



# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Álvaro Parga

Noviembre 21 de 2013

## Cláusulas de acciones colectivas y la deuda pública europea

La nueva contracción del PIB-real de la zona euro (a tasas de -0.4% en el 2013) y su persistente y elevado desempleo (12%) hacen temer nuevamente por los riesgos de reestructuraciones forzadas de su deuda pública. En efecto, durante las reuniones anuales entre el FMI y el Banco Mundial de septiembre del 2013, se discutió la necesidad de pensar en una “nueva peluqueada” a dicha deuda pública, especialmente en los casos de “la periferia” (Grecia, Portugal e Irlanda). Esto a pesar de que algunos de ellos han venido colocando “bonos frescos” a tasas de interés cómodas del 5-7% anual en euros.

La razón por la cual los organismos multilaterales insisten en pensar en una nueva “reestructuración amigable” es porque, a los niveles actuales de endeudamiento público del 120-180% del PIB, dichas deudas no lucen repagables y continuarán escalando sus valores al no lograrse superávits primarios (balances fiscales antes del pago de intereses), ver gráfico adjunto.

Toda esta fragilidad fiscal ha venido empeorando a lo largo del 2013 y la postración de la demanda agregada ya amenaza con generar una deflación en la zona euro, al punto que el Banco Central Europeo (BCE) decidió recortar recientemente su tasa repo del 0.5% a 0.25%. Así, se han venido produciendo espirales de austeridad fiscal con efectos recesivos que tumban el recaudo y agravan la presión de la deuda pública (ver *Comentario Económico del Día* 10 de julio de 2013).

Lo paradójico es que mientras el FMI y el Banco Mundial hablan de la necesidad de nuevas reestructuraciones de la deuda, el aplazamiento del “tapering” por parte de la FED está generando una reflación de activos y facilitando en el corto plazo el “rolling” de la deuda pública. Pero todo ello da una falsa sensación de tranquilidad macroeconómica, no sustentada por la grave crisis del sector real y el elevado desempleo de la zona euro.

Cabe recordar que la deuda de Grecia ya había sido objeto de un paquete de alivio en 2011, el cual incluyó: i) un recorte cercano al 20% en el valor presente neto de los bonos privados; ii) techos en las tasas de interés a niveles cercanos al 3.5%; iii) extensión de los plazos a 10-15 años, con períodos muertos hasta de 10 años (ver *Comentario Económico del Día* 4 de agosto de 2011).

**Continúa**

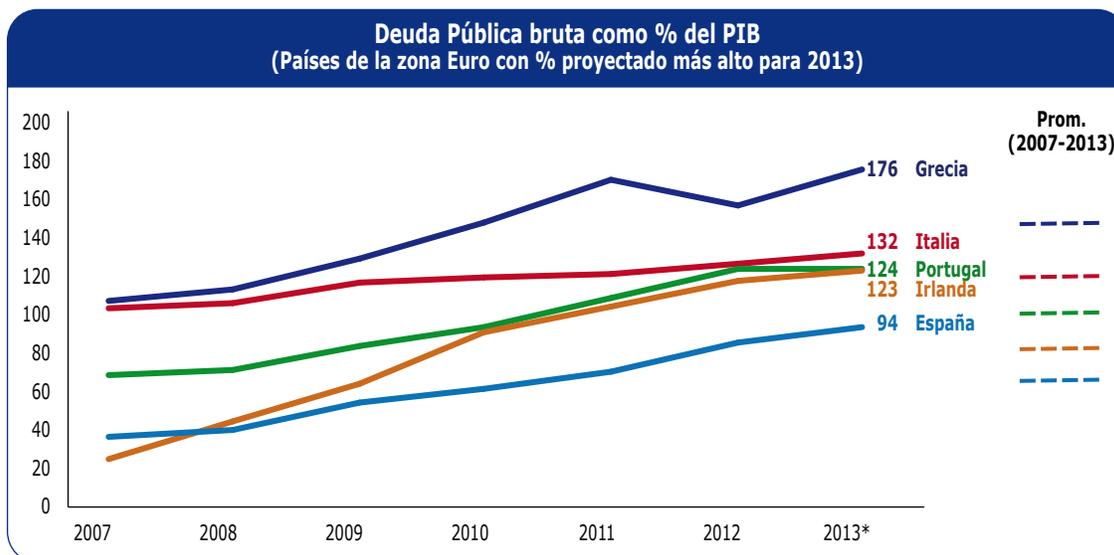
**Director: Sergio Clavijo**  
Con la colaboración de Álvaro Parga

Ahora bien, en el nuevo proceso de restructuración de dicha deuda pública jugarán un papel fundamental las llamadas Cláusulas de Acciones Colectivas (CACs). Dichas CACs buscan crear mecanismos para generar “fáciles” mayorías entre los tenedores de bonos, de tal manera que arrastren al resto de los acreedores a aceptar “peluqueadas” en el principal de sus bonos y así evitar una complicada quiebra estatal que tardaría años en solucionarse (ver *Comentario Económico del Día* 25 de septiembre de 2012).

En la medida que estas cláusulas controlen los posibles desacuerdos provenientes de grupos minoritarios, será más probable que los países con elevada exposición a dichas deudas puedan alcanzar consensos más ágiles sobre dichas restructuraciones. Tema que se ha venido debatiendo con gran ahínco desde 1998-2000, a raíz de la pasada crisis de Asia.

En síntesis, la gran abundancia de liquidez del período 2010-2012 y los anuncios de postergación de su moderación hacia principios del 2014 han dado la falsa sensación de “tranquilidad” en lo relativo a la crisis de la deuda pública en Europa. Más aun, la reciente baja de tasas del BCE está “adormeciendo” a los mercados, al tiempo que las calificadoras de riesgo han iniciado una nueva oleada de “perspectivas negativas” y reducciones de la deuda soberana, tanto en países desarrollados como emergentes.

La solución no luce fácil y requerirá una combinación de ajustes en diferentes frentes: i) en el frente fiscal debe continuar la “moderación” en el gasto y la agilización de la privatizaciones; ii) pero, dado que lo anterior luce insuficiente, se debe pensar nuevamente en las CACs para que faciliten nuevos “recortes” en la deuda, especialmente en la zona de la periferia; y iii) deben acelerarse los procesos de “uniones” en el frente fiscal y bancario para así cementar la frágil unión monetaria, la cual va quedando nuevamente en entredicho por cuenta de la debilidad del sector real y del elevado desempleo, entrando ya en el séptimo año de la crisis en el 2014.



\*Los datos son proyecciones del FMI.  
Fuente: cálculos Anif con base en Dane y Superfinanciera.