

É pegar ou largar

Kirchner e o ministro Lavagna (acima) levam adiante uma estratégia de reestruturação da dívida – com forte redução dos encargos nos próximos anos – que dá pouca margem de rejeição aos credores

Carlos Eduardo Carvalho

Reduzir drasticamente os pagamentos ao exterior nos próximos cinco a dez anos, alongar o prazo da dívida para três a quatro décadas, vincular os pagamentos futuros ao desempenho da economia argentina e normalizar as relações financeiras do país com o mundo: a estratégia do governo Kirchner para alcançar estes objetivos ambiciosos, dividir os credores e neutralizar o FMI, tem conseguido resultados promissores.

A divisão dos credores parece assegurada. Depois de obtido o aval de setores importantes do governo dos EUA para levar a negociação adiante, a apresentação pública da proposta argentina encontrou oposição bem menos ferrenha do que se esperava. Mais importante que o tom resignado de muitos representantes de bancos e de fundos de investimento internacionais, cresceu no início de fevereiro o movimento de compra dos títulos em moratória, sinal de que os mercados começam a retomar os negócios com os papéis argentinos em moratória, antes que se esgote o prazo para a troca pelos novos títulos.

A relação com o FMI é mais complexa, mas o governo argentino pa-

rece bem posicionado. A proposta de reestruturação da dívida privada condiciona, implicitamente, a solvência futura dos novos títulos a uma renegociação que permita o abrandamento dos pagamentos devidos ao Fundo, ao Banco Mundial e ao Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID). A orientação de politizar o conflito levou a um novo lance: um projeto de lei apresentado pelo governo ao Congresso proíbe que a proposta aos credores seja “melhorada”, como pede o FMI, estabelece que os títulos que não forem trocados agora poderão ficar em moratória indefinidamente e transfere as negociações para o Parlamento argentino depois de concluída a troca de títulos, no final de fevereiro.

Reestruturação compulsória A moratória com os credores privados, anunciada em janeiro de 2002, atinge hoje quase US\$ 100 bilhões, pouco mais da metade da dívida externa total. Deste valor, US\$ 81,2 bilhões correspondem ao valor nominal dos títulos em *default*. A outra parte corresponde aos juros em atraso, estimados em US\$ 18,2 bilhões. Não se

sabe como será tratada esta parcela, difícil de contabilizar com exatidão, por haver cerca de 160 tipos de títulos envolvidos e por serem desconhecidos aspectos relevantes da última renegociação, em novembro de 2001.

A proposta argentina não envolve cancelamento ou repúdio da dívida. É uma reestruturação compulsória, nos termos definidos pelo devedor, com um corte nos juros ou no valor nominal dos títulos. O governo argentino propõe trocar os títulos em moratória por três novos papéis, com características distintas (ver **Títulos oferecidos pelo governo argentino**, na página ao lado).

Nos três casos, o vencimento é muito longo, entre 30 e 42 anos, e a amortização começa a ser paga a partir do 20º ou do 32º ano. O tipo par não tem desconto inicial e paga juros desde o início, com taxas muito baixas até o 15º ano. O tipo *discount* paga juros elevados desde o início, em torno de 8,5% ao ano, metade paga em dinheiro, mas tem desconto inicial de 66% sobre o valor nominal. O tipo quase-par tem desconto menor e juros menores.

A proposta básica oferece US\$ 10 bi-

lhões de títulos ao par, US\$ 8,333 bilhões de títulos quase-par e US\$ 20,17 bilhões de títulos *discount*, o que soma US\$ 38,5 bilhões no total. Este valor representa desconto de 52,5% sobre o valor nominal em moratória e de 61,5%, se incluídos os juros em atraso. O desconto ficará um pouco menor e os juros um pouco maiores se a adesão dos credores alcançar mais de 70% do valor em moratória e se a Argentina mantiver crescimento acima de 3% durante os próximos anos.

Confronto político Com ou sem esta oferta adicional, a estrutura de pagamentos dos novos papéis mostra que o tamanho efetivo do desconto dependerá do que ocorrer com a Argentina, do seu desempenho econômico, da sua capacidade de pagar e dos juros que os aplicadores poderiam obter em outros títulos, se pudessem resgatar hoje integralmente suas aplicações segundo as condições originais dos papéis. As duas variáveis estão muito interligadas. Se a capacidade de pagamento da Argentina crescer ao longo dos próximos anos o risco-país declinará e os 8,5% ao ano dos papéis *discount* podem ser um negócio atraente, mesmo para quem compre os atuais papéis em moratória para entrar na troca. Cotados hoje a 30% do valor nominal no mercado, os papéis podem ser até mais rentáveis para seus atuais detentores que outras aplicações contratadas com os juros mais baixos de agora.

O prazo dos novos títulos é muito longo, mas para alguns aplicadores se tornou mais atraente aceitá-los, regularizar seus balanços e transferir o problema para o futuro. Continuar com os títulos em moratória é apostar em um confronto político longo e de desfecho incerto, ainda mais quando se constata que a Argentina simplesmente não tem como manter os pagamentos de juros e amortizações nas condições legadas pela conversibilidade. A dívida externa total está próxima de US\$ 200 bilhões, quase o valor do PIB argentino (no Brasil, a dívida externa é pouco maior que 40% do PIB; no México, é 25% do PIB), e está concentrada no setor público.

A percepção da virtual insolvência externa do país foi decisiva para desatar a onda especulativa que precipitou o fim da conversibilidade. Em 2001, com Domingo Cavallo de volta ao Ministério, houve duas renegociações da dívida externa: a *mecacanje*, em junho, e os *préstamos garantizados*, em novembro. A primeira agradou os credores: além de elevar a dívida total, não reduziu os pagamentos no curto prazo. Com o espectro da insolvência de volta à cena, a negociação dos *préstamos garantizados* foi concluída às pressas, em 30 de novembro, último dia útil antes de Cavallo anunciar o *corralito*. O bloqueio dos depósitos bancários deflagrou os protestos que levaram à renúncia do governo De La Rúa. Diz-se que aplicadores norte-americanos foram favorecidos e puderam se aproveitar do último grande empréstimo do FMI para retirar seus recursos do país.

A reestruturação não é novidade, portanto. Além do prazo muito longo imposto agora, a proposta argentina irrita os credores por ser unilateral e por dividi-los. É unilateral porque o país definiu suas condições e colocou os credores diante do fato consumado – “É pegar ou largar”, diz o ministro da Economia, Roberto Lavagna. Nas negociações de 2001, era o contrário: os credores impunham as condições, as autoridades

argentinas resmungavam um pouco e faziam a vontade do mercado. Além disso, a proposta acentua as divisões entre os credores privados e destes com os OFI, os organismos financeiros internacionais – FMI, Banco Mundial e BID.

Os três gráficos da página seguinte (**Jogando o problema para a frente**) mostram que o desfecho positivo da atual reestruturação significará uma grande transferência de pagamentos da dívida para o futuro. São estimativas do Centro de Estudos de la Situación y Perspectivas de la Argentina (CESPA). O primeiro gráfico mostra a substancial redução dos juros sobre a dívida em moratória a serem pagos até 2009 e a forte alta a partir de 2032 (os dois outros gráficos trazem projeções até 2031). No segundo, a carga de juros total (dívida renegociada e dívida com os OFI) em relação ao PIB estimado tem redução acentuada nos próximos cinco anos e volta a subir daqui a dez anos.

Dilema do FMI O terceiro gráfico ilustra uma das questões que dividem os credores. Mesmo com o desconto e o alongamento de prazos gerados pela moratória e pela reestruturação, os encargos da dívida externa continuarão muito altos nos próximos anos, se for preciso atender aos compromissos com os OFI. O gover-

TÍTULOS OFERECIDOS PELO GOVERNO ARGENTINO

| Características principais | Tipo: Par | Tipo: Quase-par | Tipo: Discount |
|--|---|---------------------|--|
| Desconto sobre o valor nominal | 0,0 | 30,6% | 63,0% |
| Vencimento (em anos) | 35 | 42 | 30 |
| Amortização: pagamentos semestrais a partir do ano | 25 | 32 | 20 |
| Juros capitalizados semestralmente, entre os anos | 0 | 1 a 10 anos: 5,57% | 1 a 5 anos: 4,35% 6 a 10 anos: 2,55% |
| Juros pagos semestralmente, entre os anos | 1 a 5 anos: 1,35% 6 a 15 anos: 2,50% 16 a 25 anos: 3,75% 26 a 35 anos: 5,25% | 11 a 42 anos: 5,57% | 1 a 5 anos: 3,97% 6 a 10 anos: 5,77% 11 a 30 anos: 8,32% |

Obs.: As taxas de juros são sempre em percentuais ao ano, com pagamentos ou capitalização a cada semestre.
Fonte: CESPA (www.econ.uba.ar/cespa.htm), Notas de Coyuntura 16, p. 4. Elaboração nossa.

no insiste que a Argentina não pode pagar mais que 3% do PIB de encargos da dívida. O gráfico mostra que a reestruturação promove pagamentos totais (juros e amortização) próximos destes 3% do PIB de 2005 a 2007, mas apenas se também forem suspensos os pagamentos aos OFI. Com isso, se o FMI, o Banco Mundial e o BID não aceitem renegociar os pagamentos que reclamam, o possível acordo com os credores privados não será suficiente para normalizar os pagamentos da Argentina ao exterior. Neste caso, o risco-país não cai, a ameaça de insolvência continua e os prejuízos dos credores privados aumentam: com juros maiores e incertezas de curto prazo, o retorno relativo dos novos

títulos no longo prazo é bem mais baixo, o que pode produzir o descalço de 75% da dívida colocado de público pelo governo Kirchner e que os credores privados consideram inaceitável. Ou seja, se os OFI não afrouxarem agora, prejudicarão os credores privados e terão que arcar com a moratória também dos seus créditos. O dilema maior é do FMI: a dívida argentina com o Fundo é muito alta, a suspensão criará problemas financeiros reais para suas contas e o governo Bush mostra-se hostil a colocar mais dinheiro no Fundo.

O sucesso alcançado até aqui pela Argentina traz importantes lições. Desmente as teses de que só existem duas opções para os países periféri-

cos: aceitar o que os mercados querem ou promover uma ruptura generalizada. O caminho argentino é intermediário, radical no unilateralismo, moderado na oferta de soluções aceitáveis para os credores, cauteloso no enfrentamento com o FMI. Confirma que é possível dividir os credores, é possível explorar diferenças e conflitos de interesses nos mercados financeiros, bem como nas elites e no governo norte-americano.

Renovação impressionante Não se sabe quanto a estratégia de dividir e negociar foi planejada em detalhes pela equipe de Kirchner nem quanto foi resultado dos constrangimentos impostos pela insolvência em que o país se encontrava em 2001. Alguns críticos insistem que seu governo não tem uma estratégia de desenvolvimento econômico e não sabe o que fazer com o país. É possível que a observação seja procedente. O governo atual não surgiu de uma plataforma de mudanças, o Partido Justicialista que o sustenta é o mesmo peronismo que sustentou Menem e Cavallo, os que produziram o desastre da conversibilidade. Ainda assim, a dinâmica gerada nestes dois anos produziu uma impressionante renovação em nosso vizinho. A economia cresce, muitos empresários defendem a estratégia do governo, uma parte do capital aposta no futuro, apesar dos vaticínios suspeitos de que o país não teria futuro se enfrentasse “os mercados”.

É possível que este movimento para a frente, depois de anos de regressão econômica, venha a gerar outros interesses econômicos, outras alianças e outras perspectivas, muito além do que o próprio Kirchner e sua equipe tivessem em mente de início. Tudo que eles queriam talvez não fosse mais que alguma reativação, alguma queda do desemprego, algum alívio da crise social. Queriam chegar a isso, não sabiam bem como, foram criando o caminho, e talvez cheguem adiante do que esperavam. É bem mais promissor que repetir velhos caminhos para repetir o passado sem sair do lugar. ■

Carlos Eduardo Carvalho é economista e professor da PUC-SP.

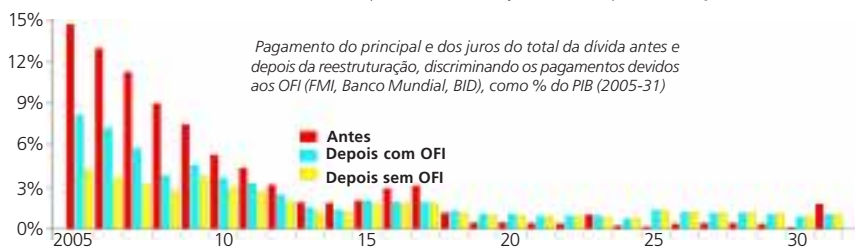
JOGANDO O PROBLEMA PARA A FRENTE



Fonte: CESPA (www.econ.uba.ar/cespa.htm), *Notas de Coyuntura*, nº 16, p. 10. Elaboração do autor.



Fonte: CESPA (www.econ.uba.ar/cespa.htm), *Notas de Coyuntura*, nº 16, p. 15. Elaboração do autor.



Fonte: CESPA (www.econ.uba.ar/cespa.htm), *Notas de Coyuntura*, nº 16, p. 18. Elaboração do autor.