

Enfrentando sobreendeudamiento – Lecciones de dos operaciones de deuda en Jamaica

Juan Pedro Schmid

Departamento de Países del
Caribe

RESUMEN DE
POLÍTICAS N°
IDB-PB-312

Enfrentando sobreendeudamiento – Lecciones de dos operaciones de deuda en Jamaica

Juan Pedro Schmid

Marzo, 2019

Catalogación en la fuente proporcionada por la
Biblioteca Felipe Herrera del
Banco Interamericano de Desarrollo
Schmid, Juan Pedro.

Enfrentando sobreendeudamiento: lecciones
de dos operaciones de deuda en Jamaica /
Juan Pedro Schmid.

p. cm. — (Resumen de políticas del BID ; 312)

Incluye referencias bibliográficas.

1. Debt relief-Jamaica. 2. Debts, Public-
Jamaica. 3. Debts, External-Jamaica. 4.

Fiscal policy-Jamaica. I. Banco
Interamericano de Desarrollo. Departamento
de Países del Grupo Caribe. II. Título. III.

Serie.

IDB-PB-312

<http://www.iadb.org>

Copyright © 2019 Banco Interamericano de Desarrollo. Esta obra se encuentra sujeta a una licencia Creative Commons IGO 3.0 Reconocimiento-NoComercial-SinObrasDerivadas (CC-IGO 3.0 BY-NC-ND) (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/legalcode>) y puede ser reproducida para cualquier uso no-comercial otorgando el reconocimiento respectivo al BID. No se permiten obras derivadas.

Cualquier disputa relacionada con el uso de las obras del BID que no pueda resolverse amistosamente se someterá a arbitraje de conformidad con las reglas de la CNUDMI (UNCITRAL). El uso del nombre del BID para cualquier fin distinto al reconocimiento respectivo y el uso del logotipo del BID, no están autorizados por esta licencia CC-IGO y requieren de un acuerdo de licencia adicional.

Note que el enlace URL incluye términos y condiciones adicionales de esta licencia.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan el punto de vista del Banco Interamericano de Desarrollo, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representa.



JPSchmid@iadb.org

CET@iadb.org

Abstract

Jamaica tuvo que enfrentar la crisis financiera mundial del 2008 con una economía débil y altos niveles de deuda. En esta coyuntura económica, la situación fiscal de Jamaica se hizo insostenible. A partir del 2010, el gobierno comenzó a realizar importantes esfuerzos para llevar la trayectoria de la deuda a una senda sostenible. Este informe evalúa los dos intercambios de deuda llevados a cabo por el Gobierno de Jamaica y explora si su diseño era apropiado para abordar la sostenibilidad de la deuda. El estrecho vínculo entre la situación fiscal y la estabilidad del sector financiero se puede apreciar en la alta exposición del sector financiero a la deuda pública en Jamaica. Además, para facilitar la implementación, se restringió las operaciones de deuda a deuda doméstica. Cualquier intento de reestructurar el stock de deuda a través de una reducción del valor o cancelación de la deuda, habría tenido un impacto sustancial en el sector financiero nacional, que tiene una exposición considerable a los valores soberanos. Es probable que pérdidas en el sector financiero tengan efectos multiplicadores negativos sobre el crecimiento del PIB, el empleo y la pobreza. El informe concluye que el alcance de los ahorros fiscales derivados de la reestructuración de la deuda, incluso con ausencia de la crisis en el sector financiero, fue siempre pequeño.

Códigos JEL: E62, F34, H63, H68, H81, O23

Palabras claves: Jamaica, Caribe, FMI, deuda, reestructuración de deuda, ajuste fiscal

Abreviaciones

ALC	América Latina y el Caribe
BOJ	Banco de Jamaica
CAC	Cláusula de acción colectiva
FMI	Fondo Monetario Internacional
GOJ	Gobierno de Jamaica
JDX	Intercambio de Deuda de Jamaica (Jamaica Debt Exchange en inglés)
NDX	Intercambio Nacional de Deuda (National Debt Exchange en inglés)
PDF	Fondo de Desarrollo de Petrocaribe
PPG	Deuda acumulada, pública y con garantía pública
SAF	Servicio Ampliado del Fondo Monetario Internacional
SBA	Acuerdos de Derecho de Giro (Stand-By) del Fondo Monetario Internacional
VAN	Valor Actualizado Neto

1. Introducción

Durante la primera década del siglo XXI, varias economías emergentes y en desarrollo, algunas en América Latina, se beneficiaron de la reducción en los niveles de deuda pública, principalmente por la implementación de audaces políticas fiscales y altos precios de materias primas de exportación. Como resultado, incluso durante la crisis financiera del 2008, estos países lograron obtener desempeños económicos positivos y superiores a las economías avanzadas. Después del 2009, los países primario-exportadores de América Latina mantuvieron una senda de crecimiento excepcional debido a la rápida recuperación de los precios de materias primas. La situación empezó a cambiar en el 2014. En el 2015, América Latina y el Caribe (ALC) presentaron tasas agregadas de crecimiento bajas y, en los años subsiguientes, experimentaron una lenta recuperación económica. Al mismo tiempo, en muchos países empeoraron los balances fiscales y aumentó el nivel de deuda.

El panorama económico en el Caribe era distinto al de América Latina. Economías como la de Jamaica, ingresaron a la crisis financiera mundial del 2008 con desempeños económicos débiles, un alto nivel de deuda y pocos amortiguadores fiscales. Después de iniciada la crisis financiera mundial, Jamaica se vio obligada a realizar un severo ajuste fiscal a través de dos programas que requirieron operaciones de deuda doméstica. Este proceso fue llevado a cabo con el apoyo del Fondo Monetario Internacional (FMI). El primer programa se interrumpió antes de tiempo, pero el segundo logró concretarse con éxito.

Jamaica no solo pasó todos los exámenes y superó las ambiciosas metas fiscales del programa, sino que también consiguió estabilidad económica. La experiencia en operaciones de deuda de Jamaica ofrece lecciones importantes para otros países que tienen que enfrentar ajustes fiscales y sobreendeudamiento.

2. Antecedentes

Los problemas de la deuda soberana son probablemente tan antiguos como el préstamo soberano en sí. El primer incidente de problemas de pago fue registrado en Grecia y data del siglo IV A.C. (ver Sturzenegger y Zetelmeyer [2006] o Das, Papaioannou y Trebesch [2010] para una historia de cesación de pagos soberanos). En tiempos más recientes, los problemas de deuda soberana han ocurrido a menudo en oleadas y han tenido una escala mundial. Las crisis de deuda de los años 70 y 90 tuvieron un efecto en cadena y afectaron a varios países latinoamericanos. Existe una vasta literatura que estudia casos históricos para explorar los efectos de las reestructuraciones de deuda o incumplimientos de pagos en la economía.

Se pueden identificar algunos hechos estilizados en operaciones de deuda, a pesar de las diferencias en los factores externos y en las circunstancias con las que se llevaron a cabo (ver Das, Papaioannou y Trebesch [2010] para una visión general del tema). En particular, las reestructuraciones de deuda suelen ir acompañadas de recesiones económicas.¹ Además, las recesiones son más profundas y duran más tiempo cuando las reestructuraciones son combinadas con crisis de divisas y/o del sector financiero. La turbulencia económica asociada al problema de la deuda a menudo conduce a una devaluación real del tipo de cambio que puede contribuir a una posterior recuperación económica (por ejemplo, Rusia y Ucrania). Estas devaluaciones del tipo de cambio real benefician a los países exportadores de materias primas debido a que cuentan con mejores términos de intercambio.

Las reestructuraciones en las que el país deudor negocia una modificación de los términos de la deuda tienden a ser menos costosas para la economía que los incumplimientos de pagos sin negociación previa. En ambos casos, el país deudor suele ser expulsado de los mercados internacionales de deuda. Sin embargo, varios países han logrado volver a obtener acceso a financiamiento externo al poco tiempo de ser excluidos de los mercados financieros internacionales.

El costo de la reestructuración de los acreedores en términos de la reducción en el valor de la deuda puede tener un impacto en la recuperación del acceso al financiamiento externo (Cruces y Trebesch, 2011). Si las reestructuraciones son ligeras, se puede acceder de nuevo a los mercados financieros internacionales con relativa rapidez. Las reestructuraciones generan más trastornos en países donde el sector bancario nacional tiene mayor exposición a la deuda pública y a menudo van de la mano con crisis financieras (por ejemplo, Rusia y Ecuador entre 1998 y 2000) (Das, Papaioannou, Y Trebesch, 2010).

La experiencia de Jamaica encaja en estos hechos estilizados. Debido a los altos niveles históricos de deuda pública respecto al PIB, se consideraba una operación de reestructuración de deuda como un paso clave para alcanzar la sostenibilidad fiscal a mediano y largo plazo. Los resultados del ejercicio fueron los esperados en comparación con otros países que implementaron similares diseños de intercambio de deuda.

¹ Véase, por ejemplo, Yeyati y Panizza (2011), que muestran que las crisis de deuda tienden a seguir contracciones del PIB.

3. Experiencias de Jamaica con operaciones de deuda

En el 2010, el Gobierno de Jamaica (GOJ) llevó a cabo el Jamaica Debt Exchange (Intercambio de Deuda de Jamaica, JDX). El JDX era una condición previa para el Acuerdo *Stand-By* (acuerdo de derecho de giro, SBA) con el FMI en febrero de 2010. El programa SBA fue un programa de 28 meses, pero se estancó después de tres revisiones a principios de 2011 (véase FMI [2010] para más detalles del JDX).

La segunda operación de deuda se realizó el 1 de mayo de 2013. Jamaica ingresó a un programa de Servicio Ampliado del FMI de cuatro años (SAF) para contrarrestar el rápido deterioro de su situación fiscal. En febrero de 2013, antes de implementar el SAF, Jamaica ejecutó un intercambio de instrumentos de deuda nacional denominado National Debt Exchange (Intercambio Nacional de Deuda, NDX). Al igual que el JDX, el NDX preservó el valor nominal de los instrumentos de deuda y redujo las tasas de interés fijas y variables entre 1 y 5 por ciento. El objetivo del intercambio era alcanzar un ahorro de intereses acumulado equivalente al 8,5 por ciento del PIB en el 2020. Además, al ampliar los vencimientos en febrero de 2013, se redujo el riesgo de refinanciamiento de pagos equivalentes al 8 por ciento del PIB (véase el FMI [2013] para una discusión detallada del NDX).²

Si bien el intercambio de deuda apoyó los esfuerzos del SAF para estabilizar la economía de Jamaica, el país se mantuvo en una posición vulnerable dado el alto nivel de deuda con el que inició el programa (146 por ciento del PIB en marzo de 2013). Además, el marco macroeconómico requería un superávit primario del 7,5 y 7 por ciento del PIB durante y después de implementar el programa, respectivamente. Esto dejó poco espacio para ajustes en caso de derrumbes de políticas o choques externos (Schmid y Malcolm, 2016).

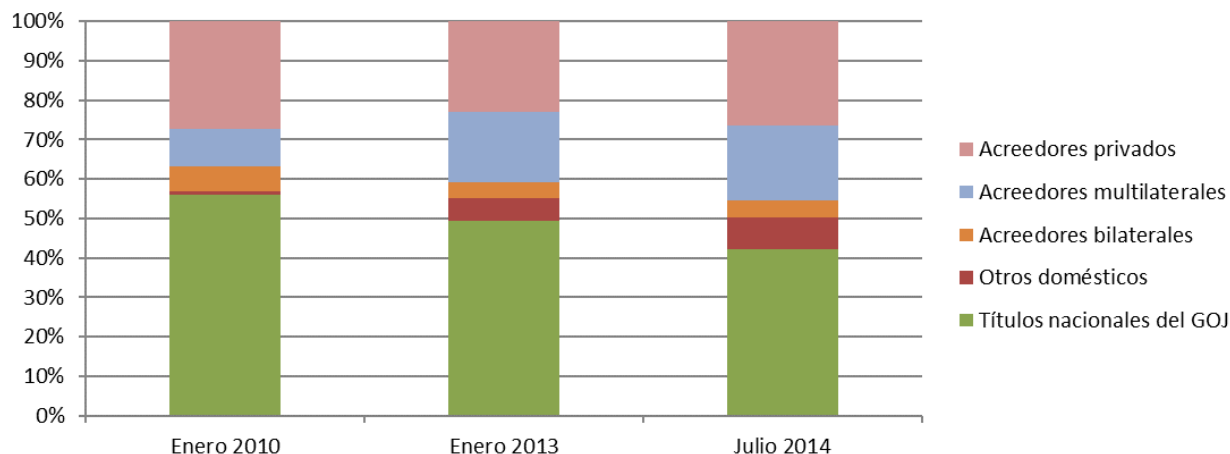
Después de los dos intercambios de deuda surgió la pregunta de por qué Jamaica todavía requería una consolidación fiscal tan severa. Tanto el JDX como el NDX fueron criticados por no modificar el valor nominal de los valores y requerir altos superávits primarios durante un prolongado período de tiempo. Algunos observadores argumentaron que los intercambios de deuda no fueron lo suficientemente profundos y no abordaron el problema fundamental de solvencia del país (Johnston y Montecino, 2011, 2012). Sin embargo, a pesar de que Jamaica tenía un compromiso de cumplimiento en el pago de la deuda sostenido en una cláusula

² El NDX no logró alcanzar la meta por un 0,4 por ciento del PIB. Sin embargo, las principales instituciones financieras acordaron un recorte en sus tenencias de deuda para alcanzar el objetivo.

constitucional³, un ajuste profundo a través de un intercambio de deuda hubiera sido riesgoso para el sector financiero y no hubiera proporcionado importantes beneficios fiscales.

En la época de la crisis financiera del 2008, la deuda externa de Jamaica consistía en deuda comercial (principalmente bonos globales) y deuda con acreedores oficiales (bilaterales y multilaterales). La deuda interna incluía los títulos de deuda del GOJ y deuda comercial directa. La deuda total del sector público era conformada también por la deuda con garantía pública tanto interna como externa del gobierno central (ver gráfico 1). Además, Jamaica participó en el acuerdo de Petrocaribe, cuyas entradas se ingresan en el Fondo de Desarrollo de Petrocaribe (PDF). El PDF otorgaba préstamos a las empresas públicas y al gobierno central.⁴

Gráfico 1: Composición de deuda antes del JDX, NDX y 14 meses después del NDX



Fuente: MoFPS y cálculos propios.

Nota: La deuda externa está conformada por la deuda con acreedores privados, multilaterales y bilaterales. La deuda doméstica comprende los títulos nacionales del GOJ y otros valores domésticos.

Ambas operaciones se concentraron en instrumentos de deuda domésticas del GOJ porque la inclusión de bonos externos hubiera sido costosa y requerido más tiempo de negociación. Los dos intercambios de deuda se realizaron bajo la presión de una situación macroeconómica en rápido deterioro. Además, modificar la deuda comercial externa podría haber fracasado ya que la mayoría de los bonos globales de Jamaica carecían de una cláusula de acción colectiva (CAC). Tal como sucedió en Argentina, la ausencia de un CAC podría haber generado una renuencia en la participación de la modificación de la deuda por parte de los acreedores. Esto

³ El artículo 119 de la Constitución de Jamaica prevé que la deuda pública se cargue en el Fondo Consolidado. Esta cláusula ha sido interpretada como prohibición de facto de los intercambios de deuda involuntaria.

⁴ Debido a la participación del PDF, estas obligaciones se denominaban deuda interna en el marco del SAF.

podría haber expuesto al país a juicios por fondos de deuda en dificultades (también conocidos como fondos buitres) y contribuido a la expulsión del país de los mercados de deuda internacionales durante muchos años.⁵

Por un lado, la deuda externa de Jamaica estaba conformada por deuda comercial y deuda de acreedores oficiales, principalmente multilaterales. Por otro lado, el Fondo de Desarrollo de Petrocaribe⁶ representaba la mayor parte de la deuda interna que no fueran instrumentos del GOJ.⁷ Esto dejó sólo los instrumentos domésticos del GOJ para una posible operación de deuda. Cabe resaltar que estos instrumentos eran menos de la mitad de la deuda total acumulada, pública y con garantía pública (PPG).

El principal problema con la deuda doméstica del GOJ era su alta colocación en instituciones financieras nacionales. A pesar de que estas últimas estaban bien capitalizadas, era incierto hasta qué punto podrían haber absorbido una pérdida de valor en sus tenencias de instrumentos del GOJ, las cuales representaban una parte importante de sus activos. Esto es especialmente cierto para las empresas financieras que ofrecen repos⁸. Estas compañías, denominadas *security dealers*, basan su negocio en la venta de instrumentos a corto plazo respaldados por valores de largo plazo del GOJ. Los repos (pasivos) tienen una duración relativamente corta (menos de un año). En cambio, los títulos de deuda (activos) en las cuales se basaban del GOJ tenían vencimientos de varios años.

Los *security dealers* retenían los bonos del gobierno mientras ofrecían retornos garantizados sobre los repos. Este proceso los exponía a riesgos de tasa de interés y valoración. El nivel de endeudamiento que tuvo Jamaica se puede apreciar en la exposición del sector de los *security dealers*. En el momento de la NDX, el sector tenía más del 20 por ciento del PIB en valores del GOJ, lo que equivale a más de tres veces el capital y el 42,5 por ciento de los activos.

Un segundo problema fue la manera como estaban interconectadas las instituciones financieras. Mientras que los bancos hubieran estado mejor posicionados que los *security dealers* para absorber las pérdidas en los valores de GOJ, algunos estaban vinculados entre sí

⁵ Ver Hornbeck 2013 para una discusión del caso de Argentina.

⁶ En realidad, la deuda era con Venezuela por los envíos de petróleo en el marco del acuerdo de Petrocaribe.

⁷ Una operación de recompra de deuda entre Jamaica y Venezuela por un valor de US \$ 3 mil millones eliminó la mayor parte de la deuda de Petrocaribe en julio de 2015 (ver Schmid y Malcolm, 2016).

⁸ Los repos pueden ser considerados como certificados de depósitos con un retorno garantizado (la inversión más un interés), los cuales están respaldados por la tenencia de títulos públicos.

a través de conglomerados. Dado este escenario, los problemas de solvencia o liquidez de un *security dealer* podrían haber desencadenado problemas en bancos asociados y, en última instancia, en todo el sector bancario. Finalmente, otras instituciones financieras también tenían montos sustanciales de valores del GOJ, incluyendo compañías de seguros (56,3 por ciento de los activos a diciembre de 2012) y la industria de pensiones (42,47 por ciento de los activos).

En conjunto, hay dos factores importantes que han restringido el efecto total de las operaciones de deudas de 2010 y 2013. Por una parte, las operaciones de deuda en Jamaica excluyeron la deuda con acreedores externos debido a las dificultades que conllevan las operaciones de reestructuración de deuda externa. Por otra parte, la reducción en el valor de la deuda se vio limitada porque la operación doméstica iba a afectar los activos del sector financiero nacional. Dadas estas restricciones, ambas operaciones de deuda fueron intercambios de instrumentos domésticos sin reducción de valor nominal, pero con postergaciones en los vencimientos y menores tasas de interés.

Como las tasas de interés eran altas antes del JDX, se podían lograr importantes reducciones del VAN sin un cambio en el valor nominal de los instrumentos. En el 2010, el JDX redujo los rendimientos promedio del 19 al 12,5 por ciento y del 9 al 7 por ciento para los títulos en dólares jamaíquinos (JM \$) y dólares estadounidenses (US \$), respectivamente. La prórroga de vencimientos y la reducción de interés resultaron en una disminución del 20 por ciento del VAN (utilizando una tasa de descuento del 12 por ciento). La inflación promedio del año anterior a la JDX fue del 10 por ciento y la tasa de interés de referencia del Banco de Jamaica (BOJ), del 10.5 por ciento. Esto implica que las tasas de interés reales promedio fueron positivas, pero mucho menores que antes del intercambio de instrumentos. El total de títulos equivalentes al 65 por ciento del PIB fue ajustado de esta manera.

El JDX fue la primera vez que el GOJ realizó una operación de deuda y el mercado lo vio como un sacrificio por única vez.⁹ Por esta razón, el impacto adverso en la confianza de los inversores fue breve. El gobierno no sólo regresó al mercado de deuda doméstico al poco tiempo después del intercambio, sino que los rendimientos de las emisiones de nueva deuda disminuyeron aún más. Como resultado, el gobierno pudo emitir instrumentos de tasa fija y variable solo tres meses después del JDX y las tasas de interés descendieron a niveles históricamente bajos. Sin embargo, la demanda de valores de GOJ cayó en 2011, ya que la

⁹ Véase Grigorian et al. (2012) para un análisis detallado de los desarrollos que rodean el JDX.

cuarta revisión de la SBA comenzó a demorarse. El gobierno todavía era capaz de emitir valores, pero los vencimientos eran más cortos y comprendían una mayor proporción de instrumentos de tasa variable. Los vencimientos más cortos de estas nuevas emisiones contribuyeron a la acumulación de repago de la deuda interna en febrero de 2013, que fue una de las razones del NDX.

Cuadro 1: Comparación Jamaica Debt Exchange (JDX) y National Debt Exchange (NDX)

	JDX	NDX
Monto tratado	JM\$ 680,000 MM; 65% PIB	JM\$ 876,000 MM; 64% PIB
Participación	99.2%	99%
Rendimiento previo	19% JM\$; 9% US\$	10.1% JM\$; 7% US\$
Rendimiento posterior	12.5% JM\$; 7% US\$	8.8% JM\$; 5.2 US\$
Ahorro fiscal	3% PIB por año	8.5% PIB para el 2020
Extensión del vencimiento	4.7 a 8.3 años	6.4 a 10.2 años
Acceso a Mercados Internacionales (Meses después del intercambio)	US\$ 400 MM; 12 meses	US\$ 800 MM; 14 meses

Fuente: Gregoriano (2012), FMI (2010; 2013), y cálculos propios.

Además de que el JDX se consideraba un evento de única vez, había la percepción de que las tasas de interés eran excesivamente altas antes del intercambio. Por este motivo, el JDX se consideraba necesario, incluso por los tenedores de los valores. Las tasas de interés comenzaron a bajar rápidamente después del intercambio, lo que llevó a una apreciación de los bonos JDX de tasa fija. Sin embargo, lo mismo no ocurrió con el NDX. La extensión de vencimiento durante el JDX había dejado a los inversionistas que tenían títulos de GOJ con rendimientos decrecientes (para la deuda de interés variable). Además, el dólar jamaicano comenzó a depreciarse a un ritmo acelerado a mediados de 2012, reduciendo la rentabilidad de los valores denominados en JD \$ en términos de US \$.

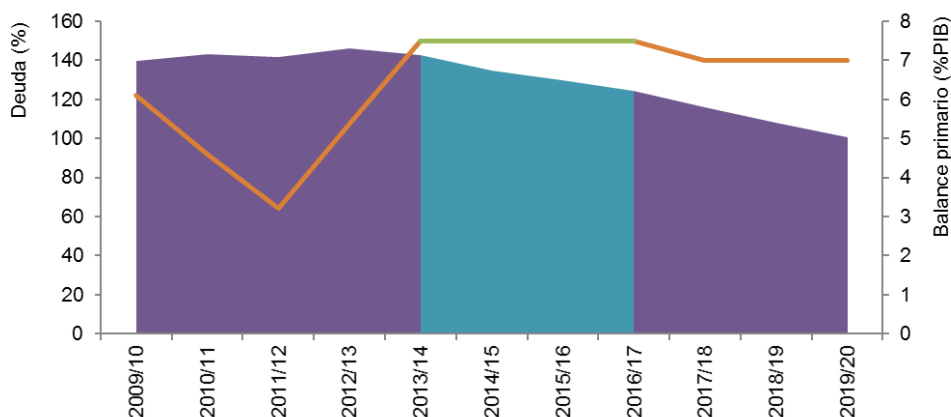
Después de tres años, el primer pago a los inversionistas estaba programado para febrero de 2013, pero el NDX volvió a extender el vencimiento de la mayoría de los valores. El efecto adverso del NDX en los inversores fue mayor al del JDX porque los rendimientos anteriores al NDX ya eran más bajos que en el momento del JDX. Antes del NDX, el interés promedio fue del 10,1 por ciento (12,4 por ciento para renta fija y 8,3 por ciento para renta variable) en JM \$ y 7 por ciento en US \$. Al contrario de lo que sucedió con el JDX, demanda para instrumentos del gobierno cayó y las tasas de interés comenzaron a aumentar rápidamente después de NDX. La tasa de referencia de las letras del Tesoro a tres meses aumentó de un mínimo de 5.5 por ciento, justo después de la NDX, a 8.7 por ciento en marzo de 2014. Además, el mercado de deuda interna se volvió inactivo sin ninguna emisión gubernamental y prácticamente no hubo transacciones en el mercado secundario. La aplicación de un plan de estabilización de la

economía en el marco del SAF y el buen cumplimiento de los objetivos del programa contribuyó a revertir esta situación. A finales del 2015, la tasa de referencia de las letras del Tesoro se encontraba por debajo del 6 por ciento, con una diferencia de un punto porcentual respecto al año anterior. Además, el gobierno emitió valores equivalentes a poco menos del 1 por ciento del PIB en febrero de 2016, tres años después del NDX que coincidió con el primer principal reembolso de títulos nacionales desde 2010.

4. ¿Debe el NDX haber sido más agresivo?

Dado el buen desempeño del SAF, el intercambio de deuda del 2013 contribuyó a la estabilización de la economía. Sin embargo, para mantener la sostenibilidad fiscal Jamaica seguía requiriendo una consolidación fiscal estricta y prolongada. Para que la deuda pública alcance el 100 por ciento del PIB, el plan fiscal preveía un superávit primario del 7 y el 7,5 por ciento del PIB entre los años fiscales 2013/14 y 2019/20.¹⁰ Además, estos objetivos suponían una evolución económica relativamente optimista y la ausencia de shocks externos o de retrasos en las políticas (ver gráfico 2). Los intercambios de deuda no eliminaron el riesgo de una nueva crisis fiscal en el mediano plazo y la estabilización podría haber sido más rápida con un ajuste de deuda más fuerte.

Gráfico 2: Pronósticos del SAF 2013 para la de deuda respecto al PIB y el balance primario, 2009/10 - 2019/20



Fuente: FMI (2013), *Extended Fund Facility (EFF)*, y cálculos propios.

Nota: El área de color morado y azul hace referencia a la deuda respecto al PIB y la línea de naranja y verde, al balance primario respecto al PIB.

¹⁰ Del mismo modo, las simulaciones indican que Jamaica necesita mantener un superávit primario del 7 por ciento del PIB hasta 2026 para alcanzar el objetivo de deuda del 60 por ciento establecido bajo la regla fiscal.

Los gráficos 3a y 3b muestran el nivel de exposición a los valores del GOJ de los bancos comerciales. El valor promedio de los títulos nacionales del GOJ respecto al capital total fue del 112 por ciento en diciembre de 2012, mientras en algunas instituciones, el nivel de exposición alcanzaba más del 200 por ciento. La situación a finales de 2010 era similar, excepto que las instituciones individuales tenían exposiciones aún más altas. El riesgo de mantener la deuda pública era evidente en términos de activos totales, ya que los valores del gobierno a fines de 2012 representaban hasta un tercio del total de activos de bancos comerciales, con un promedio de casi 20 por ciento.

Gráfico 3a: Bancos comerciales, valores del GOJ como porcentaje del capital

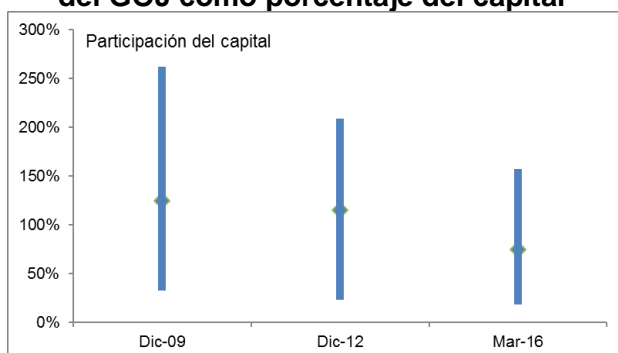
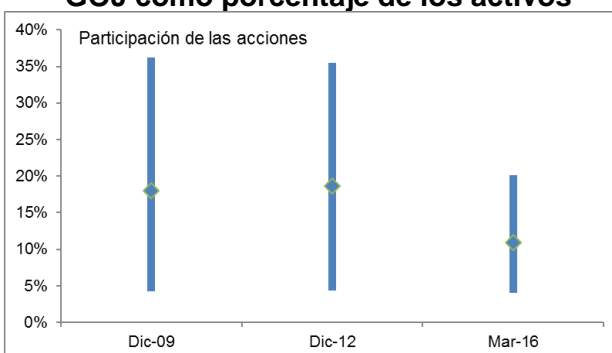


Gráfico 3b: Bancos comerciales, valores de GOJ como porcentaje de los activos



Fuente: Banco de Jamaica (BOJ).

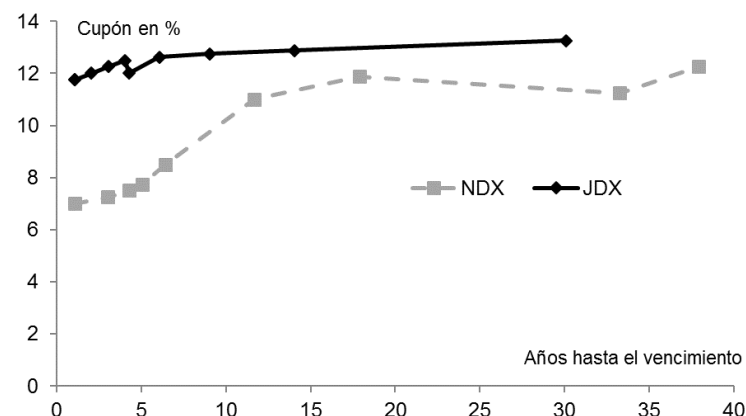
La alta exposición de los bancos comerciales a los valores gubernamentales resalta el riesgo de una operación de reducción de deuda. Asimismo, la disminución de tasas de interés puede generar una disminución en los precios de los bonos y, por lo tanto, de los activos del sector financiero. Esto último se debe a que el valor de los bonos de interés fijo se define por el cupón (interés) que se paga en relación al nivel de tasas de interés. Un bono que paga menos intereses que el nivel general se intercambia por menos del valor nominal (con un descuento), mientras que un bono que paga tasas de interés más altas se negociará con una prima.

Esta característica de los bonos también restringió la intensidad de los intercambios de deuda, ya que limitó la reducción de las tasas de interés.¹¹ La reducción de las tasas de interés se consideró adecuada debido al alto nivel que tenían antes del JDX. Éstas continuaron disminuyendo después del intercambio.

¹¹ Los valores de los bonos caen cuando los tipos de interés se reducen.

El efecto potencial de los aumentos de las tasas de interés en las valuaciones de bonos fue una consideración importante para el NDX. La inflación promedio para los 10 años anteriores al JDX había sido del 11 por ciento, lo que resultó en la esperada de tasas de interés reales positivas para los nuevos bonos JDX. Sin embargo, dada la curva de rendimiento de los bonos NDX, era posible que las tasas de interés reales fueran negativas para los bonos con una tenencia inferior a 10 años (ver gráfico 4).

Gráfico 4: Curvas de rendimiento de intercambio post-deuda para JDX y NDX



Fuente: MOFPS y cálculos propios.

5. Simulaciones de operaciones alternativas

La combinación de la cartera de deuda y la tenencia de valores del GOJ por el sector financiero nacional tuvo consecuencias importantes para la viabilidad de las reestructuraciones de deuda en Jamaica. Supongamos, por ejemplo, que el gobierno hubiera disminuido radicalmente sus títulos de deuda mediante la aplicación de una reducción de valor nominal del 50 por ciento en el momento de la NDX. De la discusión anterior está claro que tal reducción tendría un severo impacto en el sector financiero nacional, especialmente en los *security dealers*, además de las compañías de seguros, los pensionistas, los ahorristas y otros tenedores de deuda del GOJ. Si el valor nominal de los títulos nacionales se hubiera reducido a la mitad, la deuda respecto al PIB hubiera pasado del 146% a 113%. Este es un nivel de deuda bastante alto para un ejemplo hipotético con una reducción de valor de deuda que afectaría severamente la economía doméstica. Sin embargo, en este escenario es probable que el gobierno debiera haber recapitalizado algunas instituciones financieras.¹²

¹² Jamaica rescató su sector financiero en la década de 1990 a un costo de 40 por ciento del PIB.

Por el contrario, supongamos que el gobierno hubiera mantenido intacto el valor nominal de los títulos, pero reducido los cupones de tasa de interés a la mitad del valor de los cupones de los bonos NDX. Aquellos que hubieran recibido la mitad del interés, habrían percibido una pérdida del 23 por ciento en relación con los valores de los bonos después del NDX. Esta pérdida habría variado dependiendo del tipo de bono. Aquellos con un vencimiento a más largo plazo hubieran acumulado las mayores pérdidas.

Si bien las disminuciones en el valor nominal y las fuertes reducciones en los cupones de interés conllevan a desafíos para el sector financiero, los efectos de una operación de deuda sobre la situación fiscal y la trayectoria de la deuda dependen de los efectos secundarios en el tipo de cambio, crecimiento económico y la posible necesidad de recapitalizar instituciones importantes.

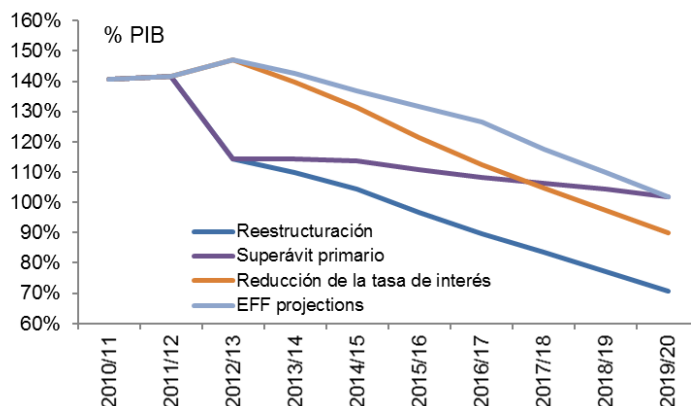
El gráfico 5 compara la trayectoria de la deuda ante una reducción en las tasas de interés y el valor nominal de los títulos nacionales. Los escenarios de proyección no incluyen efectos secundarios y mantienen el objetivo de superávit primario del 7,25 por ciento previsto en el SAF. Si la tasa de interés hubiera experimentado una reducción del 50%, el ratio de deuda respecto al PIB de Jamaica hubiera alcanzado el 89,9 por ciento en marzo de 2020. En cambio, si el valor nominal de los títulos nacionales se hubiera reducido en 50%, el ratio deuda/PIB hubiera alcanzado el 70,6 por ciento.

Por el contrario, con una operación de deuda más profunda, se podría haber alcanzado el objetivo de deuda/PIB del 100 por ciento para el 2020 con menores requerimientos de superávit primario. Si se hubiera reducido el valor nominal de los títulos nacionales en 50 por ciento, el promedio del superávit primario respecto al PIB requerido hubiera sido del 3 por ciento. En el caso de una reducción en la tasa de interés del 50%, el superávit primario respecto al PIB requerido hubiera sido 5,75 por ciento. Ambos resultados representan reducciones sustanciales al promedio de superávit primario respecto al PIB de 7,25 por ciento previsto en el SAF. Sin embargo, con reducciones en el valor nominal de la deuda agresivas se podrían haber esperado efectos secundarios sobre el crecimiento y potencialmente en el tipo de cambio.

Las simulaciones de la deuda muestran el desafío que Jamaica enfrentó a principios de 2013. La reducción simulada del 50 por ciento en el valor nominal de los títulos nacionales habría cancelado un monto de deuda equivalente al 30 por ciento del PIB. Sin embargo, habría impactado negativamente en los bancos, los *security dealers*, los pensionistas y los ahorristas privados. Como resultado, el impacto positivo de la reducción de la deuda hubiera sido, al

menos parcialmente, revertido por una contracción económica y posible fuga de capital propiciada por los ahorristas, quienes habrían movido su capital al exterior.

Gráfico 5: Trayectoria de la deuda bajo diferentes operaciones de deuda



Fuentes: FMI, MoFPS, BOJ, y cálculos propios.

Notas: El crecimiento en las simulaciones de desaceleración del crecimiento es -4, -2, -1 por ciento para 2013/14 hacia adelante. El ajuste del tipo de cambio fue simulado con una depreciación única del 30 por ciento, mientras que la inflación en el mismo año se duplicó.

Las consecuencias hubiesen sido menos graves con una reducción más agresiva de las tasas de interés. Sin embargo, si éstas se hubieran disminuido a la mitad de la tasa de NDX, se habría reducido el valor de los títulos nacionales del GOJ en un 20 por ciento, equivalente al 12 por ciento del PIB. Como tal, se podría haber previsto una desaceleración del crecimiento y un ajuste del tipo de cambio, lo que hubiera dado como resultado una relación entre la deuda y el PIB superior al 89,9 por ciento.

6. Lecciones de los dos intercambios de deuda

El JDX y el NDX ofrecen lecciones importantes para otros países en potenciales situaciones similares. En general, queda claro que el JDX del 2010 no fue suficiente y debería haber contribuido a una mayor reducción de la deuda en términos del VAN. A pesar de que las tasas de interés disminuyeron después del intercambio, los pagos de intereses siguieron representando una carga elevada para el país, que resultó en la necesidad de realizar una segunda operación de deuda (NDX) tres años más tarde.

Jamaica probablemente hubiera tenido mayor beneficio con un intercambio de deuda más agresivo en el 2010. Después del JDX, la tasa de interés promedio de los valores de GOJ fue del 11,7 por ciento. Después del NDX, éstas se redujeron al 9,3 por ciento. Si con la aplicación del JDX, las tasas de interés hubieran alcanzado los niveles menores del NDX, el programa

hubiera podido disminuir la deuda respecto al PIB más rápido o con un menor requerimiento de ajuste fiscal.

Asimismo, algunos de los valores podrían haber tomado un descuento más alto, especialmente aquellos denominados en US \$. Por ejemplo, un año después del NDX, el valor del instrumento de 5 por ciento en US \$ de 2016 aumentó un 7 por ciento en términos reales debido a la depreciación del JM \$, mientras que un valor similar denominado en JM \$ perdió 1 por ciento en términos reales.

Una de las principales razones para el JDX fue la excesiva dependencia de la deuda a corto plazo. Si bien la deuda a corto plazo tiene la ventaja de tener tasas de interés más bajas, tiene la desventaja de que hace que el gobierno sea vulnerable a las fluctuaciones de las condiciones del mercado.¹³ Sin embargo, el JDX sólo logró eliminar parcialmente el riesgo de refinanciamiento, ya que más del 20 por ciento de la deuda aún estaba madurando durante los tres años siguientes al intercambio (la mayor parte en el año 2013). Por tanto, el JDX no resolvió completamente la acumulación de vencimientos de deuda, sino que lo trasladó a los siguientes tres años por la percepción de que un programa exitoso de la SBA facilitaría el acceso a nuevos fondos.

Un mejor enfoque podría haber sido transformar deuda de corto plazo a deuda con diferentes vencimientos. Por ejemplo, los títulos con vencimiento en 2010 podrían haberse convertido en tres títulos, con vencimientos en el 2013, 2016 y 2019. Evitar vencimientos más cortos en una operación de deuda es importante porque el gobierno sólo podría emitir nuevos instrumentos con menor vencimiento después del intercambio. Como el JDX ya resultó en una concentración de repagos de deuda en 2013, las emisiones posteriores agravaron la situación.

Otras formas de reducir la carga de los intereses con poco perjuicio a los tenedores de deuda podrían haber sido la creación de instrumentos con tasas de interés cada vez mayores.¹⁴ Por ejemplo, un instrumento podría haber pagado el 2 por ciento de interés el primer año, 4 por ciento el segundo hasta que alcanzara la tasa de interés deseada. Una tasa de interés más baja en los primeros años del programa habría liberado más recursos del gobierno para reducir

¹³ Por ejemplo, si el gobierno necesita refinanciar la deuda en un momento en que las tasas de interés aumentan.

¹⁴ Tenga en cuenta que el instrumento FRAN ofrecido bajo el NDX es similar a esta idea, ya que es un instrumento con valor nominal de 80 que aumenta a 100 hasta el vencimiento. Durante todo el período, el instrumento paga 10 por ciento de su valor nominal (8-10 por ciento del valor original). Sin embargo, el FRAN era opcional y la aceptación se limitaba principalmente a las empresas estatales.

la deuda en los primeros años y habría postergado parte de la carga de interés a un momento en que los esfuerzos de estabilización ya habrían contribuido a producir una deuda global más baja y un mayor crecimiento. Al mismo tiempo, el aumento de las tasas de interés habría protegido el valor del instrumento, especialmente para los inversores con un horizonte de inversión más largo.

7. Conclusiones

Los desempeños fiscales y económicos débiles durante un período de tiempo extendido llevaron a una situación fiscal insostenible para Jamaica en el 2009. El alto nivel de la deuda y los pagos de intereses relacionados fueron los principales problemas que enfrentaba Jamaica. Después de dos intercambios de deuda, Jamaica siguió enfrentando desafíos.

A pesar de la estricta adhesión a un exigente programa respaldado por el FMI, la deuda con respecto al PIB en marzo de 2016 fue del 125 por ciento del PIB. Además, el país siguió enfrentando importantes vulnerabilidades y tenía previsto adherirse a un marco macroeconómico que requería saldos primarios del 7 por ciento del PIB durante 10 años (Schmid y Malcolm, 2016).

Como resultado, observadores se preguntaron si las operaciones de deuda anteriores fueron adecuadas o pudieron haber sido más fuertes. Este documento describe las restricciones a las que se enfrentaron las operaciones de deuda en Jamaica: la pequeña proporción de deuda que podía tratarse (valores nacionales del GOJ) y la exposición del sector financiero nacional. Dado el alto riesgo para la economía nacional de un ajuste profundo, se decidió limitar las operaciones de deuda a cambios de deuda domésticas sin reducción de valor.

A pesar de estas restricciones, los intercambios de deuda de Jamaica podrían haber sido hechos de manera diferente, posiblemente con mayores beneficios fiscales para el gobierno. Se ha demostrado que la primera operación de deuda fue demasiado débil por la necesidad de una segunda operación de deuda solo tres años después del JDX. La primera operación de deuda, durante el SBA, no redujo suficientemente las obligaciones del GOJ y limitó una reducción más rápida de la deuda. Habría sido más beneficioso para Jamaica si el JDX hubiera incluido la reducción de intereses y extensión de vencimientos que formaron parte del NDX. Además, se podrían haber intercambiado instrumentos individuales por diferentes tipos de instrumentos, por ejemplo, con vencimientos escalonados, para evitar la acumulación de vencimientos de deuda como en el 2013.

8. Bibliografía

- Cruces, J. and C. Trebesch. 2011. "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts." CESifo Working Paper Series No. 3604. Munich: CESifo Group. Available at <http://econpapers.repec.org/paper/cesceswps/5f3604.htm>
- Das, U. S., M. G. Papaioannou, and C. Trebesch. 2012. "Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts." IMF Working Paper No. WP/12/203. Washington, DC: International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=26190.0>
- Grigorian, D. A., T. Alleyne and A. Guerson. 2012. "Jamaica Debt Exchange." IMF Working Paper No. WP/12/244. Washington, DC: International Monetary Fund. Available at <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=40043>
- Hornbeck, J. F. 2013. "ARGENTINA'S DEFAULTED SOVEREIGN DEBT: DEALING WITH THE" HOLDOUTS". *Current Politics and Economics of South and Central America* 6.2: 155.
- IMF (International Monetary Fund). 2013. "Jamaica: Request for an Arrangement Under the Extended Fund Facility." IMF Country Report No. 13/126. Washington, DC: International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13126.pdf>
- _____. 2010. Jamaica: 2009 Article IV Consultation and Request for a Stand-By Arrangement." IMF Country Report No. 10/267. Washington, DC: International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10267.pdf>
- Johnston, J. and J. A. Montecino. 2012. "Update on the Jamaican Economy." Washington, DC: Center for Economic and Policy Research. Available at <http://cepr.net/documents/publications/jamaica-2012-05.pdf>
- _____. 2011. "Jamaica: Macroeconomic Policy, Debt and the IMF." Washington, DC: Center for Economic and Policy Research. Available at <http://cepr.net/documents/publications/jamaica-gr-2011-04.pdf>
- Schmid, J. P. 2016. "Addressing Debt Overhang: Experiences from Two Debt Operations in Jamaica." IDB Policy Brief No 256. IDB-PB-259. Washington, DC: Inter-American Development Bank.
- Schmid, J. P. and X. Malcolm. 2016. "Debt, Fiscal Adjustment, and Economic Growth in Jamaica." IDB Policy Brief No. IDB-PB-249. Washington, DC: Inter-American Development Bank. Available at https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/7438/IDB-PB-249_Debt_Fiscal%20Adjustment_and%20Economic%20growth_final.pdf?sequence=1
- Sturzenegger, F. and J. Zettelmeyer. 2006. *Debt Defaults and Lessons From a Decade of Crises*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Yeyati, E. L. and U. Panizza. 2011. "The Elusive Costs of Sovereign Defaults." *Journal of Development Economics* 94(1): 95–105.