

O swap argentino e experiência brasileira

Gustavo H. B. Franco

Durante a semana que passou o grande assunto do mercado financeiro foi o "swap" argentino. Pouca gente sabia realmente explicar o que era um "swap", ainda por cima da variedade argentina, mas todo o mercado fechou questão em que o tal do "swap" era a tábua de salvação de nossos vizinhos. Para o bem daqueles que acompanham os assuntos argentinos vale a pena saber do que se trata, inclusive, para não haver surpresa quanto ao desfecho, esperado para qualquer momento.

Na verdade, poucos se lembraram que o Brasil já fez seis desses "swaps" que, aliás, foram inventados por nós mesmos em 1996. O tal "swap" tinha, inclusive, uma designação em português – troca de dívida – mas como a operação é feita, hoje em dia, em muitos países, acabou ganhando uma denominação globalizada, "swap".

Pois bem, a troca de dívida é a venda de um título onde o pagamento se dá com o uso de outros títulos. Imagine o leitor a seguinte situação: um investidor no exterior que comprasse em meados de 1996, digamos, US\$ 1,0 milhão do nosso Bônus ao Par a 55% do seu valor de face, desembolsando, portanto, US\$ 550 mil, receberia, ao final de um ano, 5% de juros (estando no 3º ano de vida do título) sobre o valor de face, ou seja US\$ 50 mil. A taxa de juros que interessa ao investidor, todavia, é medida com relação ao que ele pagou: US\$ 50 mil divididos por US\$ 550 mil (supondo exatos 12 meses de duração do investimento) ou 9,09%, nada de muito diferente do que nos custava a nossa dívida "nova" nesta ocasião. É fácil ver que, em tese, não faria diferença para o investidor comprar US\$ 550 mil em títulos de dívida "nova", com juros de 9,09%, ou comprar, pelo mesmo preço, um Bônus ao Par com valor de face de US\$ 1 milhão que lhe renderá, como explicado acima, os mesmos 9,09%**.

Em condições normais, as trocas desse tipo são neutras e não trazem vantagem para nenhum dos lados. Note-se que há uma redução no estoque da dívida medida em valor de face, mas nenhuma alteração nos pagamentos de juros. Por que se dar ao trabalho então?

Tínhamos, e ainda temos, duas boas razões para tirar vantagem dessas trocas. A primeira se devia ao fato de muitos investidores institucionais

estarem proibidos, em estatutos, de comprar títulos de dívida reestruturada. Em 1996 muitos desses investidores gostariam de comprar risco Brasil em dívida "nova", a 9,09% ou menos, se pudessem. Portanto, havia um substancial ganho em captar a menos que 9,09% e comprar para cancelar "bônus ao par", ou seja, a República podia, com a troca, melhorar (diminuir) o fluxo de pagamentos de dívida externa e/ou alongar os prazos.

A segunda vantagem residia no fato de que, com a troca, podíamos cancelar os Bônus ao Par e ter de volta os títulos do Tesouro Americano que caucionamos em garantia no momento em que foi completado o nosso Plano Brady. Para cada dólar de Bônus ao Par cancelado (valor de face), recebíamos cerca de 18 centavos em títulos do Tesouro Americano, que eram agregados às reservas internacionais.

Nas seis trocas que o Brasil fez foram emitidos cerca de US\$ 16 bilhões de dívida "nova", mas cerca de 1/3 foi paga em dinheiro. Troca mesmo foram cerca de US\$ 10 bilhões que geraram uma economia nos fluxos de pagamentos da ordem de US\$ 600 milhões (em valor presente) e uma liberação de garantias de cerca de US\$ 1,6 bilhão. Todas as operações geraram alongamentos de prazo, mas apenas duas tiveram alongamentos realmente expressivos. Deve ser claro que quanto mais se quiser alongar o prazo maior terá que ser o juro, de tal sorte que o fluxo de pagamentos acaba ficando melhor "*ma non troppo*".

O que a experiência bem-sucedida do Brasil em administração do seu passivo externo mostra é que não há milagre nas operações de troca. Fizemos ganhos substanciais, US\$ 600 milhões para US\$ 10 bilhões trocados, o que significaria algo como US\$ 1,2 bilhão de economia, a valor presente, para um "swap" de US\$ 20 bilhões, desconsiderando as liberações de garantias (que só existem para alguns títulos da família Brady). Não me parece que seja esta a ordem de grandeza que o mercado está esperando para o "swap argentino". Criou-se uma expectativa que o "swap" vai resolver o problema argentino, e a experiência brasileira parece sugerir que as trocas são mecanismos de administração de passivo e não propriamente de reestruturação, entendida como uma mudança drástica, para melhor, no fluxo de pagamentos.