamos trabalhando com um questionário com respostas fechadas, em que a taxa de juros estava expressamente citada. Em relação à segunda objeção, realmente a pesquisa não demonstra, nem pretende demonstrar, que a taxa de juros não é considerada pelos dirigentes das empresas no momento em que decidem investir. Mostra apenas que outros fatores são muito mais significativos do que a taxa de juros. Embora fossem permitidas respostas múltiplas, apenas um punhado de dirigentes

admitiu que baixas taxas de juros os influenciassem positivamente na realização de um investimento.

No quadro VI temos finalmente uma pergunta direta, procurando saber se os dirigentes das grandes empresas paulistas comparam o rendimento previsto do investimento com a taxa de juros do mercado, com os rendimentos dos seus investimentos anteriores, ou com o rendimento de outros possíveis investimentos. Novamente aqui os resultados são muito claros: a taxa de juros, embora considerada, é definitivamente uma variável de menor importância na decisão de investir. Embora se tratasse novamente de uma pergunta fechada e de serem permitidas respostas múltiplas, apenas 33,3% dos dirigentes informaram levar em consideração a taxa de juros. Em contrapartida, e confirmando os resultados anteriores, 73,7% afirmaram comparar o retorno previsto do investimento com o de outros possíveis investimentos, e 52,5% dos dirigentes declararam comparar a taxa de lucro prevista de seu atual investimento com a taxa de lucros dos seus investimentos anteriores. Não houve diferenças significativas entre dirigentes de empresas nacionais e estrangeiras.

Quadro IV – Quando realiza um investimento em máquinas ou prédios (permitidas respostas múltiplas)

Alt/Orig	Nac	%	Estr	%	Total	%
1. Compara o rendimento previsto do investimento com a taxa de juros do mercado	27	32,1	6	40,0	33	33,3
2. Compara o rendimento previsto do investimento com o rendimento de seus investimentos anteriores	47	56,0	5	33,3	52	52,5
3. Compara o rendimento previsto do investimento com o rendimento de outros possíveis investimentos	59	70,2	14	93,3	73	73,7
4. Não se preocupa com a taxa de juros nem com o rendimento previsto	8	9,5	-	-	8	8,1
5. Outras alternativas	12	14,3	1	6,7	13	13,1
N.R.	4	4,8	1	6,7	5	5,1
Total de respostas	157	186,9	27	180,0	184	185,8
Total de respondentes	84	100,00	15	100,0	99	100,0

Cabe assinar ainda, em relação a este quadro, que 9,5% dos dirigentes de empresas brasileiras afirmaram que, ao realizar o investimento, não se preocupavam nem com a taxa de juros nem com o rendimento previsto. Esta afirmação pode parecer um tanto esdrúxula. A única explicação relativamente racional para ela é a de que esses dirigentes investiriam de qualquer forma, desde que tivessem recursos disponíveis para isto. Mas aqui devemos separar duas instâncias no processo de decisão de investir. Em uma primeira instância, os capitalistas decidem que vão investir; em uma segunda, escolhem em que tipo de negócio investirão. Ora, para a primeira instância é muito razoável imaginar que não apenas 8,1% dos dirigentes, mas um número maior deles não considera nem a taxa de juros nem a taxa de lucros prevista. Investem porque têm que investir. Porque é sua razão de ser e condição de sua sobrevivência não paralisar o processo de investimento. Na segunda instância, porém, quando se trata de decidir em que setor investir, é difícil imaginar que um determinado investimento possa ser realizado sem se considerar sua rentabilidade futura. Infelizmente, não distinguimos essas duas instâncias em nosso questionário, de forma que não podemos apresentar evidências empíricas a respeito.

Conclusão e Hipótese Adicional

Com este artigo e com esta pesquisa procuramos demonstrar que não se justifica a importância excessiva que a teoria econômica ortodoxa dá à taxa de juros na decisão de investir. Não negamos que a taxa de juros seja um dos fatores determinantes do investimento, que quanto menor a taxa de juros maiores devem ser os investimentos. Nossa hipótese, porém, é a de que o grau de elasticidade da curva de procura de investimento em relação à taxa de juros é muito reduzido. Em contrapartida, tentamos demonstrar que a taxa de lucros e o volume de lucros são determinantes fundamentais do investimento. O volume de lucros é essencial na medida em que o capitalista investe como uma condição de sua sobrevivência e de seu crescimento, e tem como principal origem de fundos os lucros que obtém. Sem lucros retidos, ele não poderá investir. A taxa de lucros é fundamental porque o capitalista investirá mais ou menos, recorrerá mais ou menos a fontes de financiamento externas à sua empresa, na medida em que o grau de seu otimismo (ou pessimismo) em relação à taxa de lucros for maior ou menor. Vimos que o capitalista é aquele que acumula capital visando ao lucro, e lucra fundamentalmente para acumular mais capital. A fonte do poder e do prestígio do capitalista são o lucro e a acumulação. Um estoque de capital só tem efetivo 'valor' na medida em que produza lucro e permita a acumulação.

Para substanciar essas hipóteses (não para prová-las) desenvolvemos um esquema teórico, em que sugerimos uma forma de deduzir uma função direta entre o investimento e a taxa de lucro prevista a diferentes níveis de otimismo dos capitalistas, a partir de deslocamentos da curva usual de procura de investimentos, a qual está baseada em uma taxa de lucro prevista a nível constante de otimismo. Além disso, apresentamos os resultados de uma pesquisa

em que a taxa de lucros e o volume de lucros aparecem como variáveis muito mais importantes do que a taxa de juros, na determinação do volume de investimentos.

Devemos lembrar, porém, que a teoria ortodoxa segundo a qual os capitalistas investem até o ponto em que a taxa de lucro prevista seja igual à taxa de juros do mercado, está, sem dúvida, baseada em um raciocínio lógico que permite o desenvolvimento de um modelo formalmente elegante e ideologicamente atraente para o sistema capitalista liberal. Ora, esse raciocínio lógico, que sempre tanto apaixonou os economistas, provavelmente fará com que continuem a ensinar que o volume de investimentos depende basicamente da taxa de juros, apesar de toda a evidência empírica demonstrando a importância menor dessa taxa na determinação do volume de investimentos. Por isso, além da evidência empírica, procuramos trazer à discussão argumentos de origem teórica. Nossa distinção entre eficiência marginal do capital a nível constante a nível variável de otimismo tem precisamente esse objetivo. Através dessa distinção, esperamos ter demonstrado que a taxa de lucros prevista, ou seja, a expectativa de lucros dos capitalistas, tem, a rigor, duas dimensões. A primeira seria uma dimensão 'estática', fixada em um momento qualquer do tempo, segundo a qual poderíamos classificar os diversos projetos de investimento de acordo com uma escala decrescente de rentabilidade prevista. Teríamos, assim, a eficiência marginal do capital ortodoxa, a nível constante de otimismo. A segunda dimensão, 'dinâmica', faria com que as expectativas de lucros de todos aqueles projetos de investimento variassem para mais ou para menos, conforme variasse o nível de otimismo ou pessimismo dos dirigentes das empresas. Neste segundo caso, tornar-se-ia clara a óbvia dependência positiva entre o volume de investimento e a taxa de lucro prevista: quanto maiores as expectativas de lucro, maiores os investimentos.

Para concluir este artigo apresentaremos uma hipótese adicional, que nos ajude a compreender a razão pela qual os investidores relegam para segundo plano a taxa de juros do mercado. O argumento é simples. Segundo a teoria ortodoxa, os investidores investiriam até o momento em que todos os projetos de investimento com rentabilidade prevista superior à taxa de juros tivessem sido realizados. Ora, suponhamos que no sistema capitalista existam mecanismos que tendam a impedir que as duas taxas de encontrem. Haveria uma 'faixa de segurança' entre a taxa de lucro prevista dos investimentos menos rentáveis (dentro da escala de investimentos possíveis) e a taxa de juros do mercado. Apenas em situações muito excepcionais as duas taxas se encontrariam. Elas poderiam aproximar-se quando o aumento da procura por investimento, nas fases de prosperidade, tendesse a elevar a taxa de juros. Mas como, nesse momento, as expectativas de lucro dos capitalistas estariam também mais otimistas, a taxa de juros do mercado não alcançaria a rentabilidade prevista para os investimentos que estivessem sendo realizados com mais baixa rentabilidade. De um modo geral, em qualquer fase do ciclo econômico, a taxa de lucro prevista mínima, que levaria os capitalistas a investir, seria razoavelmente superior à taxa de juros do mercado.

Dois motivos complementares poderiam explicar a existência dessa ‘faixa de segurança’. Em primeiro lugar, em todo o sistema capitalista contemporâneo as taxas de juros efetivas tendem a ser relativamente baixas. Isto decorre, de um lado, da abundância relativa de capital nos países centrais, seja de capital físico, seja de capital dinheiro, e de outro das taxas de inflação crescentes, que elevam a taxa nominal de juros, mas acabam por rebaixar a taxa de lucros real ou efetiva na medida, inclusive, em que os rentistas acabem sendo até um certo ponto vítimas de ilusão monetária.

Em segundo lugar, os capitalistas, especialmente quando se trata de novos investimentos em produtos ou em novas regiões (e não a simples ampliação e modernização de sua planta atual) tendem a exigir lucros mínimos relativamente elevados, que acabam se distanciando muito da taxa de juros.⁸

Esta hipótese adicional merece, naturalmente, comprovação empírica mais precisa do que a simples observação em que estamos nos baseando. Na medida em que ela for correta, porém, fica claro porque as empresas atribuem menor importância à taxa de juros na decisão e seus investimentos. Seu problema fundamental não é encontrar financiamento a juros baixos, que justifiquem os investimentos projetados, mas definir projetos de investimento com alta rentabilidade, quando comparada com a rentabilidade de seus atuais investimentos ou com a rentabilidade que outras empresas estão obtendo. A taxa de juros entra em consideração principalmente como um dos custos envolvidos no projeto, e apenas secundariamente como uma alternativa para a empresa, que a leve a emprestar seu dinheiro ao invés de realizar o projeto de investimento. As empresas provavelmente só não exigem retornos tão mais elevados quando se trata de investimentos para ampliar e modernizar sua fábrica, para aproveitar melhor as economias de escala e acompanhar o progresso tecnológico. Mas nesse caso o investimento não depende, principalmente, nem da taxa de juros, nem da taxa de lucros prevista: é condição de sobrevivência da empresa. Em qualquer dos casos, dificilmente a taxa de juros do mercado funciona como um elemento que leve as empresas a desistirem de seu projeto. No caso dos projetos novos, porque a taxa mínima de retorno requerida seria muito maior do que a taxa de

⁸ A taxa de juros efetiva, descontada a inflação, que se aplica a investimentos, gira hoje no Brasil em torno de 10%, enquanto que dificilmente encontraremos empresas que se disponham a realizar investimentos com uma rentabilidade prevista inferior a 20% a.a. Segundo Carlos Langoni, as taxas médias de retorno na indústria brasileira, entre 1965 e 1967, giravam em torno de 14 a 15% (1970, p.161). Por outro lado, Edmar Bacha calculou em 15% a rentabilidade média sobre o patrimônio líquido das 500 maiores empresas brasileiras, com base em dados da revista *Conjuntura Econômica*. Com base nesses dados e também na taxa de retorno de projetos da SUDENE, estimou em 15% o custo privado de oportunidade de capital no Brasil (1971, p.50-55)l. Se este é o retorno médio dos atuais investimentos, é natural imaginarmos que, em termos de projeto, se deseje um retorno mínimo maior: pelo menos 20%. Para os projetos da SUDENE, foi estimado um retorno médio de 22% e mínimo de 16%. É preciso, todavia, lembrar que os projetos baseados em incentivos trabalham com ‘recursos cativos’, que precisam ser investidos para não se perderem.

juros, e no caso das ampliações e modernizações, porque o investimento tende a ser relativamente inevitável.

Referências

Ackley, Gardner (1961) *Macroeconomic Theory*, Nova York: MacMillan, p.465.

Bacha, Edmar; A. Araujo; M. da Mata; e R. Modernesi (1971) “Análise da rentabilidade macroeconômica de projetos de investimento no Brasil”, *Pesquisa e Planejamento*, vol. I, n. 1, junho 1971.

Hicks, Jr. (1937) “Mr. Keynes and the ‘Classics’; a suggested interpretation”, *Econometrica*, vol. 5, abril 1937.

Keynes, John Maynard (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londres: MacMillan.

Langoni, Carlos (1970) “A study in economic growth: the Brazilian case”. Tese de doutoramento, Universidade de Chicago. O capítulo central dessa tese foi publicado sob o título “A Rentabilidade dos investimentos em capital físico no Brasil”, em *Estudos Econômicos*, vol. I, n. 3.

MacDougall, Duncan M. e Thomas E. Dernburg (1963) *Macro-Economics*, Nova York: McGraw-Hill, 2ª. edição (primeira edição, 1960).

Samuelson, Paul A. (1964) *Economics: an introductory analysis*, Nova York: McGraw-Hill, 6a. edição (primeira edição, 1951).

Schumpeter, Joseph A. (1911 [1961]) *The Theory of Economic Development*, Nova York: Oxford University Press, 1961. Primeira edição alemã, 1911.