

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

Septiembre 25 de 2012

## Cláusulas de Acciones Colectivas (CACs) y la Sostenibilidad del Euro

Durante mayo-agosto del 2012 se ha desatado una preocupante crisis bancaria en la Unión Europea, incluyendo ahora la degradación de cerca de 40 entidades (muchas de ellas perdiendo su grado de inversión) y “corridas bancarias” en Grecia y España. Dado que buena parte del costo de dichos salvamentos está recayendo sobre el Banco Central Europeo (BCE) y, por esta vía, sobre Alemania, intempestivamente se ha entrado a cuestionar la solidez triple-A que venía disfrutando Alemania en su calificación de riesgo soberano.

Cabe recordar que las únicas buenas noticias que se han dado recientemente en este frente han sido algunos avances respecto a: i) el uso directo del fondo de rescate (el ESM) para algunos bancos europeos, a cambio de ceder su supervisión a la UE; ii) la recompra de papeles soberanos con dicho ESM, sin requerir paquetes de ajuste fiscal adicional; y iii) la renuncia al estatus de *seniority* que se le venía dando a los fondos del BCE-ESM, lo cual creaba problemas para el refinanciamiento de la deuda (ver *Comentario Económico del Día* 19 de julio del 2012).

Respecto a este último tema (tratamiento preferencial a la deuda pública, dependiendo de quien la posee) vale la pena hacer aquí un breve recuento histórico sobre el álgido debate que sostuvieron J. B. Taylor (Secretario del Tesoro de los Estados Unidos) y Anne Krueger (*Deputy* del FMI) a raíz de la quiebra de Argentina en 2000-2001. En aquel entonces la Krueger argumentaba (correctamente) la importancia de crear un *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* (SDRM) que diera tratamiento preferencial a la deuda pública y que incluyera en sus contratos las llamadas Cláusulas de Acciones Colectivas (CACs). Dichas CACs buscaban crear mecanismos para generar “fáciles” mayorías entre los tenedores de bonos, de tal manera que arrastraran al resto a aceptar “peluqueadas” en el principal de sus bonos y así evitar una complicada quiebra estatal que tardaría años en solucionarse.

Bajo la presencia de las CACs, se crearía el equivalente a los “Bonos Brady” (de los años ochenta), reestructurando de manera amigable la deuda, y de esta forma se evitaría el colapso de las economías. Pues bien, esto no se logró en el caso de Argentina. Esa economía ha completado una década sin acceso a los mercados internacionales y sólo en julio del 2012 se pagó la última cuota de la deuda

Continúa

## CRÉDITOS DE LIQUIDEZ Y CARTERA ORDINARIA.

Dos excelentes alternativas  
para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa.

[www.bancoavillas.com.co](http://www.bancoavillas.com.co)

Somos  **AV**  
GRUPO

Somos  **Banco AV Villas**

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

reestructurada y peluqueada (en cerca de un 70% en su principal), mientras dicho país ha sacrificado años de crecimiento y de estabilidad macroeconómica (lo cual se ha visto agravado por las políticas intervencionistas de Evita-Fernández).

Este recuento histórico es clave a la luz del cuasi-colapso del arreglo monetario alrededor del euro. En julio de 2011, a más de un año del primer paquete de salvamento de Grecia (mayo de 2010), se buscó crear el equivalente a los “Bonos Brady” (inicialmente bajo la aceptación de una peluqueada del 21%). Sin embargo, al no existir las CACs, muchos tenedores optaron por no aceptar dicha restructuración amigable (la cual no era obligatoria).

A pesar de que se dijo que Grecia no tendría que “probar” nuevamente el mercado sino hasta el 2013 (gracias a esa restructuración), en marzo de 2012 se vio que dicho recorte era insuficiente. Se procedió a solicitarle al mercado que aceptara un recorte del principal no del 21% sino del 54% (un descuento del 70% en el VPN, similar a lo ocurrido en Argentina). Pero claro, ni las multilaterales (FMI) ni el BCE estaban dispuestos a aceptar semejante “quita” en el principal de sus tenencias de dichos bonos y por eso pidieron tratamiento preferencial al 100% del principal. Ahora es claro que la deuda pública de Grecia es impagable, pues ella bordea el 160% del PIB, su PIB-real se ha contraído un 15% desde 2007 y el costo del *rolling* de su deuda bordea un exagerado 30% anual (en costosos euros).

¿Qué estaría pasando si los contratos de deuda pública de Grecia, Italia y España disfrutaran hoy de las CACs que solicitaba la Krueger en 2002 para Argentina, a lo cual se opuso tajantemente Taylor? Muchos argumentan que los exagerados costos de *rolling* de la deuda de dichos países no estarían bordeando el 6-7% anual actual (ver gráfico adjunto), lo cual haría más llevadera la situación. Dicho de otra manera, las CACs estarían obrando como un *deterrent* para los especuladores, muchos de los cuales vienen promoviendo la quiebra del euro a través de sus *Credit Default Swaps*. Así, la suerte de la unión monetaria de Europa dependerá no sólo del éxito que se tenga en fraguar las ansiadas y complementarias unión fiscal y unión bancaria, sino de la existencia de mecanismos que emulen las CACs para frenar el componente especulativo de los mercados de deuda pública.

