

## **A insustentável leveza da dívida**

Roberto Giannetti da Fonseca

*Valor*, 28.07.11

### **A solução para a dívida europeia deve ser a semelhante usada por Bresser-Pereira em 1987: securitização da dívida externa com desconto**

Em 1987 aprendemos no Brasil uma grande lição, quando finalmente entendemos o momento em que uma dívida se torna impagável. Após a decretação oficial de moratória de nossa dívida externa em fevereiro de 1987, retornamos à mesa de negociação com os credores internacionais não mais em busca de um novo e inútil reescalonamento do principal e juros, mas sim de uma nova e inédita forma de reestruturação de toda dívida bancária externa, vencida e vincenda. Para os leitores mais jovens, que não viveram esse dramático momento da economia brasileira, é necessário recordar que desde o início da década de 80 o Brasil já se encontrava tecnicamente insolvente com os bancos internacionais. Em dezembro de 1982 havia sido reconhecida oficialmente pelo governo brasileiro a incapacidade de realizar com pontualidade as novas liquidações vincendas em moeda estrangeira, e pedimos auxílio ao FMI - Fundo Monetário Internacional, que impôs rígidas condições ao Brasil para seu apoio e aval ao processo de reescalonamento consentido da dívida externa. De 1983 a 1987 ficamos sujeitos a condições humilhantes de monitoramento econômico, seja pelo FMI como pelo Comitê de Bancos Credores, realizando periodicamente a rolagem do principal e de parte dos juros, estes cada vez mais altos, face ao chamado spread de risco aplicado sobre o total da dívida. Finalmente quando então foi declarada a moratória unilateral da dívida brasileira em 1987 o mundo veio abaixo, no momento em que muitos bancos começaram a vendê-la no mercado secundário com deságio de 70% para se ver livre daquele "lixo" contábil.

Diante dessa realidade, o próprio mercado já buscava uma solução heterodoxa para a dívida do Brasil, como dos demais países latino americanos, também encalacrados fazia já quase 7 anos com os bancos internacionais e o FMI. Foi quando na troca de comando do ministério da Fazenda em abril de 1987, a nova equipe econômica então comandada pelo ministro Bresser-Pereira vislumbrou com coragem e sabedoria que era chegada a hora da reestruturação da dívida brasileira por meio da sua securitização, com base na emissão de um menu de bônus de longo prazo e com variantes de taxas juros fixas ou variáveis, valor de corte no principal da dívida, opções de conversão e resgate antecipado e garantias de instituições multilaterais. Infelizmente, em 1987 o então secretário do Tesouro americano chamava-se James Baker, um intransigente e arrogante líder republicano que colocou-se frontalmente contra a proposta brasileira. Em fins de 1987, o governo Sarney veio a sucumbir diante do poderoso lobby dos bancos e dos economistas

conservadores de plantão, encerrando sem qualquer solução minimamente plausível o estado de moratória da dívida externa. Ficamos com o ônus e sem nenhum bônus.

Em 1988, empossado como novo secretário do Tesouro dos EUA, Nicholas Brady entendeu de pronto a inevitabilidade da reestruturação da dívida latino americana e em vez de se tornar um espectador passivo dos fatos, se posicionou como protagonista da história e lançando mão da mal sucedida proposta brasileira no ano anterior, remodelou-a como o histórico Plano Brady, que em poucos anos pôs fim àquele dramático período conhecido pelos latinos americanos como "década perdida".

Isso tudo me volta à memória agora em 2011, quando assisto ao "flashback reverso" dessa história, só que com outros personagens. Temos agora os países europeus e os Estados Unidos, nossos credores de 20 anos atrás, como países devedores a beira do colapso, enquanto o Brasil tornou-se um doador líquido de recursos ao FMI e figura hoje em dia entre os cinco maiores portadores de letras do Tesouro americano. E desde meados de 2008, e com mais ênfase a partir de maio de 2010, o mundo discute qual será a forma definitiva de resgate de alguns países europeus mais endividados e vulneráveis economicamente.

Repete-se o mesmo erro passado, dos reescalamentos infundáveis e do aumento sucessivo dos spreads de risco das dívidas da Grécia, Irlanda, Portugal, Espanha, e Itália. Quanto mais tempo passa, mais se deterioram as respectivas economias dessas nações europeias e de sua capacidade de enfrentamento convencional do pagamento das obrigações externas. Queda de investimentos, desemprego crescente, forte desequilíbrio fiscal, aguda recessão, são algumas das notícias que todos os dias nos acostumamos a assistir sobre esses países nos últimos meses.

Na terceira semana de Julho, finalmente a União Europeia, reconheceu o inevitável calote da dívida grega e anunciou timidamente uma forma de reestruturação voluntária de sua dívida, no estilo do Plano Brady. Melhor teria sido se finalmente os europeus, liderados pela Alemanha e pela França, viessem logo com um plano mais ambicioso e abrangente, de securitização gradual das dívidas de países europeus insolventes, de forma a repartir o custo desse resgate econômico entre os respectivos países devedores, seus respectivos credores, e os países da União Europeia como um todo, já que são sócios na união monetária e no Banco Central Europeu.

Um reforço do mecanismo European Financial Stability Facility - EFSF- poderia proporcionar uma sólida garantia a novos títulos de longo prazo (Exchange Bonds) da dívida desses países devedores. Tais títulos seriam emitidos e trocados com descontos implícitos ou explícitos sobre o principal e juros da dívida velha, de maneira que tornassem sustentável tal dívida reestruturada no período de sua

amortização, tal como ocorreu no caso do Plano Brady nos anos 90. Os países europeus em vias de default seriam automaticamente elegíveis ao uso dessa facilidade, desde que viessem a adotar medidas de disciplina fiscal e monetária compatíveis com as regras da União Europeia. Quem viver, verá, a insustentável leveza das dívidas europeias e americana!

**Roberto Giannetti da Fonseca** é empresário e economista, presidente da Kaduna Consultoria, e diretor titular de Relações Internacionais e de Comércio Exterior da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp).