

KUPFER, D. Apreciação patente. *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 30/05/2007.

---

## **Apreciação patente**

30/05/2007

Essa coluna estava programada para abordar o licenciamento compulsório da patente do fármaco anti-AIDS Efavirenz, decretada pelo governo federal no início desse mês, ato que constitui uma das principais iniciativas de política industrial adotadas pelo governo nos últimos anos. No entanto, de lá para cá a cotação do dólar furou a tal barreira psicológica dos dois reais, desencadeando uma certa apreensão com relação aos limites da trajetória de apreciação do real.

No regime de câmbio flutuante, a apreciação da moeda doméstica reflete necessariamente um quadro positivo do balanço de pagamentos. Como dólares (infelizmente) não caem do céu, se a economia brasileira está se enchendo de divisas, é porque esse é o resultado final da contabilidade entre o que entra e sai pelas exportações e importações; pelas transações com serviços; pelo investimento direto no e do Brasil; ou, ainda, pelas aplicações financeiras no exterior por residentes e no país por não-residentes. O difícil, como sempre, é determinar como as mudanças nos diversos componentes de uma adição contribuem para as variações do resultado dessa mesma adição. Isso é ainda mais difícil quando componentes como o movimento comercial são registrados com razoável precisão, enquanto outros, como movimentações financeiras que sequer passam pelo Banco Central, nem tanto.

Diante disso, chama a atenção a desenvoltura com que alguns analistas insistem que o câmbio valoriza por causa do saldo comercial e não por causa da entrada de capitais atraídos pelo diferencial muito positivo entre os juros nos mercados interno e externo. O argumento básico é apoiado em dois pilares. O primeiro vem da análise da evolução recente do saldo que, no acumulado do primeiro trimestre de cada ano, foi de US\$ 8,3 bilhões em 2005, subiu para US\$ 9,3 bilhões em 2006 e para US\$ 10,5 bilhões em 2007. Seria esse aumento do saldo, de 26% em relação à 2005, o responsável pela abundância de dólares. O segundo argumento é baseado em lógica e não em números: a taxa de juros não poderia ter relação com a apreciação do câmbio, pois a Selic vem caindo ininterruptamente ao longo dos últimos vinte meses e, portanto, a contribuição dos juros vem sendo na direção da desvalorização cambial.

Em primeiro lugar, a medida da entrada "física" de dólares deve ser o saldo em transações correntes - o saldo conjunto das transações comerciais e também das operações referentes a serviços como seguros, fretes e royalties. E esse não está em trajetória ascendente, já que no primeiro trimestre de 2005 foi de US\$ 2,66 bilhões, no de 2006 caiu para US\$ 1,57 bilhões e agora está em US\$ 1,39 bilhões. Longe de caracterizar um reforço na entrada de dólares, isso significa uma contração de quase 50% em relação ao primeiro trimestre de 2005, quando a trajetória de apreciação cambial estava em seu início.

Já o argumento contrafactual de que, se fosse culpa dos juros, o real estaria se depreciando, parece uma tentativa de acrescentar mais um passo à lógica irrefutável da

velha anedota sobre alguém que cai do alto de um prédio de 30 andares e, ao passar pelo 20º andar, pensa: até aqui, tudo bem. O novo passo do raciocínio seria concluir: como do início da queda até aqui, a altura em que eu estava a cada momento diminuiu ininterruptamente, então não há razão para temer o futuro. Anedotas à parte, a questão não é, evidentemente, há quanto tempo a taxa de juros está caindo. O cerne do problema está no intervalo de tempo no qual a taxa de juros está - e estará! - em valor superior a um nível de referência, mantendo íntegros e cada vez mais difundidos os sinais favoráveis para que capitais forâneos busquem os ganhos de arbitragem.

Adicione-se a isso o fato de que o fluxo "físico" de divisas que deveria estar sendo injetado pelo vai-e-vem das mercadorias está sendo cada vez mais alterado pela financeirização das operações de comércio externo. Essas podem ocorrer tanto pelos mecanismos tradicionais de adiantamentos dos reais a serem gerados por exportações futuras (ACCs, ACEs), quanto pela postergação da compra de dólares pelos importadores que optem por operações de financiamento no exterior da aquisição dos bens importados. Obviamente, qualquer empresa que atuasse nas duas mãos do comércio internacional já encontrava espaço para arbitrar juros reais. A novidade está no fato de que o financiamento das importações para as empresas brasileiras está se tornando cada vez mais fácil - ou menos difícil - em vista da espetacular queda recente do risco-país, incorporando novas empresas ao jogo.

No primeiro quadrimestre de 2007 a antecipação dos contratos de câmbio de exportadores superou em US\$ 17 bilhões o movimento "físico" (ante US\$ 11 bilhões em todo o ano de 2006). Do lado das importações, é difícil dimensionar a quantidade de dólares que "deixou" de ser contratada no Banco Central pelos importadores que optaram pelo endividamento em dólares no exterior ao invés do fechamento "à vista" do câmbio em reais no país. Como a financeirização da balança comercial depende do volume da corrente de comércio (e não do saldo), essa seria a variável a correlacionar com as variações do câmbio. Uma pista vem da constatação de que a corrente de comércio aumentou em 49% do primeiro trimestre de 2005 para igual período de 2007 (de US\$ 40,6 para US\$ 60,4 bilhões).

Enquanto o Banco Central não encontra uma linha firme de conduta e segue enxugando gelo por meio da compra de reservas que, em última instância, sancionam as estratégias de arbitragem, antes tipicamente financeiras e, agora, também, de financeirização da corrente de comércio exterior, é interessante a leitura do artigo de Paulo Gala, "Dois padrões de política cambial: América Latina e Sudeste Asiático", publicado no último número da revista "Economia e Sociedade" (Campinas, v. 16, n. 1 (29), p. 65-91, abr. 2007), que ressalta a "importância de câmbios competitivos como uma das explicações para o relativo sucesso dos países do Leste e Sudeste Asiático nos últimos 30 anos, notadamente quando comparado ao desempenho decepcionante dos latino-americanos e africanos".

Pode-se voltar, com isso, ao tema do licenciamento compulsório do Efavirenz. Uma firme ação do Estado brasileiro no manejo do seu poder de compra para a consecução de seus objetivos de política pode desencadear uma seqüência de decisões alocativas que viabilizem no país uma indústria de fármacos - e por extensão, de muitas outras famílias de produtos. Abrir-se-ia, assim, algum horizonte para o desenvolvimento industrial brasileiro. Isso, é claro, se a taxa de câmbio deixar.