

Hace ya más de un año que el huracán María azotó a Puerto Rico, ahondando el sufrimiento de una economía que ya estaba atrapada en una profunda y duradera crisis.

A pesar de que María fue una tragedia, también creó una oportunidad para rehacer el plan fiscal que la Junta había certificado en marzo de 2017. Un estudio comisionado por Espacios Abiertos y dirigido por el especialista en crisis de deuda pública de la Universidad de Columbia, Martín Guzman, había mostrado que tal plan estaba basado en premisas infundadas y que no establecía una base apropiada para calcular cuanta quita de deuda necesitaba Puerto Rico. El estudio también ofreció un análisis de cuanto alivio de deuda era necesario para restaurar la sostenibilidad de las finanzas públicas de la isla.

Durante este último año, Guzman ha dirigido un nuevo proyecto que analiza a los planes fiscales posteriores y al acuerdo reciente con los tenedores de bonos COFINA. Algunas de sus conclusiones serán compartidas en esta conferencia.

El nuevo plan fiscal tenía que ser fundamentalmente diferente del anterior si es que a Puerto Rico se le iba a dar la oportunidad de recuperarse. Puerto Rico tiene ahora un nuevo plan fiscal y un acuerdo con los tenedores de bonos COFINA. Además, la Junta proyecta que Puerto Rico recibirá cerca de \$74.000 millones de ayuda federal durante los próximos 14 años, una cantidad sustancial en relación al tamaño de su economía, que tiene el potencial de ayudar a la causa de la recuperación tanto en el corto como en el largo plazo en la medida en que venga acompañada de un plan económico razonable, que incluya una reestructuración apropiada de la deuda.

Pero lo que viene sucediendo es preocupante. Mientras que el último plan fiscal ha revisado algunos de los supuestos del plan viejo en la dirección correcta, aún ofrece una visión excesivamente optimista de las consecuencias que tendrán las reformas planteadas para el futuro de la isla. Y la peor parte es el acuerdo COFINA, el cual pone en riesgo la premisa de que la reestructuración de deuda restaure la sostenibilidad de las finanzas públicas. De implementarse, el acuerdo podría dejar a la economía puertorriqueña atrapada en una dinámica desestabilizante de recesión.

El acuerdo COFINA: \$11.800 millones de bonos de interés, con un cupón de casi 6 por ciento serán cambiados por \$9.600 millones de bonos nuevos con un cupón promedio de 4,5%, y \$6.000 millones de bonos de apreciación de capital serán cambiados por \$2.400 millones de bonos nuevos—pero cuidado con esos números pues son engañosos en cuanto a la carga de deuda real que implican (el bono de apreciación de capital no es un bono ordinario; no paga un cupón sino que tiene una estructura de apreciación del capital que resulta en pagos que crecen en el tiempo, y que crecen más cuanto más se alarga el vencimiento del bono, lo que puede confundir fácilmente a no especialistas).

Mientras que los números del acuerdo COFINA han sido publicitados como un “ahorro” para la sociedad puertorriqueña, la realidad luce menos color de rosas que lo que se ha sugerido. Hay un número de detalles que deben ser tenidos en cuenta para entender las implicancias reales de este acuerdo.

El acuerdo COFINA no es un simple intercambio de bonos viejos por bonos nuevos con menos valor. Los tenedores de bonos ganan con este intercambio en dimensiones importantes. Y quienes pagan por ello son quienes pagan impuestos en Puerto Rico. Veamos esto.

Primero, los nuevos bonos son bonos más seguros, bonos que tienen otro *seniority* o prioridad para el repago. Mientras que los bonos viejos eran una combinación de bonos senior y junior, los bonos nuevos son todos senior. De modo que los bonos junior viejos son

quienes supuestamente sufren el mayor recorte, pero están ganando en seniority. De hecho, el acuerdo redonda en un valor de recupero sustancialmente mayor que el que se esperaba en los mercados hace un año, como lo muestra el incremento de los precios de esos bonos durante tal período.

Segundo, la estructura de pagos es tal que aquellos crecerán en el tiempo en una magnitud que difícilmente se pueda sostener. Bajo el acuerdo, los pagos anuales en COFINA crecerán desde \$420 millones en el año fiscal 2019 a casi \$1.000 millones en el año fiscal 2041. Esto no sería un gran problema si la economía de Puerto Rico fuese a crecer proporcionalmente durante ese período, pero eso no es una expectativa razonable en las circunstancias actuales (ni la Junta piensa que eso vaya a suceder, como muestra el último plan fiscal).

Si este acuerdo es aprobado, verá a la sociedad puertorriqueña pagar cerca de \$33.000 millones a sus acreedores COFINA por un valor principal que antes de la reestructuración era de \$17.800 millones. Y sobre todos bonos que serán senior, cuyos pagos deberían ser descontados a una tasa baja. Esto no parece constituir mucho ahorro...

Concluyendo:

- El acuerdo COFINA solo tendría sentido desde el objetivo de restaurar la sostenibilidad si a todos los otros grupos de acreedores de Puerto Rico se les impusiesen quitas de casi el 100% de sus acreencias. La aritmética es sencilla. La capacidad de pago de deuda que revelan tanto nuestros cálculos como los de otros autores que obtuvieron resultados similares utilizando metodologías diferentes, implica que esta generosidad con los tenedores de bonos COFINA no dejará casi nada para el resto de los acreedores.
- Por otra parte, el acuerdo COFINA sienta un precedente peligroso. Si se acordasen términos similares con los tenedores de los bonos de Obligación General, Puerto Rico estará forzado a declarar otro default o a sufrir recortes enormes en su gasto público que

volvería a poner a la economía en un sendero de depresión de la actividad y de emigración en lugar de permitirle prolongar su recuperación.

- Importante: el rebote en la actividad está siendo la consecuencia de la expansión fiscal a la que está dando lugar la ayuda federal, y no de la austeridad fiscal. Esto es consistente con la noción de que Puerto Rico estaba en un régimen de demanda agregada insuficiente.
- Los tenedores de bonos COFINA obtendrán mucho más que lo que esperaban obtener hace un año. Los precios tanto de los bonos COFINA como los de Obligaciones Generales han venido subiendo desde entonces, como consecuencia de la forma en que se ha desenvuelto el juego político, que ha terminado favoreciendo a los bonistas en detrimento de las ciudadanas y los ciudadanos de Puerto Rico.
- El proceso de reestructuración de deuda requiere de un enfoque abarcador de todas las deudas, en lugar de uno que vaya tratando de ir acomodando una a una las piezas sueltas. Esto no está ocurriendo.
- La Junta continúa apoyando demasiados pagos de deuda y demasiada austeridad, mientras muestra una fe excesiva en las virtudes de las reformas estructurales en una economía en recesión.
- Sobreestimar la capacidad de pago de la deuda es la receta para el fracaso. Es el camino para dejar al país con una carga impagable que mantenga niveles de incertidumbre que alejen inversiones, lo que eventualmente termina con otra reestructuración costosa. Hay evidencia a montones sobre las consecuencias negativas del camino que está siguiendo Puerto Rico (Grecia es el ejemplo reciente más famoso).
- A pesar del tan fuerte consenso que ha emergido entre economistas con visiones diversas sobre el hecho de que Puerto Rico necesita un plan económico y de reestructuración de deudas distintos de los actuales, quienes toman las decisiones de política no parecen estar escuchando. Si la deuda de Puerto Rico no se reestructura de forma apropiada, permanecerá atrapado en una trampa de crisis económica, de deuda, y de emigración.