

**Universidad de Puerto Rico  
Recinto de Río Piedras  
Departamento de Economía  
Unidad de Investigaciones Económicas**

**Serie de Ensayos y Monografías: Núm. 12**

*Análisis de la deuda de las  
corporaciones públicas de Puerto Rico*

**Richard Funkhouser  
marzo 1980**

## ANALISIS DE LA DEUDA DE LAS CORPORACIONES PUBLICAS DE PUERTO RICO

### 1.1 Introducción

La deuda pública representa un mecanismo de financiamiento que surge de un desbalance entre los insumos y gastos del gobierno. La emisión de deuda ha tenido el propósito principal de financiar la inversión necesaria para la infraestructura en el desarrollo económico del país. La deuda pública se emite a través del Gobierno del Estado Libre Asociado, las Corporaciones Públicas y los Municipios.

En la tabla núm. 1 podemos apreciar la tendencia histórica de la deuda pública. Para junio de 1977 el total de deuda ascendía a \$5,330.3 millones. Ese total representa alrededor del 80% de producto bruto y el 96.7% del ingreso neto. De ese total el 75% correspondía a las Corporaciones Públicas, el 22.5% al Gobierno y el 3% a los Municipios.

A partir de 1973 la capacidad financiera del gobierno de Puerto Rico se afectó adversamente. Esa situación ha tenido importantes implicaciones con relación a la deuda pública del gobierno y principalmente de las corporaciones públicas. En el Informe Económico al Gobernador preparado por la Junta de Planificación en 1977 se analiza la situación en esta forma:

"La capacidad financiera del Estado Libre Asociado confrontó serias dificultades a partir de 1973. La reducción en los ingresos que fluyen a las arcas gubernamentales unidas a un incremento en los desembolsos corrientes conllevó a que ocurriera un déficit presupuestario en los años fiscales 1973-74 y 1974-75. Para afrontarlo se recurrió a varias medidas siendo una de ellas la emisión de deuda de corto plazo por \$215 millones. En adición, el gobierno, incluyendo las corporaciones públicas, emitió deuda de largo plazo por más de \$600 millones durante el año fiscal 1973-74. Junto con el débil cuadro presupuestario, esta excesiva emisión de deuda coadyuvó a un deterioro del crédito gubernamental. Esto trajo como resultado que no

podieran emitirse bonos por un valor de 314 millones durante los años 1974-75 al 1975-76, a pesar de haber estado los mismos autorizados<sup>1/</sup>.

Son varios los factores que en años recientes han afectado adversamente la colocación de nuevas emisiones en los mercados de bonos. El auge inflacionario, que ha dado al traste con la teoría tradicional de que la inflación ocurre en gran medida por un exceso de demanda, ha sido uno de los más importantes. La incertidumbre sobre el movimiento futuro de los precios permea el mercado de valores afectando la compra y venta de activos financieros. La razón para esto es sencilla. La persona o entidad que incurre en deuda mediante la emisión de bonos se compromete a efectuar un pago futuro en términos monetarios. Sin embargo, el valor real de esa magnitud varía inversamente con el nivel de precios. Es por eso que, en la medida en que prevalezca un incremento auto-sostenido en el nivel de precios, los acreedores demandarán tasas de interés monetarias cada vez más altas. En la medida en que la tasa de interés real varía inversamente con el nivel de precios, las expectativas inflacionarias estarán afectando directamente la oferta de fondos en los mercados de valores.

Lo anterior se evidencia ante el hecho de que la tasa de interés promedio pagada sobre las emisiones de bonos del Estado Libre Asociado se incrementó de un promedio de 5% durante el periodo de 1972-74 a 7.76% para la emisión del 29 de enero de 1975 y a 9.03% para la emisión del 22 de mayo del mismo año.

---

<sup>1/</sup> Los problemas que estuvo confrontando el Gobierno de Puerto Rico con la colocación de emisiones de bonos en el mercado de valores coincidieron con las graves dificultades presupuestarias por las que atravesó la ciudad de Nueva York, lo que conllevó a que casi se cerrara el mercado de bonos municipales.

Tabla I

## Deuda Pública Bruta

(En millones de dólares)

Año	E.L.A.	Municipios	Corporaciones Públicas	Total
1966	350.3	97.0	535.9	983.2
1967	384.7	107.3	640.7	1,132.7
1968	444.4	108.9	755.5	1,308.8
1969	476.0	113.5	883.6	1,473.1
1970	505.0	115.3	1,037.3	1,657.6
1971	567.6	129.7	1,383.4	2,080.7
1972	671.0	143.1	1,731.8	2,545.9
1973	740.2	155.8	2,136.8	3,032.8
1974	1,006.4	155.9	2,403.8	3,566.1
1975	1,230.2	157.3	3,912.2	5,299.7
1976	1,308.0	171.8	4,259.0	5,749.4
1977	1,427.0	174.3	4,729.0	6,330.3

FUENTE: Banco Gubernamental de Fomento

Otro factor de importancia ha sido el hecho de que el Estado Libre Asociado y las corporaciones públicas, principalmente, han incrementado en forma notoria sus emisiones en un mercado que tiene límites en su capacidad de absorción de fondos. Un principio fundamental de la teoría de toma de decisiones bajo incertidumbre establece, que a fin de minimizar el riesgo, un inversionista en el mercado de valores diversificará su portafolio o cartera de inversiones. De modo que, tanto los valores del Gobierno de Puerto Rico, incluyendo a los municipios y corporaciones públicas, como los del Gobierno Federal representan inversiones sustitutas para los acreedores y el mercado, ante esta situación, se encuentra limitado en su capacidad de absorción de fondos. Otro elemento que podría estar afectando adversamente toda esa situación es la renuncia de los acreedores a continuar prestando fondos a gentes que ya tienen sobre ellos un enorme peso de pagos por concepto de deuda ya contraída.

Todos estos elementos asociados al mercado de valores se tornaron en graves obstáculos para el Gobierno de Puerto Rico en sus gestiones por colocar emisiones de bonos en el mercado a fin de continuar financiando su programa de inversiones públicas. Esto llevó a que durante el año 1975-76 el Estado Libre Asociado no emitiera deuda adicional de largo plazo. En la medida en que históricamente el sector público ha hecho una aportación sustancial al monto de la inversión en el país, una baja en su participación tiene su impacto sobre la economía en general.

Durante 1976-77, sin embargo, se redujo la severidad con que los factores antes expuestos afectaron el crédito gubernamental. Esto se debió a varias razones. En primer lugar, se abrió el mercado de bonos municipales en vista del mejoramiento de la situación presupuestaria de la ciudad de Nueva York. Además, en la medida en que los indicadores del movimiento de la economía han mostrado que ésta ha venido recuperando, ello ha generado cierta expectativa de crecimiento lo que ha incrementado la confianza de los acreedores en el crédito gubernamental. En adición, las medidas

de austeridad fiscal adoptadas por el Gobierno de Puerto Rico han contribuido a mejorar la situación tal como la perciben los bonistas y, por tanto, a incrementar la confianza de éstos".<sup>2/</sup>

## 1.2 La Deuda de las Corporaciones Públicas

El peso de las corporaciones públicas en el total de la deuda pública en Puerto Rico es muy significativo. Estas han jugado un papel muy importante en la economía del país. La creación y desarrollo de las corporaciones públicas ha cumplido dos objetivos principales: el financiamiento de la inversión pública y la necesidad de establecer empresas flexibles que operen en forma similar a las entidades comerciales privadas.

Las corporaciones públicas han estado cumpliendo el objetivo de proveer financiamiento en mejoras permanentes en base a emisiones de deuda. Del total de 34 corporaciones establecidas hasta el presente, 11 están autorizadas a emitir bonos. En adición a la emisión de bonos que constituye la principal fuente de financiamiento éstas también utilizan fondos federales y una parte de los ingresos auto generados.

Ese rol importante de las corporaciones en proveer financiamiento estaba en que las mismas no están sujetas a la limitación institucional en cuanto al total de deuda que puede emitir el Estado Libre Asociado de Puerto Rico.

La Constitución de Puerto Rico establece un límite a la cantidad de deuda a largo plazo que puede emitir el Gobierno. Dispone que sólo se podrá emitir deuda hasta un máximo donde los pagos anuales requeridos para amortización del principal e interés sobre la deuda en circulación y la deuda a emitirse, no excedan el 15 por ciento del promedio de los ingresos fiscales de fuentes internas en los dos

---

<sup>2/</sup> Informe Económico al Gobernador, 1977, Junta de Planificación.

años fiscales inmediatamente anteriores al año en que ha de hacerse la emisión de la deuda. Como resultado de esa limitación constitucional el Gobierno de Puerto Rico no puede obtener todos los fondos que necesita para el financiamiento de la inversión en mejoras permanentes y servicios públicos. Las corporaciones públicas autorizadas a emitir (bonos) deuda a largo plazo no están sujetas a dicha limitación constitucional. El margen prestatario de las mismas depende en primer lugar de los ingresos generados. Ese margen está determinado también por una serie de factores económicos adicionales. Entre éstos destacan: las condiciones económicas del país; la demanda por los servicios que proveen; el grado general de la deuda pública; las prioridades gubernamentales; las limitaciones que estipulan los contratos de fideicomiso y la situación del mercado de bonos.

Los bonos emitidos por las corporaciones públicas están garantizados con los ingresos que éstas devengan ya sea concepto de los bienes y servicios que proveen o por asignaciones legislativas autorizadas para el pago del principal e interés. En el caso de algunas corporaciones, las emisiones de bonos están garantizadas por el Estado Libre Asociado.

Como puede observarse en la tabla II, la deuda de las corporaciones públicas registró un aumento 62.8% en 1975 en relación a la deuda vigente en el año 1974.

En la tabla núm. III se desglosa la deuda de las principales corporaciones públicas en el período comprendido entre 1969-1977. En 1977 la deuda conjunta de la Autoridad de Fuentes Fluviales, la Autoridad de Carreteras, la Autoridad de Teléfonos, la Corporación de Renovación Urbana y Vivienda, la Autoridad de Edificios Públicos y la Corporación Azucarera ascendía a \$3,563 millones, siendo esta cifra el 75% de total de la deuda de todas las corporaciones.

Tabla IICrecimiento Deuda Corporaciones Públicas

1969 - 1977

Año	Crecimiento Absoluto	Crecimiento Porcentual
1969	----	----
1970	153.9	17.4
1971	345.9	33.3
1972	348.4	25.4
1973	405	23.4
1974	267	12.5
1975	1508.4	62.8
1976	357.4	9.1
1977	459.8	10.8

TABLA III  
 DEUDA BRUTA DE LAS CORPORACIONES PUBLICAS  
 (Millones de dólares - A junio 30)

Corporación	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Autoridad de las Fuentes Fluviales	472.3	556.4	664.7	762.0	896.7	1,063.5	1,232.7	1,299.3	1,346.3
Autoridad de Carreteras	50.0	115.5	241.8	291.7	393.1	463.2	590.4	640.9	684.4
Autoridad de Teléfonos de P.R.	-----	-----	-----	-----	-----	-----	359.7	391.8	464.2
Corporación de Renovación Urbana y Viviendas	46.3	59.2	61.0	96.1	105.2	153.6	253.1	351.1	369.0
Autoridad de Edificios Públicos	24.6	30.0	40.2	60.2	77.6	127.1	250.1	304.5	335.0
Corporación Azucarera	-----	-----	-----	-----	-----	-----	250.0	263.1	344.0
Banco Gubernamental de Fomento	50.0	40.0	40.0	58.7	79.7	71.0	215.5	212.5	302.5
Autoridad de las Navieras	-----	-----	-----	-----	-----	-----	180.1	166.4	180.4
Autoridad de Acueductos y Alcantarillados	75.0	61.4	93.6	109.6	123.8	136.2	150.8	174.9	201.6
Compañía de Fomento Industrial	78.2	61.9	61.2	80.9	103.0	114.4	122.4	118.7	121.2
Universidad de Puerto Rico	18.7	30.8	53.4	72.1	90.2	96.2	104.3	107.1	107.1

TABLA III (Cont.)

	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Corporación									
Autoridad de los Puertos	6.0	4.0	12.0	48.5	74.0	90.4	95.4	94.4	93.3
Otros	52.5	58.3	95.5	132.0	193.5	78.9	106.9	114.9	160.4
TOTAL	883.6	1,037.5	1,383.4	1,731.8	2,136.8	2,403.8	3,912.2	4,269.6	4,729.4

Fuente: Informe Económico al Gobernador, 1977, pág. 187.

### 1.3 Servicio de la Deuda y Nuevas Emisiones

Por servicio de la deuda se entiende el pago de interés y principal sobre dinero prestado por medio de la venta de bonos. Los fondos para estos pagos se obtienen del margen entre el ingreso total de la empresa y su costo directo de producción.

La capacidad de una corporación pública, no sólo para pagar su deuda sino también para adquirir nueva deuda en el futuro, depende de su habilidad de generar ingresos corrientes por encima de sus costos directos puede aplicarse a los otros costos principales de la corporación--el costo de capital y la depreciación.

Los ingresos y los costos dependen de factores internos y externos a la corporación. Los factores internos dependen de la eficiencia con que la corporación produce, los precios obtenidos por sus productos, y la flexibilidad de la corporación en alterar su producción cuando hay cambios en la demanda. Los factores externos dependen de las condiciones generales de la economía, es decir, el grado de expansión, recesión o inflación, que afectan a la demanda del producto de una corporación y/o su costo de producción.

La capacidad de las corporaciones públicas a emitir deuda nueva depende de la cantidad de la deuda existente. En otras palabras, mientras más grande sea el margen entre ingreso total y costos directos, más grande va a ser la capacidad de la corporación para asumir nuevas obligaciones de deuda. La estructura del servicio de la deuda existente es importante por el hecho de que los instrumentos de deuda se pagan a través de diferentes períodos de tiempo, así que los pagos de interés y principal serán relativamente más (o menos) importantes como uso de fondos de acuerdo con el itinerario de pago.

Como se discutió en las secciones 3.1 y 3.2, hay otros factores que juegan un papel importante en la emisión de deuda nueva. En el caso de las corporaciones públicas puertorriqueñas, un factor importante es el hecho de que un por ciento alto de la inversión bruta interna de la isla se hace a través de ellas, y ha sido la costumbre de financiar la inversión en infraestructura por la venta de bonos.

Otro factor que influye la nueva emisión de deuda es la condición y comportamiento del mercado de bonos. Aunque las corporaciones públicas puertorriqueñas quisieran emitir deuda nueva, el mercado de bonos--en este caso el mercado de Nueva York--no siempre puede absorberla. Así que la evaluación o clasificación oficial del crédito de una corporación,<sup>3/</sup> más la garantía de pago oficial de parte del gobierno (si existe), más la tasa de interés ofrecida puede que no sean suficientemente atractivas para vender todos los bonos ofrecidos en el mercado. En un caso extremo, el mercado para ciertos tipos de bonos puede cerrarse como ocurrió para el mercado de bonos municipales durante 1975.

En fin, es la interacción de la demanda y la oferta de bonos lo que determina el éxito de una nueva emisión. El riesgo envuelto para los inversionistas depende mayormente del tipo de garantía ofrecido para respaldar los bonos y la capacidad (el margen) de pagar de la corporación. Además cabe repetir que la capacidad del mercado de absorber más deuda puede jugar un papel importante en circunstancias excepcionales.

La próxima sección examinará la crisis financiera de 1975 tanto como la habilidad de las corporaciones públicas más importantes de pagar sus gastos de interés sobre la deuda emitida en los años 1975 hasta 1978.

---

<sup>3/</sup> Hecho y publicado por los corredores de bonos.

#### 1.4 Crisis Financiera y su Impacto en las Corporaciones Públicas

Para junio de 1977 la deuda total a largo plazo de las corporaciones públicas ascendió a \$2,769 millones (sin incluir la Corporación Azucarera). De acuerdo a los contratos contraídos con los prestamistas, los fondos necesarios para el servicio de la deuda ascendían a \$303.9 millones mientras que las corporaciones disponían de \$414.9 millones para dichos fines. Las corporaciones disponían, por lo tanto, de \$111 millones adicionales a los requeridos. Lo anterior expuesto implicaba que podía incurrirse en deuda adicional por un número de \$1,305.9 millones. Sin embargo, por las razones expuestas anteriormente y tomando en consideración que el mercado tiene un límite a su capacidad de absorción de fondos, no fue posible colocar toda esa deuda en el mercado.

Esa limitación de emitir deuda a largo plazo más allá de la capacidad absorbente del mercado trajo serios problemas en el financiamiento a corto plazo de las corporaciones públicas. La deuda a corto plazo tuvo por lo tanto un aumento considerable.

Como hemos señalado anteriormente, el gran aumento en la emisión de deuda pública trajo como consecuencia (1975-1976) que el crédito gubernamental se afectara y que se redujera la capacidad de absorción del mercado de valores. Con el considerable aumento en la deuda a corto plazo de las corporaciones, éstas habían aumentado sus programas de inversiones más allá de su capacidad real de financiamiento, debido a que la deuda a corto plazo era mayor a la cantidad que podían pagar mediante las emisiones de bonos. A lo anterior hay que señalar otros factores que agravaban la situación:

- 1) Existían proyectos ya comenzados que no podían emitirse en ausencia de financiamiento inmediato.

- 2) Se acercaba el vencimiento de una parte sustancial de la deuda a corto plazo que tenía que ser amortizada mediante emisiones de bonos (deuda a largo plazo).
- 3) Los bonos de algunas de las corporaciones públicas fueron reclasificados más bajos.

### El Papel del Banco Gubernamental de Fomento

Respondiendo a la problemática antes descrita, el Banco Gubernamental de Fomento suscribió un contrato (septiembre 1975) con nueve corporaciones públicas y doce bancos de Estados Unidos y locales que provee un nuevo arreglo de financiamiento interno mediante Compra de Pagarés ("Note Purchase Agreement"). Este arreglo reemplazó las fincas de crédito individuales para las corporaciones participantes. Estas fueron, la Autoridad de Acueductos y Alcantarillados, la Autoridad de Teléfonos, la Autoridad de Puentes Fluviales, la Autoridad de Carreteras, la Autoridad de Edificios Públicos, la Autoridad de los Puertos, la Universidad de Puerto Rico, la Corporación de Renovación Urbana y Vivienda y la Compañía de Fomento Industrial.

El acuerdo tiene como objetivo establecer un balance entre la deuda de corto plazo y la capacidad real de las corporaciones para emitir deuda de largo plazo. Esto implica que éstas deberán ajustar su financiamiento interno a su capacidad para emitir bonos en un año dado. Los bancos por su parte tienen el compromiso de comprar al Banco Gubernamental de Fomento los pagarés que emitan las nueve corporaciones.

Como resultado del contrato firmado por las corporaciones, éstas están sujetas a las siguientes instrucciones en cuanto a su financiamiento interno:

- 1) El Banco Gubernamental de Fomento puede disponer la terminación o reducción de los compromisos.
- 2) El Banco Gubernamental de Fomento controlará los programas de mejoras permanentes de las corporaciones para asegurar que estos programas cuenten con financiamiento apropiado.

- 3) El Banco Gubernamental de Fomento podrá limitar los nuevos préstamos a las corporaciones públicas de acuerdo al total de bonos emitidos por éstas en el año anterior.
- 4) El Banco Gubernamental de Fomento controlará el financiamiento interino para gastos de financiamiento.
- 5) Las corporaciones públicas tendrán que vender informes sobre todas sus operaciones financieras.
- 6) Las corporaciones públicas lo mismo que el Banco Gubernamental de Fomento deberán suministrar a los bancos cualquier información que éstos le requieran.
- 7) Cualquier financiamiento firma del contrato deberá ser aprobado por el Banco Gubernamental de Fomento y los bancos participantes.

### 1.5 Circunstancias Actuales

La tabla IV muestra los datos correspondientes para once de las empresas públicas más importantes para los años de 1975 y 1978. El margen de ingreso operacional sobre costos de operación está dado en la columna 3 e indica la cantidad disponible para pagar intereses y depreciación. Como primer índice de la importancia relativa de los pagos de intereses para el grupo como un todo, la última fila muestra que en 1975 dos de cada tres dólares de margen de operación (o neto) fue necesario para pagar gastos de intereses. Tres de cada cuatro dólares restantes después de cumplir con los gastos de operación fueron necesarios para pagar intereses en 1979. El ordenamiento de las cinco corporaciones públicas se explica haciendo referencia a la tabla V, la cual muestra los márgenes, gastos de intereses y depreciación para aquellas corporaciones públicas a las que se les requiere pagar intereses enteramente de sus gastos de operación. Aparte del hecho de que como corporaciones públicas, éstas se supone que actúen como corporaciones comerciales, el hecho de que deben cubrir los gastos por deuda de sus ingresos significa que esos ingresos deben cubrir al menos sus costos promedios. Para cada una de estas 5 corporaciones los gastos de intereses fueron cubiertos por el excedente

Tabla IV

CORPORACIONES PUBLICAS, DATOS  
OPERACIONALES, 1975 Y 1978  
(\$ Millones)

	<u>Ingreso Total</u>		<u>Ingreso Neto</u>		<u>IT-CI</u>		<u>Pagos de Intereses</u>	
	1975	1978	1975	1978	1975	1978	1975	1978
Autoridad de Comunicaciones	12	13 <sup>1)</sup>	1	2 <sup>1)</sup>	2	1 <sup>1)</sup>	1	1 <sup>1)</sup>
Autoridad de Aerolíneas	55	71 <sup>1)</sup>	5	3 <sup>1)</sup>	18	18 <sup>1)</sup>	7	8 <sup>1)</sup>
Autoridad de los Puertos	27	34	0	1	8	12	2	4
Autoridad de Teléfonos	109	162 <sup>2)</sup>	2	1 <sup>2)</sup>	54	90 <sup>2)</sup>	31	48 <sup>2)</sup>
Autoridad de Puertos Fluviales	454	670	15	-28	110	142	47	-6
Autoridad de Edificios Públicos	15	42 <sup>1)</sup>	-4	11 <sup>1)</sup>	7	30 <sup>1)</sup>	6	20 <sup>1)</sup>
Corporación Azucarera	155	112 <sup>1,3)</sup>	-29	-52 <sup>1,3)</sup>	-4	-50 <sup>1,3)</sup>	14	11 <sup>1,3)</sup>
Corporación de Rencam- ción Urbana y Vivienda	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Fomento de Fomento	43	94	4	9	36	79	32	70
Navieras	131	235 <sup>1)</sup>	-8	-3 <sup>1)</sup>	10	28	8	12 <sup>1)</sup>
Fomento Industrial	21	26	1	2	9	15	5	8

TABLA IV (Cont.)

	Ingreso Total		Ingreso Neto		IT-CD		Pagos de Intereses	
	1975	1978	1975	1978	1975	1978	1975	1978
Autoridad de Carreteras	75	129	0	0	50	61	50	51
Total			-12	-58	300	426	203	319

Fuente: Informes Anuales de las Corporaciones. Valores redondeados al próximo millón.

- 1) 1977
- 2) 12 meses que terminan en septiembre 30, 1978.
- 3) Solamente seis meses.

Tabla V

MARGENES DE CORPORACIONES PUBLICAS CON INTERESES  
 PAGADOS SOLAMENTE DEL INGRESO OPERACIONAL, 1975 y 1978

(Millones)

	1975			1978				
	MARGEN (IT-CD)	PAGOS DE INTERESES	DEPR.	MARGEN NETO	MARGEN (IT-CD)	PAGOS DE INTERESES	DEPR	MARGEN NETO
Autoridad de Comunicaciones	2	1	1	0	11)	11	20)	-2
Autoridad de Acueductos	13	7	5	5	181)	81	61)	4
Autoridad de los Puertos	8	2	5	0	12	4	7	1
Autoridad de Teléfonos	54	31	24	-1	902)	482)	382)	4
Autoridad de Fuentes Fluviales	110	37	29	44	142	76	53	13

1) 1977

2) Solamente 9 meses

Nota: El margen neto no es igual al ingreso neto como se muestra en la tabla IV porque esta última incluye el efecto de cambios contabilísticos y anotaciones de propiedad.

Fuente: Informes Anuales de las corporaciones. Números redondeados al millón.

de ingreso de operación sobre los costos directos. Sin embargo, cuando la depreciación se toma en consideración, el "margen neto" baja a cero, y a negativo para algunas corporaciones en algunos años.

Estos dos márgenes netos indican la posición precaria de estas corporaciones. Cuando el margen neto baja a cero, ya sean los gastos de intereses o la depreciación, no pueden satisfacerse de manera que tanto el valor crediticio o el valor de los activos de las corporaciones (o ambos) debe bajar. En otras palabras, los estrechos "márgenes netos" para estas corporaciones sugieren una falta de flexibilidad en igualar los costos indirectos y cualquier reducción inesperada en los ingresos de operación o aumentos en los costos puede arriesgar los pagos de intereses a los acreedores de las corporaciones.

Las tasas de cambios para los ingresos de operación, costos directos y gastos de intereses para las mismas 5 corporaciones se muestra en la tabla VI. En ésta se puede ver que el crecimiento promedio anual de los costos de operación exceden los ingresos de operación en la Autoridad de Comunicaciones, la Autoridad de Acueductos, y la Autoridad de las Fuentes Fluviales (Compañía de Energía Eléctrica de Puerto Rico), mientras que los gastos de intereses para las últimas dos creció a un 3.5% y 15.5% al año, respectivamente. Los ingresos aumentaron más rápido que los costos de operación en la Autoridad de los Puertos y la Autoridad de Teléfonos pero el crecimiento de los costos de intereses solamente, exceden el crecimiento de los ingresos de operación para cada corporación durante el período 1975-78.

Estas tendencias no estimulan a las corporaciones desde el punto de vista de la habilidad futura de la corporación para cubrir el capital de inversión por medio de la venta de bonos, o aún en algunos casos para cumplir con sus obligaciones actuales. La dificultad no es que la omisión es inminente, sino

que al mantener bajo el margen entre ingresos de operación y costos, cuando continúa la emisión de nueva deuda incurriendo en costos de intereses aún mayores, la corporación queda vulnerable a fluctuaciones de corto plazo en una economía que descuida los pagos de intereses futuros. Por ejemplo, la inactividad de la demanda debido a la recesión puede resultar en ingresos futuros de operación más bajos que lo anticipado; o la alta y continua inflación puede resultar en altos costos de operaciones que los esperados. En cada caso el margen neto debe aprovecharse de manera que los costos indirectos especialmente los intereses no sean cubiertos.

Un segundo grupo de corporaciones públicas tienen sus obligaciones por deuda respaldada por una garantía del gobierno, que reduce el riesgo de default adherido a la compra de sus bonos. Los márgenes de estas empresas se muestran en la tabla VII.

Estas corporaciones, aunque están clasificadas como públicas, son distintivamente diferentes de las cinco corporaciones de servicio públicas previamente discutidas. La Autoridad de Edificios Públicos construye oficinas, escuelas y facilidades de salud para alquilar a agencias y departamentos del Estado Libre Asociado (ELA). Los pagos por renta de las agencias y departamentos de la Autoridad de Edificios Públicos se usan para pagar el costo de los bonos y pagarés emitidos para refinanciar los trabajos de construcción y el Estado Libre Asociado está comprometido, no legalmente obligado, a cobrar los pagos de alquiler de los departamentos o agencias que no lo hacen.<sup>4/</sup>

La Corporación Azucarera fue establecida en 1973 para consolidar la propiedad gubernamental y el manejo de la industria azucarera, la cual ha estado en constante decadencia la mayor parte de este siglo. Los costos de operación han excedido los ingresos de operación por alrededor de 50 a 60

---

<sup>4/</sup>El Estado Libre Asociado garantiza el servicio de deuda en bonos a pesar de que es una obligación legal.

Tabla VI

CRECIMIENTO ANUAL DE LOS INGRESOS, COSTOS DIRECTOS Y GASTOS DE INTERESES  
PARA CINCO CORPORACIONES PUBLICAS, 1975-1978

(%)

	Promedio Anual del Cambio Porcentual en <u>el Ingreso Operacional</u>	Promedio Anual del Cambio Porcentual en <u>los Costos Directos</u>	Promedio de cambio Porcentual en los <u>Gastos de Intereses</u>
Autoridad de Comunicaciones	2.0%	5.0%	0.0%
Autoridad de Acueductos y Alcantarillados	7.2%	10.7%	3.5%
Autoridad de los Puertos	6.5%	4.0%	25.0%
Autoridad de Telefonos	12.2%	7.7%	13.7%
Autoridad de las Fuentes Fluviales	11.7%	13.2%	15.5%

\*1975-1977

TABLA VII

MARGINES DE LAS CORPORACIONES PUBLICAS CON  
BONOS ASEGURADOS POR GARANTIA DEL GOBIERNO, 1975 y 1978

(\$ millones)

	MARGEN IT - CD	1975	DEPR	MARGEN NETO	MARGEN IT - CD	1978	DEPR	MARGEN NETO
		GASTO DE INTERESES				GASTO DE INTERESES		
A. Edificios Públicos*	7	6	nd	1	30 <sup>1)</sup>	20 <sup>1)</sup>	nd	10
Corporación Azucarera*	-4	14	nd	-13	-50 <sup>1,3)</sup>	11 <sup>1,3)</sup>	nd	-61
CRUV*	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Banco Gubernamental Fomento**	36	32	0.1	4	79	70	0.2	9

Fuente: Informes Anuales de las Corporaciones. Números redondeados al millón.

1) 1977

2) Solamente 9 meses

3) Solamente 6 meses.

\* Bonos asegurados por garantía del Gobierno.

\*\* Algunas cuantías y otras obligaciones aseguradas por garantía del Gobierno.

Por consecuencia, los pagos de intereses en deuda consolidada de la Corporación Azucarera han tenido que ser cubiertos por el Estado Libre Asociado desde 1977.

Los objetivos de la Corporación de Renovación Urbana y Vivienda (CRUV) son primeramente proveer viviendas a bajo costo a familias de ingresos moderados y viviendas públicas a familias de ingresos bajos. No hay datos operacionales disponibles al presente, pero se sabe que la CRUV ha sufrido dificultades financieras debido a la disminución en las ventas de viviendas completadas y una alta tasa de delincuencia en el pago de hipotecas.

El Banco Gubernamental de Fomento es el agente fiscalizador del Estado Libre Asociado, sus municipios y las corporaciones públicas, y también hace préstamos a corporaciones privadas para ayudar con el desarrollo económico de la Isla.

Estas cuatro corporaciones poseen diversos objetivos que van desde empresas comerciales a corporaciones. La Autoridad de Edificios Públicos es el vehículo para los programas de obras públicas en construcción y se usa como una herramienta de acción para empleo y generación de ingresos durante recesiones. La Corporación Azucarera, con su enorme déficit, es también el mayor patrono entre las corporaciones públicas y debe ser considerado como depositario final de una industria enferma de manera que sus objetivos son en parte para reducir el impacto del desempleo en el sub-sector de la agricultura de la economía. La CRUV tiene claramente una función de bienestar social en el área de vivienda y el Banco Gubernamental de Fomento tiene un papel especial como agente fiscalizador del gobierno. Con la excepción del Banco de Fomento, la contabilidad de las corporaciones es sumamente deficiente para propósitos de calcular los márgenes disponibles para pagar intereses y otros costos indirectos como muestra la tabla VII. Aún más, la naturaleza de los objetivos de

esta corporación, las cuales requieren considerables subsidios directos e indirectos, sugiere el porqué del funcionamiento de bonos requieren garantías gubernamentales. Estas garantías hasta ahora han estado envueltas sólo en el caso de la Corporación Azucarera, para la cual el Estado Libre Asociado ha tenido que hacer pagos desde mediados de 1977.

Las restantes tres corporaciones que la tabla IV muestra son: la Autoridad de las Navieras, la Compañía de Fomento Industrial y la Autoridad de Carreteras. Fomento Industrial y la Autoridad de Carreteras tienen deuda en forma de bonos, con la de la Autoridad de Carreteras respaldada por las estaciones de peaje e impuestos a la gasolina y el aceite, y la de la Compañía de Fomento Industrial está respaldada por la renta de las facilidades.

La Autoridad de Carreteras es responsable por la construcción de carreteras y está altamente integrada en la estructura organizacional del Departamento de Transportación y Obras Públicas, de manera que su autonomía nominal como corporación pública está grandemente limitada en la práctica. No tiene control directo sobre sus ingresos, de las tarifas de peaje e impuestos están estipuladas por la legislatura. Aún más, desde 1972, el control de sus operaciones de la corporación ha sido responsabilidad directa del Secretario de Transportación y Obras Públicas un resultado de este control centralizado es que en el período de 1975 al 1978, los ingresos de operación (impuestos, peaje, etc.), creció a una tasa anual de 17%, más o menos a la par del servicio de requerimiento de deuda el cual creció a un 22% al año para el mismo período. Aún más, los costos de operación para 1975-78 aumentaron a una tasa anual de 40% de manera que la habilidad de la Autoridad de Carreteras para cubrir sus costos de intereses de sus ingresos está decreciendo, aunque la integración de la contabilidad de la Autoridad con los Departamentos de Transportación y Obras Públicas hace difícil trazar el flujo de fondos de cada uno.

El propósito de la Compañía de Fomento Industrial es proveer facilidades físicas y otros incentivos a manufactureros privados como parte del desarrollo industrial. Es una de las corporaciones públicas más pequeñas y tiene una deuda relativamente pequeña. Como se puede ver en la tabla IV, su ingreso ha crecido a un 24% al año entre 1975 y 1978 mientras que la expansión total ha sido reducida. Los costos de intereses han aumentado a una tasa de 60% a través de ese mismo período, pero en general su condición financiera es segura, dado que sus objetivos son estrictamente no comercial.

La Autoridad de las Navieras se creó en 1974 por la nacionalización de tres líneas de servicio de embarque sirviendo a Puerto Rico. La Autoridad de las Navieras tiene una deuda respaldada, pero está autorizada a emitir tal deuda, garantizada por el Estado Libre Asociado hasta la cantidad de 60 millones. La condición financiera de esta empresa ha sido relativamente débil desde el principio. Los informes anuales de la Autoridad muestran la posición relativa del ingreso operacional para los tres años de 1975 hasta 1977, pero el ingreso neto es negativo para 1975 y 1977 con un pequeño ingreso neto en 1976. Sin así, la información más recientemente disponible<sup>5/</sup> establece que "para el año fiscal que termina en julio 2, 1978 muestra el ingreso neto (i.e., ingreso de operación) antes de depreciación, amortización y gastos de interés montante a \$23,425,000, comparado con el servicio de deuda para el año aproximadamente de \$33,300,000".

Igualmente para el año fiscal que termina en julio 3, 1977 su ingreso de 28.1 millones fue sobrepasado por el servicio de deuda para el año por aproximadamente \$34 millones. Durante 1977 y 1978 la Autoridad de las Navieras

<sup>5/</sup>El estado oficial preliminar para una emisión de bonos de la Autoridad de Edificios Públicos a la fecha de marzo 27, 1979. p. 1-2- y prospectos para nuevas emisiones de bonos de la Autoridad de Edificios Públicos a la fecha de febrero 1, 1978. p. 1-23.

cumplió con su servicio de requerimiento de deuda por un capital de trabajo decreciente y/o por sus crecientes préstamos bancarios, cuentas a pagar y gastos.

La Autoridad de las Navieras está claramente experimentando problemas en su forma transicional de empresa privada a pública, y en la esfera financiera estos problemas se traducen a una carga excesiva de pagos de intereses la cual por su parte tiene préstamos bancarios crecientes de corto plazo y reducido capital de trabajo.

El exceso de pago de intereses sobre ingresos de operaciones se ha estimado que continúe en 1979, de manera que deben seguir buscándose las líneas de crédito para capitalidad de trabajo. El Banco Gubernamental de Fomento ha prestado a la Autoridad de las Navieras \$15 millones para capital de trabajo en julio de 1978 y otro préstamo adicional por \$7 millones apareció en marzo 1979. Finalmente, hay otra información que señala la creciente importancia del servicio de la deuda para las corporaciones públicas bajo consideración. La tabla VIII presenta el costo de interés como por ciento del ingreso de 12 corporaciones para los años 1975 y 1978. La cifra ha aumentado para siete de las doce corporaciones; ha bajado para tres corporaciones, y se quedó igual para una. Un por ciento más alto no indica necesariamente que la corporación vaya a tener problemas en el futuro. Una corporación tendrá problemas cumpliendo con sus obligaciones únicamente si su ingreso no está subiendo a la vez. Sin embargo, la tendencia sirve como amenaza en el sentido de que cualquier estancamiento inesperado en la tasa de crecimiento de ingresos podrá ocasionar dificultades en el pago de su deuda.

TABLA VIII

COSTOS DE INTERESES COMO PORCENTAJOS DEL INGRESO, 1975 Y 1978

	<u>1975 (%)</u>	<u>1978 (%)</u>
Autoridad de Comunicaciones	8.37	7.6 <sup>1)</sup>
Autoridad de Acueductos	12.7	15.7 <sup>1)</sup>
Autoridad de Puertos	7.4	11.7
Autoridad de los Teléfonos	28.4	29.6 <sup>2)</sup>
Autoridad de las Fuentes Pluviales	10.3	11.3
Autoridad de Edificios Públicos	40.0	47.6 <sup>1)</sup>
Corporación Azucarera	8.3 <sup>1,3)</sup>	9.8 <sup>1,3)</sup>
Corporación de Renovación Urbana y Vivienda	nc	nc
Junce de Fomento	74.4	74.4
Havleras	6.1 <sup>1)</sup>	5.1 <sup>1)</sup>
Fomento Industrial	23.8	30.7 <sup>1)</sup>
Autoridad de Carreteras	55.8	47.3

- 1) 1977
- 2) Solamente 9 meses
- 3) Solamente 6 meses

### 3.5 Resumen

Esta reseña del papel que juega la deuda y la carga del servicio de las corporaciones públicas en Puerto Rico resalta varias dificultades de mayor importancia en ambas, las empresas y la economía.

La deuda de las corporaciones públicas tiene dos funciones especiales: Primero, es una fuente de fondos de inversión baratos usados en su mayor parte para el funcionamiento de infraestructura. Segundo, es una importante herramienta de acción pública para contrarrestar efectos de la recesión para gastos de obras públicas que están mayormente comprometidos por las corporaciones públicas. La corporación pública es especialmente importante en el contexto anterior porque está excluida de la restricción constitucional en el gobierno central para mantener un presupuesto balanceado.

La deuda del Estado Libre Asociado se ha triplicado a través de la última década en términos absolutos. La proporción de esta deuda por parte de las corporaciones públicas también ha aumentado de 62% de la deuda total en 1970 a 75% de la deuda gubernamental total en 1978. Esta enorme expansión llevó a un número de corporaciones públicas a una difícil situación financiera durante 1975, como resultado del cual su margen crediticio sufrió y el Banco Gubernamental de Fomento tuvo que ayudar en el financiamiento de su deuda. Las razones que fuerzan esta intervención fueron una combinación de emisiones excesivas de deuda a largo plazo por parte de las corporaciones y las condiciones recesionarias que redujeron el crecimiento de los ingresos de las mismas de manera que los pagos de intereses peligraban.

Con el financiamiento de la inversión de las corporaciones públicas casi totalmente por medio de la venta de bonos y a su vez la venta de bonos restringida severamente por la inhabilidad de las corporaciones de aumentar su

carga de pagos de intereses. El uso de la inversión de las corporaciones p<sup>u</sup>blicas como una herramienta contracíclica fue limitada precisamente durante el período (1975-1977) con el impacto de la recesión presionando fuertemente en la economía, aumentando el desempleo y reduciendo el ingreso y el crecimiento.

Los análisis del flujo de caja y de los pagos de intereses de las corporaciones p<sup>u</sup>blicas de mayor tamaño en el período de 1975-1978 sugiere que su situación financiera pudiera ser menos estable antes de lo esperado después de la crisis en 1975. Los estrechos márgenes de operación de la mayoría de las corporaciones los hacen altamente susceptibles a las consecuencias de otra baja economía. Durante 1975-78 los ingresos de la mayoría de las corporaciones creció más lentamente que los costos, mientras que los bonos continuaron siendo emitidos, aumentando así los pagos de intereses. No son meramente éstas tendencias las que causan inquietud, sino también el hecho de que en combinación con una baja económica moderadamente uniforme pudiera llevarlas a una escasez de dinero en efectivo y a un incumplimiento potencial.

Para las corporaciones que su deuda está garantizada por el Estado Libre Asociado<sup>6/</sup> (parecido a incumplimiento de pago) es insignificante. Estas corporaciones generan a lo más un ingreso neto bajo (Banco Gubernamental de Fomento) y tremendas pérdidas como poco (Corporación Azucarera), de manera que el Gobierno las mantiene porque su funcionamiento es un hecho aceptado. El problema no es entonces el margen crediticio, sino el tamaño de los subsidios pagados a estas corporaciones para mantenerlas operando y la carga de esos subsidios en las finanzas p<sup>u</sup>blicas en general. Pueden ser de mérito subsidios aún mayores como por ejemplo, a la Corporación Azucarera, pero representan oportunidades previas que debieran ser debidamente evaluadas.

<sup>6/</sup> Corporación de Renovación Urbana y Vivienda, Banco Gubernamental de Fomento, Autoridad de Edificios P<sup>u</sup>blicos y Corporación Azucarera.

Las corporaciones de mayor importancia son aquellas cuyos pagarés y bonos son pagados enteramente de los ingresos derivados de sus operaciones.<sup>7/</sup> El análisis sugiere que estas empresas, mientras no estén en peligro financiero inmediato, están altamente susceptibles a incertidumbre en sucesos futuros debido a su estrecho margen de operación y crecientes costos indirectos (i.e. intereses). El problema de estas corporaciones públicas, así como para la Autoridad de las Navieras, no es si se les seguirá permitiendo el incumplimiento--el gobierno no lo permitirá--sino que, si el Gobierno puede proveer dinero para operarlas de tal manera que arriesgue el margen crediticio del Gobierno y limite su uso como instrumento para contrarrestar la recesión.

<sup>7/</sup> Autoridad de Puentes Fluviales, Autoridad de Teléfonos, Autoridad de Acueductos y Alcantarillados, Autoridad de Puertos y Autoridad de Comunicaciones.