

# Análisis del alivio de deuda que necesita Puerto Rico para restaurar su sostenibilidad

## Resumen ejecutivo



La economía de Puerto Rico ha estado en recesión durante más de una década. Esta recesión ha producido una crisis fiscal y económica. La falta de oportunidades ha redundado en flujos migratorios que afectan la vida de miles de familias y hacen la carga más pesada para los que se quedan. En general, la dinámica macroeconómica actual está desestabilizando la vida de unos 3.5 millones de ciudadanos estadounidenses en Puerto Rico. Contrarrestar esta dinámica requiere políticas adecuadas, tanto macroeconómicas como para el manejo de la deuda.

El colapso de la actividad económica ha hecho inviable el pago completo de la deuda pública. La meta principal de nuestro estudio es ofrecer una perspectiva para desarrollar un plan de acción con vistas a resolver la actual crisis de la deuda de Puerto Rico. El diseño de una propuesta de reestructuración debe tener en cuenta que la relación entre la reestructuración de la deuda y las políticas fiscales implica una causalidad bidireccional. Por un lado, sin políticas macroeconómicas que expandan la demanda agregada, Puerto Rico no se recuperará, y si la economía no se recupera, Puerto Rico no podrá pagar a sus acreedores sin imponer daños graves a sus casi 3.5 millones de residentes. En la dirección causal opuesta, una mayor reducción de la deuda implicaría que el territorio contaría con más recursos para políticas macroeconómicas expansivas, con lo cual se haría más viable la recuperación y más probable el pago completo de la deuda reestructurada.

Nuestra contribución tiene por lo tanto dos componentes. En primer lugar, examinamos las implicaciones macroeconómicas del Plan Fiscal de Puerto Rico que ha sido aprobado para los años fiscales desde 2017-18 hasta 2026-27, ya que es un elemento crucial en el cómputo de las necesidades de reestructuración de la deuda de Puerto Rico. En segundo lugar, presentamos un Análisis de Sostenibilidad de la Deuda (ASD) donde se incorpora la dinámica macroeconómica esperada que implicaría la implementación del Plan Fiscal a fin de computar las necesidades de reestructuración de Puerto Rico.

Nuestro análisis del Plan Fiscal detecta dos fallas centrales en su diseño:

(I) El plan está basado en premisas que no son razonables, por lo tanto, no reconoce adecuadamente la magnitud de la dinámica desestabilizadora que crearía. En específico:

- (i) Los valores de los multiplicadores fiscales utilizados para las proyecciones del PNB son injustificadamente optimistas: dan por sentado que las contracciones fiscales programadas en el Plan Fiscal irán asociadas con contracciones del producto que caen en la cota inferior del rango de estimaciones que provee la literatura empírica.
- (ii) Las proyecciones del PNB no tienen en cuenta los efectos contractivos que la caída de la actividad económica tendría sobre los ingresos fiscales, y por lo tanto subestiman el impacto recesionario de las políticas fiscales propuestas.
- (iii) La premisa del plan en términos de que las reformas estructurales que afectan principalmente la formación de la oferta agregada serán el motor de una recuperación económica ya para 2022 no es compatible con una teoría macroeconómica sólida, dado que la economía de Puerto Rico está bajo un régimen de demanda restringida, es decir, una situación en que los factores de producción de la economía están subutilizados. Cualquier reforma dirigida a reducir gastos probablemente profundizará la recesión en el corto plazo.
- (iv) El plan no tiene en cuenta que una depresión económica más profunda probablemente intensificaría los flujos migratorios.

(II) El plan se queda corto en su presentación de un análisis de reestructuración y sostenibilidad de la deuda. Sencillamente especifica la cantidad que debe pagarse a los acreedores durante la próxima década, sin detallar explícitamente las obligaciones que la isla tendrá que afrontar a más largo plazo, así como la sostenibilidad de éstas. Esto tiene consecuencias negativas a corto plazo, porque la incertidumbre respecto a las obligaciones a largo plazo reducirá el atractivo de las inversiones en la isla en el presente, con lo cual se perjudican las perspectivas de recuperación.

También hemos realizado un análisis de sensibilidad de la proyectada dinámica macroeconómica que supone el Plan Fiscal de Puerto Rico. Esto nos permite construir escenarios más realistas sobre las necesidades de reestructuración de la deuda de Puerto Rico. Las proyecciones del Plan Fiscal sobre el PNB se ubican en la cota superior de nuestro rango de proyecciones. Y el rango

completo de proyecciones predice que el PNB real será más bajo al final del Plan Fiscal (año 2026) que en 2017. Por lo tanto, se proyecta que la implementación del Plan Fiscal conducirá a una década perdida en términos de evolución de la actividad económica.

Luego pasamos a incluir los resultados de un Análisis de Sostenibilidad de la Deuda (ASD) que incorpora nuestro análisis de sensibilidad de la proyectada dinámica macroeconómica que implicaría el Plan Fiscal. De este ejercicio reportamos tres conclusiones principales:

(I) Bajo la premisa de que se respetará el Plan Fiscal y sin una reestructuración que reduzca la actual deuda pública pendiente, el territorio tendrá que mantener de forma permanente superávits fiscales primarios de aproximadamente entre el 3.5 y el 7.4 por ciento del PNB a partir de 2027. Esa meta es económica y políticamente inviable. Como resultado, el estado de deuda actual de Puerto Rico es insostenible.

(II.A) Si retenemos las premisas del Plan Fiscal, llegamos al resultado de que la reducción de la deuda de Puerto Rico que se necesita para restaurar la sostenibilidad tendría que incluir la cancelación completa de los pagos de intereses que en el Plan Fiscal están programados para no pagarse, además de una reducción del valor nominal que debería situarse entre aproximadamente el 45 y el 65 por ciento de la actual deuda de \$51,900 millones incluida en el Plan Fiscal.<sup>1</sup>

(II.B) Sin embargo, el universo pertinente de obligaciones de la deuda del sector público puede abarcar más que las deudas incluidas en el Plan Fiscal, ya que la sostenibilidad de la deuda del sector público puede también depender de la sostenibilidad de una porción significativa de deuda emitida por otras entidades públicas no incluidas en el Plan Fiscal. Si computamos el alivio necesario contando con que la deuda pertinente en este caso corresponde al total de la deuda del sector público,<sup>2</sup> lo cual aumenta la deuda a \$72,200 millones, llegamos al resultado de que la reducción necesaria incluye la cancelación completa de los intereses no pagados más una reducción en el valor nominal de entre el 60 y el 73 por ciento de esta cifra alternativa de la deuda pública.

---

1 En una carta enviada por uno de los autores de este informe, Martín Guzmán, a la directora ejecutiva de la Junta de Supervisión y Administración Financiera para Puerto Rico, Sra. Natalia Jaresko, en las cifras referentes a la reducción de deuda necesaria se habían sumado la reducción del valor nominal y la cancelación de intereses. En este informe se reportan por separado la reducción de valor nominal necesaria y la cancelación de intereses.

2 El neto de las deudas del Children's Trust y del HFA, excluidas alegando que su pago no es responsabilidad de los residentes de Puerto Rico.

(III.A) Utilizando un conjunto más amplio de premisas para los multiplicadores fiscales, lo cual incluye tanto las premisas del Plan Fiscal como otros escenarios más realistas, y descartando los injustificadamente optimistas efectos positivos proyectados de la reforma estructural respecto al crecimiento del PNB en el período de 2017-2026, concluimos que si se pone en efecto el Plan Fiscal, el territorio necesitaría la cancelación completa de los pagos de intereses no incluidos en el Plan Fiscal más una reducción del valor nominal de entre aproximadamente el 50 y el 80 por ciento para hacer sostenible la deuda —y, repetimos, la reducción necesaria es mayor si consideramos que el universo pertinente de obligaciones de la deuda es \$72,200 millones en vez de los \$51,900 millones incluidos en el Plan Fiscal—.

(III.B) Estos cálculos son todavía conservadores, ya que no estamos tomando en consideración qué efecto tendrá sobre los flujos migratorios la agravada depresión económica que se proyecta será generada por el Plan Fiscal, y también estamos manteniendo la premisa del Plan Fiscal de que el territorio alcanzará una tasa estable de crecimiento nominal del PNB de 2.6 por ciento anual sin poner en práctica políticas expansivas que estimulen la demanda agregada. Por lo tanto, el cálculo de una reducción de deuda necesaria que incluya la cancelación completa de intereses más una reducción de entre el 50 y el 80 por ciento de su valor nominal, debe considerarse como una cota inferior, es decir, la estimación más conservadora de las necesidades de ayuda del territorio.

Finalmente, cabe notar que estos cálculos se realizaron antes del huracán María. Los devastadores efectos del huracán tienen un impacto significativo en el alivio de deuda que se requiere para restaurar la sostenibilidad. Todavía no tenemos estimaciones precisas de los costos económicos causados por María, pero esperamos actualizar nuestros cálculos cuando haya disponible información más precisa al respecto.

### *Conclusiones y consideraciones adicionales*

La futura dinámica macroeconómica de la economía de Puerto Rico dependerá del plan fiscal y de reestructuración de la deuda que se adopte. Afirmamos que el Plan Fiscal aprobado no promueve la recuperación económica de Puerto Rico ni la sostenibilidad de su nivel de deuda. Al contrario, es casi seguro que el Plan Fiscal tendrá como resultado una década de actividad económica disminuida

y empeorará la sostenibilidad de la deuda de la isla, perpetuando una crisis que todas las partes interesadas desearían terminar.

Restaurar la sostenibilidad de la deuda requiere una reducción substancial de la misma. Es muy poco probable que un proceso voluntario de reestructuración produzca el nivel de alivio que Puerto Rico necesita. Experiencias recientes en la reestructuración de deudas públicas demuestran que las negociaciones voluntarias a menudo redundan en retrasos, insuficiente alivio para el país y tratamiento injusto de ciertas clases de acreedores. Las predicciones basadas en la teoría económica concuerdan con estos datos históricos. Por lo tanto, sostenemos que el gobierno tomó una decisión sensata al presentar un caso de quiebra al amparo del Título III de la ley PROMESA el 3 de mayo de 2017. De otra manera, Puerto Rico habría estado expuesto a un nivel enorme de litigios que habrían perjudicado los esfuerzos de reestructuración y el avance hacia la recuperación económica.

La propuesta de reestructuración debe tener en cuenta que habrá que tomar decisiones bajo incertidumbre. Hay diferentes niveles de incertidumbre, tanto en términos de los parámetros empleados en los cálculos como en términos de los impactos exógenos a los que estará expuesto Puerto Rico en las próximas décadas. Para lidiar con esta incertidumbre subyacente, el proceso de reestructuración podría mejorarse con la inclusión de bonos vinculados al PNB, que ajustan los pagos de la deuda a la capacidad de repago de Puerto Rico. Por definición, estos bonos mejoran la sostenibilidad de la deuda reestructurada y armonizan los incentivos del deudor y de los acreedores, de manera que los acreedores también se beneficiarían de una recuperación más robusta.

Nuestro análisis no estudia cómo se distribuirá la carga de la quita (pérdida por la cancelación de una parte de la deuda) entre los bonistas, sino que más bien ofrece una perspectiva sobre las necesidades de alivio en su conjunto. La estructura de prioridad implica que no todos los bonistas tendrán el mismo descuento, pero la distribución de dichas pérdidas de los acreedores se determinará a base de consideraciones legales que van más allá del objetivo de este estudio. Lo que ofrece este estudio es un cálculo del alivio global que se necesita para restaurar la sostenibilidad de la deuda pública de Puerto Rico.

Finalmente, sostenemos que la reestructuración de la deuda será una condición necesaria pero no suficiente para la recuperación económica. Puerto Rico necesita más que simplemente restaurar la sostenibilidad de la deuda: necesita una nueva estrategia de crecimiento económico para

reemplazar la anterior, que claramente ha fracasado. Sin embargo, si la deuda no se reestructura de manera apropiada, no será factible ninguna estrategia nueva de crecimiento. La Comisión de Crecimiento para Puerto Rico del CNE está realizando investigaciones complementarias a este estudio con el propósito de diseñar una nueva estrategia de crecimiento para la isla.