

Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales

Metodología Maestra

Esta metodología es una traducción de la original en inglés "Rating Criteria for International Local and Regional Governments", publicada el 13 de septiembre de 2019, misma que reemplazó la versión del 9 de abril de 2019.

En este informe

Alcance	1
Factores Clave de Calificación.....	1
Marco	2
Factores Clave de Riesgo	7
Evaluación del Perfil de Riesgo.....	15
Sostenibilidad de la Deuda y Escenarios	16
Derivación del Perfil de Crédito Individual	21
Del PCI a la IDR: Factores Más Allá del PCI	22
Consideraciones sobre Riesgos Asimétricos Adicionales.....	24
Sensibilidad de la Calificación.....	26
Análisis de Seguimiento.....	27
Calificaciones y Definiciones de Incumplimiento.....	28
Canje de Deuda Forzoso	29
Fuentes de Información	29
Limitaciones	30
Variaciones Metodológicas	30
Criterio de Divulgación	30
Anexo 1: Calificación de GLR por encima de la Soberana	32
Anexo 2: Principales Ajustes Analíticos	35

Alcance

Este informe describe la metodología que se utiliza para asignar calificaciones a los gobiernos locales y regionales (GLR) fuera de Estados Unidos (EE. UU.) o de la deuda emitida por ellos. Las calificaciones referidas en esta metodología se asignan generalmente a las entidades (calificación de riesgo emisor o IDR, por sus siglas en inglés) y a sus instrumentos de deuda (calificaciones de emisiones de deuda). No incorporan ninguna evaluación sobre expectativas de recuperación en caso de incumplimiento.

La metodología aplica tanto para calificaciones nuevas como para el seguimiento de las calificaciones existentes.

Factores Clave de Calificación

Factores Clave de Riesgo (FCR; Key Risk Factors en Inglés): Fitch Ratings ha identificado tres pilares de riesgo: ingresos, gastos, y deuda y liquidez. Cada pilar se divide en dos dimensiones: una de solidez/sostenibilidad y otra de flexibilidad/adaptabilidad; lo que deriva en un total de seis factores de riesgo. Fitch asigna evaluaciones (atributos) a cada uno de estos FCR. El análisis se centra en las tendencias y expectativas a largo plazo. Los seis FCR, combinados según su importancia relativa, representan en conjunto el perfil de riesgo de los GLR.

A los GLR se les confieren responsabilidades por parte de su(s) soberano(s) respectivo(s), con los ingresos correspondientes para hacerles frente. Su capacidad para obtener préstamos o acceder a liquidez puede regularse, incluida la forma en que gestionan e informan sobre sus pasivos. Este conjunto de normas (a menudo en evolución) se denomina Marco institucional (MI). La influencia del MI en el perfil de riesgo de un GLR se capta a través de las evaluaciones de los FCR.

Sostenibilidad de la Deuda: Fitch estresa varias métricas cuantitativas para evaluar la capacidad de un GLR para afrontar un ciclo de desaceleración razonable en el horizonte de calificación. Esto lo realiza mediante la aplicación de un escenario de calificación específico para el emisor, cuyos resultados definirán la evaluación de sostenibilidad de la deuda del GLR. Este enfoque determina el rango de desempeño en el que se espera que una calificación permanezca estable.

Perfil de Crédito Individual: Las evaluaciones del perfil de riesgo y de la sostenibilidad de la deuda se combinan en una tabla global de perfil de crédito individual (PCI) para sugerir la categoría específica de PCI para las combinaciones más comunes de los niveles de perfil de riesgo y de sostenibilidad de la deuda. Un PCI de un nivel (*notch*) específico se determina con base en los componentes del perfil de riesgo, el posicionamiento de los indicadores de sostenibilidad de la deuda, y el análisis de pares, que provee consistencia global.

Apoyo Extraordinario, Riesgos Asimétricos: La mayoría de los factores de riesgo se aborda e incorpora en los FCR. Algunos factores de riesgo adicionales, como la transparencia y la gobernanza, no se escalan y solo las características más débiles afectan la calificación. Sin embargo, algunos emisores pueden beneficiarse del apoyo extraordinario de un nivel superior de gobierno. Estos factores negativos o positivos se evalúan una vez que se ha establecido el PCI y, junto con este, generan la IDR.

Analistas

Nicolas Painvin
+33 1 44 29 91 28
nicolas.painvin@fitchratings.com

Vladimir Redkin
+7 495 956 9901
vladimir.redkin@fitchratings.com

Influencia de la Calificación Soberana: Las calificaciones de los GLR suelen estar limitadas por la calificación soberana en reconocimiento del grado alto de control y la posible intervención del gobierno central, incluso dentro de los marcos institucionales más descentralizados. Los GLR que tienen un grado alto de autonomía financiera y reconocimiento institucional podrían tener una calificación de largo plazo en moneda local (LP ML) por encima de la calificación LP ML del soberano.

Marco

Esta metodología identifica los factores de calificación que Fitch considera al asignar calificaciones a un GLR o instrumento de deuda dentro del alcance de estos criterios. Los GLR están definidos como gobiernos subnacionales o subsoberanos en sus marcos institucionales, así como sus divisiones políticas. Son dirigidos por autoridades electas o designadas y tienen cierta autonomía sobre sus ingresos propios y su gasto.

No todos los factores de calificación en esta metodología son aplicables a cada calificación individual o acción de calificación. Cada comentario de acción de calificación o reporte de calificación específico discutirá los factores más relevantes para cada acción de calificación individual.

Resumen de los Pasos para Derivar la IDR

Paso 1: Análisis de FCR

Fitch evalúa los atributos de cada FCR, incluidos los factores de solidez/sostenibilidad y flexibilidad/adaptabilidad mencionados. Cada factor se evalúa sobre la base de una tabla guía que combina los componentes de riesgo identificados y sustenta la consistencia del análisis de los FCR. Para cada factor, Fitch clasifica el atributo resultante como “Más Fuerte”, “Medio” o “Más Débil”.

Paso 2: Perfil de Riesgo

El análisis de Fitch de los FCR deriva en el perfil de riesgo, el cual está basado en la Tabla Guía del Perfil de Riesgo que se proporciona en esta metodología (consulte “Agregar las Evaluaciones de los FCR: Abordar la Interacción entre la Solidez y la Adaptabilidad”).

Paso 3: Sostenibilidad de la Deuda y Análisis de Escenarios

Fitch crea escenarios de análisis específicos para cada emisor, los cuales proyectan las métricas financieras para evaluar la sostenibilidad de la deuda del GLR mediante estreses que utilizan datos históricos y cualitativos consistentes con cada uno de los atributos de los FCR. Estos escenarios de análisis son un paso importante en el enfoque “a través del ciclo” de Fitch para las calificaciones y la evaluación de riesgos de largo plazo. Los estreses utilizados en el escenario principal, denominado escenario de calificación, indican las condiciones bajo las cuales se espera que la calificación se mantenga estable a lo largo de un ciclo económico y en relación con la volatilidad histórica de los ingresos y los gastos.

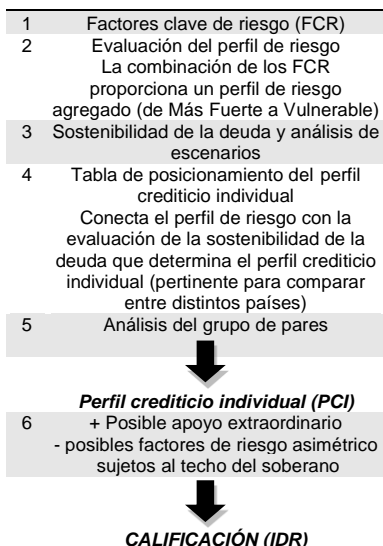
Paso 4: Posicionamiento de Calificación

El perfil de riesgo (paso 2) y la evaluación de la sostenibilidad de la deuda (paso 3) se combinan en una tabla global de posicionamiento del PCI. Debido a que las diferencias en los MI de los emisores se incluyen en los pasos 1 y 2, la tabla se puede aplicar en todo el mundo, excepto en el caso de los GLR en EE. UU. Esto proporciona una indicación de la categoría (no del nivel específico o *notch*) del PCI.

Paso 5: Posicionamiento Preciso y Análisis de Pares

El posicionamiento en un *notch* específico y la verificación de la consistencia del PCI sugerido por el proceso de posicionamiento de calificaciones (paso 4) se logra mediante la comparación de los

Pasos del Enfoque de Calificación



Fuente: Fitch Ratings

Calificación Soberana Requerida

Con el fin de asignar una calificación a un GLR en un país determinado, Fitch debe contar en primer lugar con la calificación soberana en la misma escala (internacional o nacional) y en la misma moneda (extranjera o local). Si no se dispone de dicha calificación soberana, Fitch pedirá al grupo analítico de soberanos que proporcione una calificación, posiblemente de índole privada.

Metodología Relacionada

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Agosto 2, 2018\)](#)

pares del emisor. Los pares correspondientes se seleccionan de acuerdo con una combinación de parámetros: soberano (ancla), mismo país/mismo nivel de gobierno, mismo nivel de gobierno/otro país, mismo país/otro nivel de gobierno, misma calificación/otro país y mismo perfil de riesgo/otra calificación, sujetos a disponibilidad. Los indicadores utilizados para realizar las comparaciones son los atributos de los factores clave de riesgo asignados en el paso 1, las métricas respectivas a cada factor, tales como la capacidad de ajustar los ingresos y métricas financieras utilizadas para evaluar la sostenibilidad de la deuda.

Paso 6: Factores Más Allá del PCI

En algunos casos, los GLR pueden beneficiarse del apoyo externo, incluido el potencial de rescate financiero por un nivel superior de gobierno. Este apoyo puede tomar la forma de deuda intergubernamental con condiciones favorables o medidas de flexibilidad dispuestas especialmente para el caso, como ingresos adicionales o exención de obligaciones de gasto. Dicho apoyo contingente, que no se ha traducido en un alivio de la deuda ni en una mejora en la situación financiera, no se refleja en la evaluación del PCI. En cambio, esto se refleja de diversas maneras, incluidos los pisos de calificación y aumentos de calificación, sujeto al techo país.

Los niveles de calificación analizados en esta metodología maestra y cualquier metodología de sector hacen referencia a calificaciones en la escala internacional de Fitch. Para las emisiones de deuda en mercados locales que requieran calificaciones en escala nacional, Fitch aplicará la ["Metodología de Calificaciones en Escala Nacional"](#) y, de manera conjunta, evaluará los atributos de los FCR según se describe en esta metodología maestra.

Tres Pilares de la Capacidad de Pago de las Obligaciones Financieras

El enfoque de calificación de Fitch se basa en la evaluación prospectiva y la comparación internacional de los tres pilares que influyen en el desempeño financiero de un emisor, los cuales representan en conjunto la *capacidad de pago de las obligaciones financieras*.

Los dos primeros pilares se refieren al flujo de caja del GLR (es decir, la capacidad de pago), que viene determinado por la estructura de ingresos, en particular el riesgo de que este flujo se reduzca más allá de los ciclos económicos esperados; así como la estructura de gastos, especialmente el riesgo de que estos aumenten durante una recesión económica. Cuando se analizan en conjunto, estos dos FCR abordan el riesgo de que el flujo de caja se contraiga por encima de las expectativas, lo que crearía una brecha presupuestaria que llevaría a un incremento de deuda o a una mayor utilización de las reservas, es decir, a un aumento de la deuda neta.

El tercer pilar se refiere al servicio de la deuda (es decir, al pago de obligaciones financieras). Este factor evalúa el riesgo de que el servicio de deuda de las obligaciones financieras aumente por razones distintas de las que ya se evaluaron en los dos factores anteriores. Este incremento podría deberse a un mayor costo de la deuda (efecto precio/tasa), un aumento en los niveles de deuda nominal (efecto volumen) derivado de la materialización de riesgos contingentes, una exposición sin cobertura a deuda en moneda extranjera o el riesgo de que no se pueda refinanciar la deuda de próximo vencimiento (riesgo de liquidez).

Dos Dimensiones: Exposición a Recesiones y Flexibilidad para Adaptarse

Fitch evalúa dos dimensiones de cada uno de los tres pilares: la exposición de un emisor a los riesgos de recesión cíclica y estructural (solidez/sostenibilidad), por una parte, y las opciones disponibles para hacer frente a dichos riesgos (adaptabilidad/flexibilidad), por otra. Esto crea un conjunto de seis factores de riesgo agrupados dentro de los tres pilares:

- **Ingresos** – FCR_{1,a}: solidez de los ingresos (crecimiento, estabilidad y previsibilidad, es decir, el riesgo de que los ingresos se reduzcan);

- **Ingresos** – FCR_{1,b}: adaptabilidad de los ingresos (capacidad de aumentarlos);
- **Gastos** – FCR_{2,a}: sostenibilidad del gasto (riesgo de que el gasto aumente);
- **Gastos** – FCR_{2,b}: adaptabilidad del gasto (capacidad para restringirlo);
- **Pasivos y Liquidez** FCR_{3,a}: solidez de los pasivos y liquidez (riesgo de que el servicio de la deuda aumente repentinamente);
- **Pasivos y Liquidez** FCR_{3,b}: flexibilidad de los pasivos y liquidez (capacidad para utilizar la liquidez o acceder a nuevos financiamientos).

Estos seis factores clave de riesgo capturan los elementos principales que explican el desempeño financiero. Estos factores están influenciados por otras consideraciones, como el MI, el contexto económico, así como las prácticas de gobernanza y gestión, las cuales no se evalúan ni califican por sí mismas. Más bien, la evaluación de estos elementos influyentes nutre la de los factores de riesgo cuando es pertinente. Esto permite evaluar las circunstancias específicas de una entidad calificada en el contexto adecuado. Por ejemplo, un nivel bajo de ingresos personales de una población puede no ser considerado como una característica negativa de riesgo crediticio si el ingreso doméstico/familiar tiene poca relevancia en la evaluación de la solidez de los ingresos, como puede ser el caso cuando los ingresos de los GLR derivan principalmente de las subvenciones per cápita del gobierno nacional.

Las Normas Institucionales Se Analizan dentro de los FCR

En el análisis de los FCR, las normas institucionales correspondientes a cada entidad cumplen una función importante. Estas normas y mecanismos, conocidos como el MI, incluyen la composición de los ingresos del GLR, la autonomía fiscal, las relaciones intergubernamentales, los mecanismos de fondeo y de compensación o ecualización de fondos, el perfil del gasto, el nivel y la composición de responsabilidades, el régimen de quiebras, las políticas contables y la presentación de informes sobre financiamiento en todo el sector público, así como los mecanismos de control y monitoreo. El análisis de las mismas normas, aplicables a un determinado nivel de gobierno en un determinado país, puede generar dos atributos diferentes cuando se evalúan dos emisores en el mismo país o nivel de gobierno. Un ejemplo es la autonomía fiscal (capacidad legal para aumentar las tasas impositivas): si dos municipios cuentan legalmente con un grado alto de autonomía fiscal, aquel que tenga una población opulenta puede evaluarse con un atributo más fuerte en cuanto a la capacidad de adaptabilidad de los ingresos, mientras que aquel con una población desfavorecida probablemente tendrá un atributo evaluado como más débil, ya que lo que importa es la capacidad real de generar ingresos adicionales y no solo la capacidad de aumentar la tasa impositiva.

Orientación de Atributos

Cada factor de riesgo se evalúa utilizando la tabla guía que se describe a continuación, en la que se exponen las expectativas generales para un grupo determinado de categorías de calificación. La tabla combina factores cualitativos y cuantitativos, provenientes tanto del MI del emisor como de los datos financieros específicos del mismo. Los elementos específicos del marco regulatorio se analizan considerando las normas institucionales correspondientes a cada emisor y guardan consistencia con toda la cartera de entidades que comparten características similares.

Tabla de Orientación de Atributos de FCR

Ingresos		Medio		Más Débil	
Solidez de los Ingresos – FCR1a		Fuentes de ingresos estables (p. ej., transferencias estables de contrapartes A–BBB; ingresos fiscales basados en actividades económicas moderadamente cíclicas como las ventas al menudeo).		Fuentes de ingresos volátiles (marco de transferencia inestable o transferencias estables de contrapartes BB o inferiores; ingresos fiscales basados en actividades económicas altamente cíclicas como la vivienda o la venta de materias primas).	
		Se espera un crecimiento de los ingresos marginalmente positivo, sustentado en perspectivas de crecimiento económico estable		Se espera un crecimiento de los ingresos nulo o ligeramente negativo, sustentado en perspectivas de crecimiento económico estancado o negativo.	
Adaptabilidad de los Ingresos – FCR1b		Aumento adicional de los ingresos que cubra al menos 50% de la disminución razonablemente esperada de los ingresos, utilizando un margen fiscal discrecional hasta la tasa máxima legal permitida, así como ampliando la base gravable ^a .		Aumento adicional de los ingresos que cubre menos de 50% de la disminución razonablemente esperada de los ingresos, utilizando un margen fiscal discrecional hasta la tasa máxima legal permitida, así como ampliando la base gravable ^a .	
		Asequibilidad moderada de los impuestos adicionales (estos representan una proporción modesta del ingreso medio disponible de los hogares; se cuenta con una base corporativa gravable promedio y moderadamente diversificada).		Asequibilidad baja de los impuestos adicionales (estos representan una proporción sustancial del ingreso medio disponible de los hogares; se cuenta con una base corporativa gravable estrecha o concentrada).	
		O BIEN		O BIEN	
		Mecanismos de equalización de ingresos con historial sólido (con rango constitucional o con fundamentos legales fuertes).		Mecanismos de equalización de ingresos con historial bajo (sin rango constitucional o sin alto anclaje legal).	
Gastos		Medio		Más Débil	
Sostenibilidad de los Gastos – FCR2a		Control moderado sobre las perspectivas de crecimiento del gasto total (p. ej., tasa de crecimiento del gasto total cercana a la de los ingresos).		Control débil sobre las perspectivas de crecimiento del gasto total (p. ej., por encima del crecimiento de los ingresos totales).	
		Responsabilidades moderadas sobre el gasto contracíclico (p. ej., servicios médicos).		Responsabilidades sobre los gastos contracíclicos que implican un control escaso durante recesiones (p. ej., prestaciones por desempleo, programas de asistencia social) o historial probado en la implementación de paquetes de estímulo del gasto.	
Adaptabilidad de los Gastos – FCR2b		Normas de equilibrio presupuestario en curso, pero sin un historial sólido de aplicación.		Ninguna norma de equilibrio presupuestario en curso ni ningún historial de déficits acumulados de ejercicios anteriores.	
		Porcentaje moderado de costos fijos. El gasto mínimo se puede medir mediante la evaluación comparativa con los mejores pares, así como:		Porcentaje alto de costos fijos. El gasto mínimo se puede medir mediante la evaluación comparativa con los mejores pares, así como:	
		<ul style="list-style-type: none"> • 70%–90% del gasto obligatorio o comprometido • Flexibilidad en el manejo del gasto de personal (volumen o salario) 		<ul style="list-style-type: none"> • >90% del gasto obligatorio o comprometido • Flexibilidad muy limitada en el manejo del gasto de personal (volumen o salario) 	
		Capacidad moderada para reducir el gasto (por contar con niveles moderados de servicios o de gastos de inversión).		Capacidad baja para reducir el gasto (por contar con niveles bajos de servicios o de gastos de inversión).	
Pasivos y Liquidez		Medio		Más Débil	
Solidez de los Pasivos y la Liquidez – FCR3a		Mercado financiero y marco nacional para el manejo de deuda y liquidez están en evolución.		Mercado financiero poco desarrollado, marco nacional débil para el manejo de deuda y liquidez.	
		Marco regulatorio específico del emisor es moderado para el manejo de la deuda, la liquidez y las operaciones financieras no reflejadas en el balance (alto apetito de riesgo, por ejemplo, límites de endeudamiento poco prudenciales, restricciones en tipos de préstamos riesgosos, uso de derivados).		Marco regulatorio específico del emisor es débil para el manejo de la deuda, la liquidez y las operaciones financieras no reflejadas en el balance (alto apetito de riesgo, por ejemplo, límites de endeudamiento débiles/no prudenciales, dependencia en relación con tipos de préstamos riesgosos, uso de derivados).	
		Uso sustancial de financiamientos con un perfil de deuda totalmente amortizable, aunque también llega a contratarse deuda con perfil con un vencimiento único (<i>bullet debt</i>) —sin concentración de vencimientos, acceso moderado al mercado de capitales.		Perfil de amortización de la deuda agresivo o uso de deuda con vencimiento único o uso poco frecuente de financiamientos con perfil de deuda totalmente amortizable; concentración de vencimientos o proporción alta de deuda de corto plazo, historial limitado de acceso al mercado de capitales.	
		Exposición limitada al riesgo de tasas de interés o de tipo de cambio; algunos riesgos fuera de balance (por entidades satélite, garantías, pensiones, etc.).		Exposición sustancial al riesgo de tasas de interés o de tipo de cambio; riesgos sustanciales fuera de balance (por entidades satélites, garantías, pensiones, etc.).	
Flexibilidad de los Pasivos y la Liquidez – FCR3b		Marco regulatorio que proporciona apoyo de liquidez en casos de emergencia por parte de niveles de gobierno superiores, pero dentro de las posibilidades financieras del emisor, con riesgo de contraparte en los servicios de tesorería entre BBB– y A+.		Marco regulatorio que proporciona apoyo de liquidez en casos de emergencia nulo o muy limitado por parte de niveles de gobierno superiores, por debajo de las posibles necesidades del emisor, con un riesgo de contraparte inferior a BBB–.	
		O BIEN		O BIEN	
		Liquidez disponible en varias formas, en particular efectivo sin restricciones, depósitos líquidos, líneas comprometidas sin disponer con riesgo de contraparte (IDR de bancos) superior a A+.		Poca liquidez disponible; líneas comprometidas con concentración alta en riesgo de contraparte (IDR de bancos) debajo de BBB–.	

^a Los términos se definen en los párrafos de "Ingresos: Adaptabilidad". ^b Cubierto con contrapartes acordes con el nivel de atributo (p. ej., mínimo AA– para ser evaluado como Más Fuerte)

^c Ponderación de riesgos fuera de balance (p. ej., las garantías otorgadas a sectores muy seguros son menos riesgosas que las otorgadas a entidades relacionadas con el gobierno con perfiles financieros débiles.

Fuente: Fitch Ratings.

Calificación Soberana Es Generalmente un “Techo”

Con algunas excepciones, los gobiernos subnacionales se ven influenciados por (y están sujetos a) las decisiones de su gobierno central o federal hasta tal punto que no solo la calificación de los GLR se ve limitada por esta calificación (consulte “Anexo 1: Calificación de GLR por encima de la Soberana”), sino que también los FCR tienden a verse influenciados por ella.

Calificación Soberana Influye en los Atributos

Además del techo máximo de calificación aplicado al final del proceso de calificación para la mayoría de los países, Fitch tiene en cuenta la IDR soberana durante todo el proceso analítico, con el fin de reflejar la forma en que los factores de la IDR soberana se incorporan e influyen en los factores de riesgo de los GLR. La estructura de los ingresos se ve afectada por las decisiones del gobierno central, no solo en lo concerniente al envío de transferencias, sino también en las restricciones a la autonomía fiscal de las entidades subnacionales. Los gastos son afectados por la devolución de responsabilidades, los estándares en la prestación de servicios públicos o los índices salariales de los funcionarios públicos. La deuda es afectada por las limitaciones a los préstamos, normas prudenciales, la disponibilidad de efectivo al nivel de la tesorería nacional o la sobretasa que paga el soberano, la cual sirve de referencia para el costo de la deuda del GLR.

A menos que un análisis específico lo justifique (consulte “Anexo 1: Calificación de GLR por encima de la Soberana”), cada atributo de los FCR debe incorporar el riesgo de que el soberano interfiera e influya en las características de dicho FCR. Por ejemplo, un GLR en un país con una calificación en la categoría BBB vería su FCR de ingresos influenciado por la función del soberano al actuar este último como parte interesada clave en las operaciones del GLR o por factores de riesgo compartidos entre el soberano y sus ciudadanos. De igual forma, es muy probable que un GLR de este tipo esté expuesto a las condiciones macroeconómicas de BBB en su propia base gravable, así como al riesgo de contraparte de BBB con respecto a las transferencias que recibe del gobierno central. A menudo, en este contexto, los GLR se enfrentan a relaciones intergubernamentales menos estables, típicas de las jurisdicciones de rango medio (países A/BBB), en las que el gobierno central necesita implementar políticas de disciplina fiscal o cambiar el marco regulatorio con el fin de regular sus propias restricciones fiscales.

Por lo tanto, las calificaciones soberanas no guían o limitan directamente los atributos, pero existe una probabilidad alta de que principalmente los GLR de los países en AAA o AA alcancen atributos evaluados como más fuertes y que los GLR de los países en A y BBB sean evaluados en rango medio. Una evaluación más débil de los atributos de los FCR sería típica para GLR en países calificados en BB o menos.

Importancia del Nivel de Gobierno en la Calificación

Fitch califica varios niveles de gobierno en diversos países. La importancia analítica de la clasificación administrativa de un GLR, ya sea un municipio o un estado (o departamento), puede variar según el MI. En algunos países, existe una jerarquía administrativa o política tal que los niveles inferiores tienen menos autonomía que los superiores sobre sus objetivos de gestión y los medios para cumplirlos, mientras que el nivel superior de gobierno desempeña una función “cuasisoberana” para las entidades de rango inferior. Las consideraciones expuestas anteriormente entre el soberano y los GLR se aplicarían de forma parcial entre el Estado y los GLR. Este tipo de marcos institucionales, que se encuentran por lo general en sistemas de gobiernos federales, pueden dar lugar a FCR y, ultimadamente, jerarquías de perfil de riesgo en las que los municipios de un estado, región o provincia tengan una evaluación de perfil de riesgo inferior a la del nivel de gobierno superior correspondiente.

Cómo la Calificación Soberana Influye en el Atributo

- Las calificaciones soberanas por debajo de A- tenderían a limitar los atributos del FCR a Medio.
- Las calificaciones soberanas por debajo de BB- tenderían a limitar los atributos del FCR a Más Débil.

Sin embargo, en los casos en los que no se observa una jerarquía gubernamental de este tipo, normalmente en países con sistemas de gobierno unitarios, las calificaciones de los GLR serían independientes del nivel administrativo.

Factores Clave de Riesgo

Ingresos

Fitch toma en consideración dos factores de riesgo al evaluar la fortaleza de la estructura de ingresos de un GLR: las perspectivas de estabilidad y crecimiento (solidez) de los ingresos y la capacidad legal del GLR para incrementarlos. El objetivo de este análisis es capturar las expectativas del sistema de ingresos del emisor incorporando tanto el resultado probable en ausencia de políticas de gobierno como la capacidad independiente del emisor para implementar reformas y medidas a través del tiempo.

Ingresos: Solidez (FCR_{1.a})

La dimensión de solidez de la estructura de ingresos se evalúa mediante la combinación de volatilidad y crecimiento de los ingresos. Esto influye en la calificación de dos maneras: los patrones históricos de crecimiento y volatilidad (p. ej., desde su punto más alto a su punto más bajo) se revisan en el proceso de establecer el escenario de calificación de Fitch; la evaluación cualitativa contemplada en el FCR incorporará las posibles desviaciones entre el desempeño observado y el proyectado (consulte “Análisis de Escenarios y ”). Se presta especial atención al potencial de volatilidad de la economía en la medida en que sea pertinente para el desempeño financiero del GLR. En particular, esto se aborda mediante el análisis del vínculo de los ingresos con la economía en general. La calificación soberana y su componente macroeconómico pueden ser un buen indicador de inestabilidad macroeconómica.

El análisis de la combinación de ingresos identifica los impulsores de estos, lo que establece los vínculos con el perfil socioeconómico del GLR (base de la que derivan los impuestos y las tasas) y su dependencia de las transferencias intergubernamentales, que son los dos pilares principales de los GLR internacionales.

Esta evaluación se realiza sin considerar las medidas normativas que un GLR podría tomar para influir en los ingresos, como aumentar o reducir las tasas impositivas o solicitar transferencias extraordinarias, que se abordan en el siguiente factor de riesgo.

Los sistemas de ingresos más sólidos son aquellos que presentan las siguientes características: crecimiento constante acorde con el nivel de crecimiento de la economía nacional o por encima de él en un contexto en que la IDR soberana es alta (AAA–A); un grado de estabilidad tal que, aunque los ingresos sean dinámicos, no están sujetos a un efecto cíclico grave; o estabilidad en las transferencias procedentes de una contraparte con una alta calificación (AAA–AA). El contexto macroeconómico, que expone al GLR a mayores o menores grados de volatilidad e incertidumbre, se evalúa a través de la calificación soberana y su componente “macroeconómico”.

Las estructuras de ingresos menos sólidas son los que muestran un desempeño decreciente más allá de las fluctuaciones cíclicas, una dependencia fuerte de actividades económicas altamente cíclicas (como la vivienda o las materias primas) o marcos de transferencia inestables.

Fitch analiza los factores subyacentes de los ingresos y su dinámica. Entre estos se incluyen principalmente la diversidad de la economía, las tendencias demográficas y la estructura de las industrias clave. Este análisis incorpora una evaluación de la naturaleza de los ingresos fiscales y de las transferencias, así como de las bases sobre las que se recaudan o calculan estos flujos. Fitch no califica la economía en sí misma, sino que solo la evalúa en el contexto del desempeño futuro de los ingresos del emisor. En la mayoría de los casos, el crecimiento del PIB y de la

Volumen de Ingresos

Para permitir comparaciones internacionales, los ingresos se deflactan con el deflactor del PIB nacional correspondiente. Esto neutraliza las diferencias en los contextos de inflación y se centra en la tasa de crecimiento real de los ingresos o en el “volumen” de estos, también en comparación con la tendencia del PIB real.

población se considerará generalmente como un aspecto positivo. Por ejemplo, en el contexto de un GLR con una población que crece mucho más rápido que el promedio nacional, un sistema de ingresos basado en la asignación per cápita sería positivo. Sin embargo, si este emisor opera en un sistema que simplemente indexa las transferencias con una tasa de crecimiento a nivel nacional, recibiría un atributo de rango medio en el mejor de los casos.

Para las entidades con un porcentaje significativo de transferencias, la estabilidad y el equilibrio financiero del marco institucional constituyen un factor importante. Fitch considera que un historial de desequilibrios fiscales verticales es en gran medida negativo para el crédito. Esta situación crea un espacio para carencias de financiamiento estructural, lo que genera a su vez deudas crecientes o una propensión a los riesgos crediticios por pasivos fuera de balance. Esta situación puede llevar al soberano a proporcionar apoyo temporal a todo un nivel de gobierno o a un grupo amplio de GLR cuando estos se enfrentan a episodios crónicos de déficits fiscales como en Brasil en 1989, 1993 y 1997, o España en 2012. Cabe señalar que el apoyo gubernamental para casos individuales de estrés financiero no se evaluaría en el FCR, sino en el paso 6 ("Factores Más Allá del PCI").

Las transferencias pueden adoptar muchas formas y métodos de cálculo diferentes y pueden destinarse a gastos de programas específicos (etiquetados) o no etiquetados. El mayor valor crediticio se otorga a las transferencias que proporcionan fuentes de ingresos dinámicas (p. ej., que incorporan el crecimiento del PIB durante el ciclo económico) y protectoras (que aminoran los efectos de posibles choques económicos).

Los GLR no se benefician por lo general del control total de sus fuentes de ingresos (autonomía fiscal limitada) ni de sus responsabilidades de gasto (mandatos). En compensación, tienden a verse protegidos de choques externos mediante mecanismos provenientes de niveles superiores de gobierno en los que las transferencias son más estables que los ingresos soberanos subyacentes y no disminuyen proporcionalmente con los ingresos tributarios. Sin embargo, a medida que se lleva a cabo la consolidación presupuestaria, las transferencias de los GLR se ven a menudo reducidas (salvo las transferencias que reflejan impuestos compartidos); por lo tanto, los efectos del choque se retrasan y se mitigan (al igual que la consiguiente recuperación), pero no se evitan del todo. Esta dinámica se refleja en el análisis del patrón de crecimiento de los ingresos. Un patrón más estable en comparación con las fluctuaciones del PIB es generalmente positivo para el análisis crediticio, siempre que los ajustes posteriores no sean desproporcionados; cuando el enfoque analítico es "a través del ciclo", la tasa media anual de crecimiento (tmac) debe ser similar, pero no inferior a la del PIB.

Ingresos: Adaptabilidad ($FCR_{1,b}$)

El segundo componente en la evaluación de la estructura de ingresos es la capacidad independiente del gobierno para aumentar los ingresos operativos. Esto implica considerar la variedad de límites legales y prácticos a la autonomía del GLR en este aspecto, incluidos los límites a las tasas impositivas y los requisitos para la aprobación de los votantes u otros niveles de gobierno. El grado de flexibilidad generalmente implica autonomía fiscal (a través de la discreción sobre la tasa, la base y las exenciones). También puede incluir la discreción sobre las tarifas y cuotas percibidas por los servicios públicos. Por último, la adaptabilidad de los ingresos incorpora el análisis sobre la proporción de transferencias no etiquetadas respecto del total o sin que el pagador ejerza discreción alguna, como las transferencias automáticas de compensación que contrarrestan las pérdidas de otros ingresos.

Fitch considera que un GLR tiene capacidad legal independiente para incrementar sus ingresos, siempre y cuando dicha facultad esté estipulada en las respectivas leyes o reglamentos, incluso si existiera alguna normativa respecto a una mayoría absoluta u otros requisitos de este tipo. Dado el

enfoque de incorporar solo los posibles cambios tributarios que están bajo el control del gobierno, los límites fiscales que restringen los incrementos anuales a métricas económicas específicas, como la inflación o el crecimiento de la población, no se consideran como una fuente de flexibilidad para la recaudación de ingresos en la que el GLR pueda confiar en caso de que se produzca una disminución en la actividad económica.

Fitch recalca que esta evaluación se centra en el control legal del gobierno sobre su sistema de ingresos. Si bien el aumento de los impuestos puede resultar difícil en muchos casos desde el punto de vista político o práctico, Fitch considera que el marco jurídico es un factor importante de diferenciación para evaluar la capacidad de afrontar los desafíos fiscales. Un gobierno puede recibir una evaluación alta en este factor de riesgo incluso si Fitch cree que es improbable que el emisor aumente los impuestos en circunstancias normales. Por lo general, las tasas impositivas solo se aumentarán sustancialmente en circunstancias de estrés (como un incumplimiento inminente). Fitch evalúa la capacidad del emisor para obtener ingresos en esta situación teórica de estrés financiero. En algunos marcos institucionales, la constitución del emisor o un gobierno de nivel superior, representado por un prefecto o comisionado del gobierno central, obligaría al emisor a elevar las tasas impositivas a un nivel acorde con la generación de ingresos requerida en un momento de estrés. Estas reglas de “equilibrio”, de ser creíbles, dotan de certeza a una evaluación catalogada como “Más Fuerte” para este FCR.

La adaptabilidad de los ingresos se evalúa principalmente sobre la base de los ingresos propios, es decir, la flexibilidad para aumentar la recaudación de impuestos, tarifas y cuotas. Se mide cuantitativamente, calculada como el aumento en los ingresos adicionales en relación con la disminución razonablemente esperada en los ingresos operativos.

El margen de adaptabilidad de los ingresos se evalúa respecto a la capacidad discrecional del GLR para ajustar la tasa y la base impositiva máximas. La tasa impositiva máxima (o nivel de tarifa o cuota) puede estar determinada por límites legales. A falta de un límite legal, el FCR se consideraría Más Fuerte por defecto. Asimismo, se concederá crédito a las entidades con grandes conjuntos de activos vendibles, los que por lo general no están restringidos por su función pública.

La “disminución de los ingresos operativos razonablemente esperada” se evalúa como el impacto en los ingresos ante una desaceleración económica rutinaria y cíclica, y refleja el desempeño de los ingresos desde su punto más alto hasta su punto más bajo. Este impacto se observa comparando la tasa de crecimiento de los ingresos en períodos de recesión o de menor dinamismo con la de la economía en general (PIB) y el promedio histórico (a través del ciclo) del crecimiento de los ingresos. En los casos en que no se disponga de una larga serie de datos fiscales de los GLR para observar el desempeño real desde su punto más alto a su punto más bajo, Fitch utilizará en su lugar indicadores indirectos nacionales o de pares de calificación. Fitch examinará los ciclos económicos nacionales y el desempeño de la base de recursos de los GLR (transferencias, bases impositivas de naturaleza similar a nivel nacional o con respecto a sus pares de calificación) frente a dichos ciclos económicos.

También se evalúa la asequibilidad para establecer impuestos adicionales, que depende principalmente de la carga de los impuestos locales y del impacto adicional que un aumento en los impuestos tendría sobre el ingreso total de los hogares. Por lo tanto, la diferencia entre el nivel actual de las tasas impositivas y el máximo previsto se aborda en la evaluación de la asequibilidad, cuando se cuantifica el impacto del aumento en proporción a la mediana o al promedio del ingreso disponible de los hogares. En el caso de los impuestos corporativos, la asequibilidad de los impuestos adicionales se mide en función de la proporción del PIB o de sus componentes, cuando se disponga de ellos. Cuando los datos son escasos, se evalúan cualitativamente la amplitud y

diversidad de la base impositiva, así como el nivel de actividad económica reflejado en el PIB local o en un indicador per cápita similar.

En algunos marcos institucionales, la adaptabilidad de los ingresos puede derivarse del sistema de transferencias. Para que sean reconocidas en el análisis de flexibilidad de Fitch, los mecanismos de transferencia deben proporcionar compensación con mecanismos de equilibrio que neutralicen la pérdida de otros ingresos, en particular los ingresos fiscales. Este es el caso en particular cuando las transferencias se calculan para alcanzar un nivel de “solidez financiera” promedio. El historial de estos programas de compensación de ingresos, en el transcurso del tiempo y su sustento jurídico, es un factor importante.

La flexibilidad también puede ser el resultado de un grado alto de transferencia de costos. En este caso, la flexibilidad se entiende como una forma de protección automática. Algunos sistemas gubernamentales permiten subvenciones y transferencias que reflejan directamente los costos en que deben incurrir los GLR, lo que proporciona protección contra el aumento de estos. El reconocimiento se otorga en el análisis en la medida en que el pagador sea la contraparte (el nivel superior del gobierno que realiza las transferencias): las transferencias procedentes de un soberano BBB, por ejemplo, no permiten evaluar este factor de riesgo de adaptabilidad de los ingresos como “Más Fuerte”.

Gastos

El segundo pilar de riesgo se centra en la sostenibilidad y flexibilidad del gasto público. Específicamente, Fitch considera el ritmo de crecimiento del gasto esperado, así como la flexibilidad en los gastos de un GLR. De este modo, Fitch evalúa la probabilidad de que un emisor esté presionado según el patrón natural de crecimiento del gasto y qué tan bien posicionado está para manejar ese crecimiento durante el ciclo económico.

El análisis de la combinación de gastos del GLR incluye la identificación de responsabilidades, como los gastos por asistencia social, tras haber establecido también los vínculos con el perfil socioeconómico.

Gastos: Sostenibilidad ($FCR_{2,a}$)

Después de evaluar las responsabilidades de gasto y las posturas en cuanto a políticas de gasto de un emisor, Fitch considera las tendencias de referencia en el gasto en comparación con el ritmo de crecimiento de los ingresos.

Este análisis se basa en los principales motores del gasto y se basa en las expectativas de Fitch sobre la trayectoria económica del emisor. Fitch observa que la demanda de ciertas partidas del gasto, como las transferencias de asistencia social, tiende a aumentar en momentos de desaceleración económica y de disminución de los ingresos, ya que muchas de las políticas de los GLR son contracíclicas. En algunos casos, los GLR pueden verse obligados a adoptar medidas contracíclicas, como el aumento del gasto de capital, en fases de desaceleración económica, en particular mediante el estímulo del gasto en infraestructura.

Fitch también evalúa la estabilidad y previsibilidad de las responsabilidades de gasto de los GLR. Por lo tanto, el carácter “en evolución” del marco institucional nacional, típica de países calificados en BB o una categoría menor, podría conducir a una previsibilidad limitada del gasto y, con ello, a una evaluación débil de la sostenibilidad del gasto.

En la evaluación de la sostenibilidad del gasto se tiene en cuenta el desempeño promedio esperado del gasto en el transcurso del tiempo. En este contexto, el efecto contracíclico no se considera una desventaja en sí misma, ya que el análisis de escenarios de Fitch toma en cuenta

Volumen del Gasto

Para permitir comparaciones internacionales en tendencias de crecimiento del gasto, el gasto se deflacta con el deflactor del PIB nacional correspondiente. Esto neutraliza las diferencias en los contextos de inflación y se centra en la tasa de crecimiento real del gasto o en el “volumen” de este, también en comparación con la tendencia del PIB real.

las fluctuaciones razonablemente esperadas en el gasto. Sin embargo, los GLR expuestos a estas políticas tienen un riesgo mayor de desviarse de la trayectoria de gasto esperada (más allá de las fluctuaciones de los casos de calificación) que aquellos a los que se han conferido responsabilidades que implican un gasto muy estable.

El fondeo agresivo de inversiones y la contratación de financiamientos también crean un potencial mayor de riesgos de deterioro de la calidad crediticia. Fitch analiza la sostenibilidad de la política de inversión pública: los gastos de capital por debajo del nivel necesario para mantener adecuadamente las instalaciones, o que puedan ser insuficientes para satisfacer las demandas del crecimiento demográfico, probablemente darían lugar a la necesidad de incrementar este tipo de gasto en el futuro con el objetivo de cubrir estas demandas.

Gastos: Adaptabilidad ($FCR_{2,b}$)

Fitch considera que las normas eficaces de equilibrio presupuestario crean incentivos para controlar los gastos, ya sean autoimpuestos o por mandato de un nivel superior del gobierno.

Fitch observa que algunos capítulos del gasto son mucho más fáciles de controlar que otros. La agencia analiza la flexibilidad inherente de cada capítulo del programa de gasto que proporciona el GLR y los detalles específicos del contexto de cada GLR mediante la evaluación de la capacidad práctica y legal para reducir el gasto. Fitch observa que generalmente hay un nivel básico de servicios que un GLR debe proporcionar y que a menudo está muy por encima de lo estipulado en el marco legal, si lo hubiera, para tales servicios. Esto se basa en el análisis de las normas institucionales.

Los resultados de las iniciativas de los votantes y las decisiones de los tribunales pueden restringir la flexibilidad del gasto de un GLR. Además, las limitaciones legales o constitucionales son fuentes potenciales de riesgos de crédito, ya que pueden condicionar la capacidad de un emisor para reaccionar ante acontecimientos negativos. Entre estas limitaciones se incluye la situación del personal administrativo del emisor, con funcionarios públicos generalmente protegidos, lo que hace que los costos de nómina sean inflexibles. Fitch ha observado que las pensiones y las prestaciones pueden convertirse en una carga pesada para los FCR y en una fuente de problemas fiscales. Cuando las entidades calificadas controlan estas partidas del gasto, se enfatiza el análisis de los factores que impulsan su desarrollo, incluidos la demografía, mecanismos de fondeo y los acuerdos institucionales.

La capacidad para ajustar el gasto es clave para afrontar una disminución de los ingresos o el aumento de los costos. La adaptabilidad del gasto se evalúa con respecto al gasto total, excluido el servicio de la deuda, y considera a sus dos componentes clave, es decir, los gastos de funcionamiento y los gastos de capital. Se mide cuantitativamente a través de la proporción de los gastos considerados como fijos y que representan los costos obligatorios o comprometidos. El nivel mínimo de servicios y de gastos está determinado por el marco legal o, a falta de este, por la referencia al menor gasto per cápita observado en una entidad equivalente dentro del mismo marco legal.

En la práctica, los gastos inflexibles se expresan como un porcentaje de los gastos medidos en el escenario de calificación, mediante la evaluación por parte de Fitch de la flexibilidad de acuerdo con los marcos constitucionales y legales correspondientes. Ante la falta de requisitos legales de gastos, la agencia puede valorar la flexibilidad mediante una comparación con los pares más eficientes (GLR con responsabilidades similares y menor gasto unitario). Esta evaluación se basa en la relación entre los gastos obligatorios y comprometidos con respecto a los gastos discrecionales. Una proporción mayor de gastos discrecionales facilita los recortes del gasto. La flexibilidad en el manejo de la plantilla laboral, expresada en número de empleados y salarios, es

uno de los principales impulsores del gasto en GLR con estructuras administrativas que emplean mucha mano de obra. La mayoría de los países tiene leyes laborales rígidas para los servidores públicos y se asume que los costos de personal son inflexibles. Fitch estima la proporción del gasto en mano de obra con respecto al gasto total, así como la proporción en la que puede reducirse, incluida la subcontratación de funciones periféricas. Asimismo, se consideran las transferencias a entidades descentralizadas que cumplen una misión pública importante y que, al mismo tiempo, apoyan los salarios de sus empleados.

La asequibilidad de las reducciones se mide considerando el nivel de servicio o inversión existente en comparación con lo observado en sus pares inmediatos. Los servicios que se proveen en un nivel mínimo pueden dar lugar a problemas de aceptación política. Un buen historial de ajustes al gasto se considera como un buen indicador para la aceptación.

Pasivos y Liquidez

Pasivos y Liquidez: Solidez (FCR_{3,a})

En primer lugar, Fitch revisa el marco nacional sobre el manejo de la deuda, el riesgo y la liquidez, en particular la presencia de límites de endeudamiento o restricciones sobre tipos de préstamos, uso de derivados o estructuras de financiamiento. Fitch considera que los marcos administrativos o regulaciones prudenciales, como los límites de endeudamiento o del servicio de la deuda, son positivos para el análisis sobre la calidad crediticia, sujetos a la eficacia de la regulación y control sobre el manejo de pasivos y liquidez. Fitch evalúa qué tan conservadoras son las políticas de endeudamiento, incluidos la autorización de un nivel superior de gobierno, opciones de productos financieros, el monitoreo de riesgos crediticios, la publicación de los montos, los términos y condiciones de la deuda, así como la divulgación de los compromisos financieros fuera de balance. En los mercados desarrollados, donde la experiencia en el manejo de deuda entre los GLR es sustancial, las regulaciones prudenciales formales pueden reemplazarse por la disciplina del mercado de capitales. Sin embargo, en países con un marco institucional en evolución o donde las responsabilidades se han transferido recientemente al GLR, las regulaciones prudenciales pueden actuar como un mecanismo de control para la elaboración responsable de presupuestos y de acumulación de deuda.

Fitch también toma en consideración la presencia de regulaciones específicas del emisor o autoimpuestas y, en particular, el apetito de riesgo de los GLR. Fitch estima que los GLR no tienen motivos económicos para participar en operaciones riesgosas de deuda y de liquidez, ya que la mayoría de ellos tiene una flexibilidad fiscal limitada y necesita mantener una situación financiera sólida para evitar que se asuman riesgos de forma agresiva.

Fitch también analiza el riesgo cambiario, de tasa de interés o de refinanciamiento cuando este afecta a una parte significativa del perfil de capital del GLR; este análisis se lleva a cabo estresando los costos del financiamiento y de acceso a la liquidez, derivados de los patrones históricos en el mercado de deuda correspondiente (consulte “Análisis de Escenarios y Supuestos”). El hecho de que los instrumentos de deuda incluyan obligaciones financieras o de otro tipo, si se revelan, puede llevar a que se acelere el pago e incidir en la capacidad relativa del emisor para controlar el riesgo. Fitch también considera la proporción de deuda sin cobertura a tasa variable, la deuda sin cobertura de tipo de cambio y el perfil de amortización de la deuda.

Los emisores expuestos a un riesgo de refinanciamiento significativo, especialmente aquellos que cuentan con una concentración de vencimientos alta y una proporción sustancial de instrumentos de amortización diferida, se consideran por lo general estructuralmente más débiles desde el punto de vista crediticio, ya que están expuestos a una incertidumbre mayor en lo que respecta tanto al acceso al mercado como al costo de la deuda en el futuro, a menos que se mitigue mediante la creación de un fondo de amortización. Los emisores expuestos a tasas de interés variables

Disponibilidad (o Indisponibilidad) de Información

El registro deficiente de pasivos contingentes puede ser una limitación importante para el análisis del marco de pasivos y liquidez.

- Cuando la información está disponible y es exhaustiva, Fitch aplica el análisis y la reclasificación que se describe en esta sección.
- Cuando la información es limitada, Fitch realiza pruebas de consistencia y consulta noticias y publicaciones relevantes.
- Si estas búsquedas sugieren que existen riesgos, pero no se dispone de información suficiente para evaluarlos, Fitch puede asignar un atributo en rango más débil al FCR. En algunos casos extremos, Fitch puede negarse a calificar al emisor.

pueden mitigar la exposición en su totalidad o en parte a través de coberturas de tasas de interés. Fitch evalúa si la parte no cubierta, expuesta al refinanciamiento, tendría un impacto sustancial en la sostenibilidad de la deuda del emisor bajo un escenario de tasas de interés altas. Las exposiciones a riesgos cambiarios se evalúan de manera similar.

En su análisis, Fitch se enfoca en la métrica de deuda ajustada por Fitch (deuda ajustada), la cual puede incluir algún tipo de deuda contingente reclasificada o deuda de terceros. Todos estos tipos de deuda reclasificada no son considerados dentro de la evaluación del FCR (para evitar la doble penalización). Sin embargo, el FCR_{3.a} evalúa cualitativamente la existencia de riesgos que aún no han sido captados en las métricas crediticias (ajustadas).

Los pasivos contingentes, como las deudas, garantías o pensiones de agencias o de entidades relacionadas con el gobierno (ERG), mayoritariamente propiedad del gobierno, necesitan analizarse a detalle. Fitch examina esos pasivos no reflejados en el balance con un enfoque ponderado de riesgo. Esto significa que la agencia no se limita a agregar compromisos financieros no reflejados en el balance, ya que la probabilidad de materialización de pasivo contingente puede variar considerablemente entre dos casos diferentes. Más bien, es necesario realizar un análisis cualitativo. Algunas entidades pueden tener una red amplia de empresas públicas dependientes y de compañías estatales u otorgar una gran cantidad de garantías. No obstante, el análisis se centra en el riesgo de que estos compromisos financieros se activen efectivamente y migren al balance de la entidad. Las garantías otorgadas a sectores muy seguros (por ejemplo, sectores sujetos a supervisión estricta por parte del gobierno central), como la vivienda social regulada, son menos riesgosas que las que se brindan a ERG más débiles no autosuficientes, incluso si no contaran con garantías. Estas obligaciones siguen siendo contingentes y no son ajustadas (ver segunda fila de la tabla “Reclasificación de Pasivos Contingentes”).

En algunos casos, el riesgo contingente no es remoto, sino real, y Fitch lo incorporaría en el cálculo de “otras deudas consideradas por Fitch” (ver tercera fila de la tabla “Reclasificación de Pasivos Contingentes”).

Fitch también realiza ajustes para reflejar las deudas o pasivos subestimados o parcialmente registrados. Para el análisis del pasivo, Fitch clasifica como deuda ajustada de un GLR las obligaciones financieras con terceros cuando el GLR es el pagador real, independientemente de cualquier condicionalidad, y los contratos con deuda asociada que pudieran convertirse en una obligación financiera para el GLR si este no cumpliera con los términos y condiciones del contrato de pagos. Algunos buenos ejemplos son los pagos capitalizados de las transacciones de asociaciones público-privadas (APP)¹, el pago de las parcialidades en esquemas de construcción y transferencia o las transferencias continuas a deudores para cubrir el servicio de su deuda. Si se constata este riesgo, pero no se dispone de los datos necesarios para su reclasificación, la agencia realiza un ajuste analítico; todas las deudas de este tipo (ver cuarta fila de la tabla “Reclasificación de Pasivos Contingentes”) serían añadidas a “otras deudas consideradas por Fitch” e incorporadas en la métrica de deuda ajustada.

¹ Más comúnmente relacionados con los acuerdos de APP basadas en disponibilidad. Tales transacciones requieren que un gobierno efectúe ciertos pagos cuantificados y plurianuales durante la vigencia del contrato y son diferentes de las APP basadas en la demanda (concesiones), que se financian a través de peajes u otros cargos al usuario, en lugar de los pagos gubernamentales en curso, ante la falta de una garantía específica de ingresos mínimos. Fitch no incluye la deuda asociada con las APP basadas en la demanda en los cálculos de la deuda de un GLR.

Fitch considera como la mejor práctica la divulgación detallada de todas las obligaciones de deuda de la entidad, incluidas las colocaciones bancarias directas y otras obligaciones financieras. La agencia incluye en su análisis todas estas obligaciones, entre las cuales se incluye el impacto de violar los convenios financieros acordados (*covenants*) como las cláusulas de aceleración.

Reclasificación de Pasivos Contingentes

¿Cómo se paga la deuda contingente?	Enfoque Analítico de Fitch	Ejemplos
El deudor (ERG) tiene su flujo propio y robusto de ingresos de mercado (tarifas, cuotas, rentas, etc.).	Esta deuda no se incluye en el análisis del GLR ni en las métricas de deuda agregada.	Alguna empresa de servicios públicos que sea autosuficiente, una agencia de financiamiento o de desarrollo con métricas financieras sólidas
El deudor (ERG) se beneficia de una garantía; es menos probable que esta se cristalice.	Deuda contingente pura; no se agrega a la métrica de deuda ajustada.	Desarrollador de vivienda social fuerte que se beneficia de una garantía
El deudor (ERG) tiene su propio flujo de ingresos (tarifas, cuotas, rentas, etc.), pero es altamente probable que este flujo sea insuficiente y la deuda (garantizada o no) se cristalice como un pasivo para el GLR.	Otras deudas consideradas por Fitch; se agrega a la métrica de deuda ajustada.	Desarrollador de vivienda social en estrés financiero que se beneficia de una garantía
La deuda del deudor (ERG) fue adquirida para construir una instalación específica en nombre del GLR y este último sirve principalmente esta deuda.	Otras deudas consideradas por Fitch; se agrega a la métrica de deuda ajustada.	APP basada en disponibilidad (terminada y en operación), compañía de desarrollo urbano (mayoritariamente estatal)

Fuente: Fitch Ratings.

El análisis de Fitch sobre la carga neta o no fondeada de los pasivos de pensiones de un gobierno considera únicamente los planes de pensiones de beneficios definidos. Los planes de contribución definida son un compromiso financiero anual predecible y se tienen en cuenta en la evaluación del marco de gastos de un emisor. En la práctica, muy pocos países hacen responsables a sus GLR de los planes de pensiones de prestaciones definidas. Estos países tienden a utilizar valuaciones actuariales por despachos de renombre, las cuales Fitch incorporará en su análisis. Si un GLR carga con el pasivo no fondeado asociado con las pensiones de sus trabajadores, Fitch evalúa la naturaleza y materialidad de la obligación por prestaciones, los supuestos subyacentes a la obligación y la carga contributiva real y potencial para la entidad calificada. Si, en opinión de la agencia, tales pensiones representan un riesgo sustancial para la evaluación de los pasivos de una entidad calificada, este podría reflejarse como un factor de riesgo asimétrico (consulte “Consideraciones sobre Riesgos Asimétricos Adicionales”).

Para efectos de su análisis de sostenibilidad de la deuda, Fitch distingue la deuda contraída con otros niveles de gobierno si esta ofrece flexibilidad en sus términos y condiciones con respecto a la deuda tradicional. Todos los tipos de deuda se incluyen en las métricas de sostenibilidad de deuda que determinan el PCI. Si es pertinente, se calcula un indicador suplementario, sin incluir la deuda intergubernamental que ofrece condiciones favorables, lo que da lugar a un “indicador de sostenibilidad de la deuda mejorado”. Este se utiliza para estimar la distancia entre el PCI y la IDR.

En algunos países, GLR pueden recurrir a ERG para completar ciertas políticas públicas. Cuando estas ERG contratan deuda para ejecutar proyectos pagados por el GLR, su deuda es reclasificada como se explicó en el párrafo anterior. Sin embargo, las ERG pueden combinar actividades comerciales con su propio flujo de ingresos y algunos objetivos de políticas públicas (pagados por el GLR) que representan riesgos sustanciales para el GLR. Cuando resulta difícil la evaluación precisa de la deuda del ERG que debe reclasificarse como deuda ajustada, Fitch evalúa el puntaje de la sostenibilidad de la deuda a través de una métrica de deuda más amplia llamada deuda neta total, la cual incluye toda la deuda reportada por el ERG (ver “Métricas para Evaluar la Sostenibilidad de la Deuda”). En dicho caso y para evitar una doble contabilidad del mismo riesgo, el atributo del factor clave de riesgo no incluye la presencia de riesgos fuera de

balance, ya que estos son incorporados de manera conservadora en la métrica de deuda que se toma en cuenta en el análisis cuantitativo.

Pasivos y Liquidez: Flexibilidad (FCR_{3,b})

Esta evaluación aborda únicamente la dimensión de “volumen” (“stock”) de la liquidez total, es decir, la liquidez que no está sujeta a incertidumbre distinta del riesgo de contraparte de los proveedores de liquidez, y que, en caso de estar presente, actúa como límite para el monto del crédito en el atributo. Esta evaluación no tiene por objeto reflejar todas las fuentes de liquidez, que incluirían la generación de efectivo, estas se abordan por separado en la etapa de análisis financiero y de análisis de escenarios. En cambio, para evaluar la dimensión de “stock” de la liquidez, Fitch considera tanto las necesidades de liquidez de un gobierno como sus recursos de liquidez internos y externos. El análisis se centra en los recursos líquidos que se espera que estén disponibles para un gobierno durante una desaceleración económica, cuando es más probable que el acceso a la liquidez sea limitado, con el fin de reducir un déficit presupuestario (sin importar su origen) o para amortizar la deuda de vencimiento próximo.

Fitch reconoce que los GLR que se encuentran en la posición más fuerte son aquellos que no dependen de créditos externos para cubrir sus necesidades de efectivo, incluso en los ciclos de contracción económica. Sin embargo cuando la liquidez es proporcionada por contrapartes externas solventes, como bancos, niveles superiores de gobierno o acreedores especiales patrocinados por el gobierno (como la Junta de Préstamos para Obras Públicas del Reino Unido), es la fuente típica de flexibilidad financiera para la mayoría de los GLR.

El análisis comienza con las disposiciones del MI que abordan el uso de mecanismos de apoyos a la liquidez de emergencia, si lo hubiera, de los niveles superiores de gobierno. Algunos países tienen disposiciones legales que permiten a los GLR acceder a mecanismos de liquidez de emergencia, como fondos de contingencia, líneas de crédito de tesorería abiertas, efectivo mancomunado o financiamientos mutuos entre pares. Sin embargo, se tiene en cuenta el riesgo de contraparte asociado con el proveedor de liquidez y es posible que esté limitado por la calificación de este. Por ejemplo, el atributo no podría ser evaluado como Más Fuerte si el gobierno que otorga la liquidez de emergencia tiene la calificación BBB. Además, estos mecanismos de liquidez pueden estar sujetos a riesgos políticos; por ejemplo, las líneas de crédito de tesorería como el Fondo de Liquidez Autonómico de España pueden requerir un grado alto de cooperación entre el GLR y el proveedor de liquidez. Además del análisis legal, Fitch analiza el historial y la eficacia de estos mecanismos de liquidez.

A nivel del emisor, Fitch examina el efectivo sin restricciones y la liquidez comprometida disponible bajo diversas formas. De hecho, un GLR que enfrente un déficit presupuestario inesperado probablemente movilizará primero las líneas de crédito comprometidas. En este caso, se evalúa el riesgo de contraparte de las líneas de liquidez comprometidas, reflejado en las calificaciones de los bancos, y se ignoran las líneas de liquidez con calificaciones crediticias que estén una categoría de calificación completa o más por debajo de la del emisor. La liquidez disponible, que solo retiene las contrapartes acordes con el nivel del atributo correspondiente, se mide como porcentaje del servicio de la deuda estimado en el escenario de calificación.

Evaluación del Perfil de Riesgo

Después de evaluar cada uno de los seis factores de riesgo con un atributo, el comité de calificación decide una evaluación final del perfil de riesgo global con base en los atributos y la importancia relativa de cada factor, de modo que se escale el riesgo global del emisor. Por lo tanto, esta evaluación de riesgos abordaría lo siguiente:

1. el riesgo de que se reduzca el flujo de efectivo;
2. el riesgo de que aumente el servicio de la deuda (por razones distintas a la acumulación de déficits, que ya se refleja en el numeral anterior).

Agregar las Evaluaciones de los FCR: Abordar la Interacción entre la Solidez y la Adaptabilidad

Cuando se resumen las seis evaluaciones en el perfil de riesgo, los factores clave de riesgo no tienen ponderaciones específicas. Las evaluaciones del perfil global de riesgo consideran la importancia relativa de cada factor clave de riesgo de acuerdo con las características específicas de cada entidad. Generalmente, la mezcla reflejará la interacción entre la solidez y la adaptabilidad de cada entidad, dando más importancia a la dimensión de solidez de cada factor clave de riesgo. La adaptabilidad puede ser relativamente menor cuando la solidez es fuerte, ya que la primera aborda las debilidades de la segunda. Una menor necesidad de hacer frente a los choques o las desaceleraciones económicas se reflejaría en evaluaciones de mayor solidez. Una evaluación sobre la adaptabilidad de los ingresos de Rango Medio no impediría que el perfil de riesgo global se evalúe como Más Fuerte si los tres factores de solidez se evalúan como Más Fuertes. Un FCR evaluado como Más Débil no impediría que el perfil de riesgo global fuera evaluado como de Rango Medio si la robustez de los tres FCR es evaluada como de Rango Medio.

La tabla a continuación presenta un marco para combinar los FCR en un perfil de riesgo general.

Tabla Guía del Perfil de Riesgo

Perfil de Riesgo	Típica Calificación Soberana (IDR) Mínima ^a	Combinación de Atributos sobre los Factores Clave de Riesgo
Más Fuerte	AA-	Una gran mayoría de Más Fuerte, a menos que un FCR supere ^b a los demás; ninguno Más Débil
Rango Medio Alto	A-	Una combinación de atributos Más Fuerte y Rango Medio; ninguno Más Débil
Rango Medio	BBB-	Una combinación equilibrada de atributos Más Fuertes, Rango Medio y Más Débiles
Rango Medio Bajo	BB-	Una combinación de atributos con una mayoría de Rango Medio y algunos Más Débiles
Más Débil	B-	Una mayoría de Más Débil (inclusive tres en Más Débil y tres en Rango Medio)
Vulnerable	C	Una mayoría de Más Débil, en países calificados en la categoría B o por debajo

^a En pocos casos, el perfil de riesgo podrá ser mejor que la calificación soberana mínima, si el GLR es claramente más fuerte, desde una perspectiva institucional y económica, que el promedio observado en dicho soberano.

^b Un FCR supera a los demás cuando los hace irrelevantes. Un ejemplo es cuando se produce una compensación automática e ilimitada de los ingresos, con el fin de compensar la carga de gastos en el corto o mediano plazo.

Fuente: Fitch Ratings.

Sostenibilidad de la Deuda y Escenarios

Una parte importante del análisis se aborda en el perfil de riesgo anterior, en el que la capacidad del emisor para cumplir con sus obligaciones financieras viene determinada por su capacidad para mantener o restablecer un flujo de efectivo sólido y un servicio de la deuda estable con métricas de liquidez adecuadas. Los motores de esta capacidad se reflejan en los FCR y su evaluación. El único elemento que aún no se ha abordado es la magnitud de las obligaciones financieras.

Análisis de Escenarios y Supuestos

El análisis de escenarios considera el desempeño potencial según un conjunto común de supuestos, lo cual demuestra cómo los ciclos económicos o las desaceleraciones económicas razonables afectan de manera diferente a cada GLR.

Las calificaciones no deben cambiar debido a oscilaciones cíclicas rutinarias. Los ciclos de desaceleración económica son inevitables e, incluso si el desempeño financiero de un emisor no se correlaciona con la economía en general, variaciones significativas de un año a otro pueden ser evidentes en los ingresos, los gastos y los costos de la deuda. Fitch considera que las calificaciones deben tener esto en cuenta. Por otra parte, también son inevitables los cambios estructurales (cambios generales, diferentes de aquellos provocados por las etapas del ciclo

económico rutinario). El análisis de escenarios ayuda a distinguir entre los dos y comunica lo que puede detonar un evento crediticio y los eventos que ya se incorporan en la calificación actual.

Una vez que se establezcan las expectativas generales del desempeño del emisor durante el ciclo económico, la calificación cambiará solo cuando el desempeño esté fuera de las mismas. Por ejemplo, el deterioro del colchón financiero del emisor durante una recesión no desencadenará un cambio de calificación mientras el colchón se mantenga por encima de las expectativas mínimas para ese punto del ciclo, se estén realizando ajustes si ese umbral se acerca, y Fitch espere que el colchón se reconstituya en el ciclo de recuperación hasta alcanzar niveles más altos que los iniciales.

El análisis del MI tiene por objeto utilizar un conjunto común de supuestos, como el crecimiento del PIB o la indexación de las transferencias del gobierno nacional, para el grupo de pares correspondiente (créditos que operan en el mismo marco, como las regiones de un país determinado). Este es un paso clave para asegurar un enfoque coherente y consistente en la formulación de escenarios de calificación (consulte a continuación).

Escenario Base

Fitch evaluará un contexto de flujo de efectivo que sirva como escenario base, o esperado, de la agencia en el entorno macroeconómico actual. El escenario base de Fitch es el punto de partida del escenario de calificación y del análisis de sensibilidad. El escenario base refleja la tendencia del desempeño histórico de los GLR sujeta a: supuestos macroeconómicos relevantes y cambios en los marcos de ingresos y gastos.

Los supuestos macroeconómicos utilizados en el caso base se derivan principalmente de los datos económicos de Fitch (en particular, la publicación “Global Economic Outlook”) y los reportes de soberanos elaborados por la agencia. A falta de tales datos, Fitch utilizará otras fuentes de información como instituciones de investigación económica de renombre.

Cambios en el marco podrían afectar las dinámicas de ingresos/gastos independientemente de los fundamentos económicos. Ejemplos de ello incluyen cambios en la asignación de impuestos en países específicos, responsabilidades de gasto o factores del emisor en particular que deban considerarse en el escenario. Los ajustes son incorporados usualmente en el primer año de proyección (es decir, año 1 del escenario). El desarrollo del escenario base para el resto de los años (años 2 a 5) suele seguir las tendencias económicas nacionales.

Escenario de Calificación

El escenario de calificación empleará un enfoque analítico a través del ciclo que incluya una combinación de estreses en los ingresos, los costos o el riesgo financiero (costo de la deuda), como se describe a continuación. Estos estreses se formulan generalmente con referencia a eventos históricos, análisis de pares de calificación y las expectativas de Fitch para el futuro. Estos pueden incluir un escenario en particular de acontecimientos a los que el emisor es especialmente vulnerable, como la pérdida de un contribuyente clave, una desaceleración del sector (como en el caso del sector inmobiliario) o los riesgos cambiario, de tasas de interés o de refinanciamiento. El análisis estadístico de la información histórica se puede utilizar para medir la volatilidad, sujeto a que haya suficientes datos comparables.

El escenario de calificación revelará los niveles y las variaciones en las métricas de ingresos, gastos y estructura de la deuda y, por consecuencia, en las métricas de liquidez y sostenibilidad de la deuda, en contraste con el escenario base. Dado que la calificación crediticia se posicionará tomando como referencia el escenario de calificación, la calificación se mantendrá estable a través del ciclo de estrés, puesto que ya incorpora esos cambios y variaciones. En otras palabras, la

calificación no se ajustará a la baja si las métricas se deterioran o si se esperara que se deterioren desde los niveles del escenario base hasta los del escenario de calificación.

En los casos en que el GLR no esté sujeto al efecto cíclico de los ingresos o del gasto, el escenario de calificación y el escenario base estarán estrechamente alineados. Para una entidad cuyo escenario base indique un perfil financiero con un PCI de 'b' o por debajo, el escenario base por sí mismo será suficiente para evaluar el riesgo de incumplimiento y de transición para el pago de la deuda.

Los supuestos utilizados para determinar el nivel de estrés incorporado en el escenario de calificación se basan en las evaluaciones de los FCR. Una evaluación de Más Fuerte para el factor de solidez de los ingresos sugerirá un menor nivel esperado de estrés sobre los ingresos que si hubiese sido evaluado como de Rango Medio. Algunos supuestos pueden ser comunes a todos los créditos pertenecientes a un nivel de gobierno similar dentro de un país determinado. Algunos serán específicos, adaptados al perfil de riesgo individual.

Sensibilidades Adicionales

Sensibilidades a Variables Individuales

A fin de evaluar la vulnerabilidad de un emisor a un riesgo específico, cuando sea pertinente, los analistas podrán simular el efecto de un cambio en una sola variable más allá del estrés aplicado en el escenario de calificación. Las magnitudes típicas del estrés podrán sustentarse en función de situaciones anteriores de crisis ocurridas en el mismo país u otro lugar. Por ejemplo, una crisis en el mercado inmobiliario, con sus consecuencias en los derechos de transferencia de propiedad, sería una buena sensibilidad para los GLR en los casos en que esos ingresos sean importantes. La misma sensibilidad (como la disminución en el valor de mercado de las propiedades) se aplicaría a pares de calificación comparables, lo que posiblemente impactaría de manera diferente a cada calificación y, por lo tanto, sugeriría resultados de calificación diferentes.

Puntos de Equilibrio

Si un GLR está particularmente expuesto a un único factor de riesgo, el equipo analítico también puede utilizar los flujos de efectivo del GLR para probar un escenario del punto de equilibrio que determine el nivel máximo de estrés que puede aplicarse a una sola variable sin que se detone un evento de incumplimiento en un instrumento calificado. Los escenarios del punto de equilibrio pueden aplicarse a la contracción de la base impositiva, a un incremento de las tasas de interés, a la depreciación de la moneda o a un aumento de los gastos. Estos escenarios se compararán con los valores más bajos históricos y podrán agregarse al análisis de pares de calificación, lo que ayudará al equipo analítico a formar una opinión sobre el margen disponible en el nivel de calificación previsto.

Métricas para Evaluar la Sostenibilidad de la Deuda

Fitch evalúa la sostenibilidad de la deuda mediante una combinación de métricas crediticias, centrándose en aquellas que reflejen mejor la realidad de la entidad calificada en función de sus obligaciones financieras y la flexibilidad para hacerles frente.

Las métricas crediticias más relevantes utilizadas para evaluar el desempeño financiero de los GLR se determinan con base en las reglas institucionales, especialmente en la clasificación entre dos tipos principales de gobiernos subnacionales. Estos determinarán qué métricas son más relevantes para evaluar la sostenibilidad de la deuda en la guía de calificación y el grupo de pares. Se definen de la siguiente manera.

Tipo A: Países o niveles de gobierno con capacidad para incurrir en déficits estructurales (características similares a las del soberano). Se trata típicamente de GLR a nivel estatal en sistemas federales, que comparten con el gobierno central algunos atributos clave de soberanía y a menudo están a cargo de políticas o mandatos contracíclicos, lo que da como resultado déficits fiscales durante períodos de desaceleración económica y quizá por un tiempo prolongado. Generalmente, los gobiernos de Tipo A presentan en conjunto los siguientes rasgos.

1. Proporcionan servicios públicos clave como servicios médicos, educación o servicios sociales.
2. Representan una parte importante del gasto público y de la deuda del gobierno nacional (más de 30 %).
3. Muestran altos desequilibrios fiscales verticales² y acuerdos de reparto de impuestos con el gobierno central.

Estas entidades cuasisoberanas pueden analizarse con una perspectiva más amplia, teniendo en cuenta su capacidad para movilizar recursos más allá de su base actual de recursos, expresada en el PIB, y para aprovechar diversas fuentes de liquidez cuando sea necesario, como líneas bancarias, papel comercial, créditos para financiar requerimientos de capital de trabajo o líneas de crédito intergubernamentales.

Tipo B: Países o niveles de gobierno con necesidades para cubrir el servicio de la deuda con el flujo de efectivo disponible sobre una base anual. Para estos gobiernos, el GLR está sujeto a los requisitos impuestos y aplicados por la legislación nacional o del nivel superior de gobierno, aunque puede observarse cierta flexibilidad.

Las siguientes métricas primarias son evaluadas.

Carga de Responsabilidad Económica [deuda neta ajustada³ (+ una parte proporcional de la deuda del gobierno central)/PIB local]⁴ mide el tamaño de la deuda en proporción al PIB. Como con las entidades soberanas, el PIB se utiliza como un indicador de los posibles recursos disponibles del GLR: no solo sus recursos actuales, sino también, en términos más generales, la base económica que se podría gravar para cubrir el servicio de la deuda. Para el numerador, Fitch ajusta la cifra de deuda agregando una parte de la deuda del gobierno central a la deuda del GLR. Esto refleja la superposición de la carga fiscal: la entidad puede ser capaz de recaudar impuestos adicionales, pero tendrá en cuenta la carga existente sobre los contribuyentes, que generalmente deben pagar la deuda federal a partir de la misma base de recursos. Esta proporción se adapta mejor a los créditos de tipo A, tal como se definió anteriormente.

Razón de Repago [deuda neta ajustada/balance operativo⁵] es una medida sobre la capacidad de una entidad para pagar su deuda con sus propios recursos recurrentes, antes de que se implemente política alguna, como el aumento de los impuestos o de las tarifas, el recorte del gasto, la venta de activos u otras medidas. Por lo tanto, es una métrica fuerte y robusta de la sostenibilidad de la deuda. Un saldo operativo negativo, mantenido a lo largo del ciclo económico,

² Un desequilibrio fiscal vertical es la discrepancia entre la capacidad del gobierno federal o nacional para recaudar ingresos y la responsabilidad de los estados o GLR de proporcionar la mayoría de los servicios públicos, como infraestructura, servicios médicos o educación, a pesar de contar con una capacidad limitada para recaudar sus propios ingresos.

³ En algunos casos, como en China, se puede utilizar la métrica de riesgo global, que incluye la deuda de las filiales y de las agencias de gobierno, en lugar de la métrica de deuda neta ajustada.

⁴ La deuda aumentada es la suma de la deuda ajustada por Fitch del GLR y su participación prorrateada en la deuda del gobierno central, con el reconocimiento de que el PIB del GLR también se destinará a atender el servicio de la deuda del gobierno central, que puede considerarse con prelación mayor en el contexto político y económico.

⁵ Ingresos operativos menos gastos operativos. Ambos montos excluyen partidas extraordinarias no recurrentes como las inversiones en activos, las ventas de activos o las transferencias extraordinarias de apoyo (clasificadas como "capital").

Deuda Neta Ajustada es Clave

En su análisis, Fitch se enfoca en la métrica de deuda ajustada por Fitch (deuda ajustada), la cual incluye toda la deuda financiera de largo plazo, la de corto plazo, y otros pasivos clasificados como "otras deudas consideradas por Fitch", en las que Fitch considera que el riesgo adicional para el emisor es relevante. Estas últimas pueden incluir el pago del principal de los arrendamientos financieros, los pasivos netos en materia de pensiones, los pagos fijos de las APP, las cuotas de esquemas de construcción y transferencia, los subsidios en anualidad (véase sección "Pasivos y Liquidez").

El efectivo sin restricciones y equivalentes de efectivo (por ejemplo, depósitos líquidos), así como fondos de reservas disponibles, se deducen de la deuda ajustada para dar como resultado la **deuda neta ajustada**.

significará que la entidad es incapaz de servir su deuda con recursos recurrentes. Esto indicará un riesgo de insolvencia en el mediano plazo en caso de que no se implementen políticas correctivas. Esta métrica está adaptada especialmente a emisores que deben servir su deuda con sus propios recursos, más que con nuevos financiamientos, y que tienen un margen legal limitado al implementar políticas correctivas (Tipo B, tal como se definió). Esta es la métrica más adaptada para gobiernos locales con restricciones presupuestarias fuertes.

La métrica primaria para los emisores Tipo A es la carga de responsabilidad económica, mientras que, para las entidades Tipo B, es la razón de repago. Para los emisores Tipo A, la razón de repago se considera como una medida secundaria útil.

Para todas las entidades, se utilizan las siguientes métricas secundarias.

Cobertura: Cobertura Sintética del Servicio de la Deuda (SDSCR por sus siglas en inglés) [balance operativo/anualidad de deuda tipo hipoteca⁶]: La cobertura del servicio de la deuda se mide mediante un indicador sintético que asume un perfil de amortización de tipo hipoteca con un plazo de 15 años, estandarizado asumiendo el plazo de amortización visto más frecuentemente, y que utiliza el costo promedio de la deuda de la entidad. Esto permite comparar entidades que pueden elegir entre diferentes opciones de manejo de deuda, como la amortización directa, la deuda con vencimiento al final del plazo o las estructuras diferidas.

Cobertura: Cobertura Real del Servicio de la Deuda (ADSCR por sus siglas en inglés) [balance operativo/servicio de Deuda, incluidos vencimientos de deuda de corto plazo en el año en curso]: En el caso de los emisores con una proporción elevada de deuda de corto plazo o en países en los que el vencimiento típico de la deuda no puede alcanzar los 15 años que se utilizan en la DSCR sintética, como se indicó, se utilizará en su lugar la ADSCR real, lo que permite reflejar el riesgo real de que el servicio de la deuda no se cubra con recursos internos.

Carga de Deuda Fiscal [deuda neta ajustada/ingresos operativos]: es una medida del tamaño de la deuda en proporción a la capacidad fiscal definida como los recursos recurrentes. Compara entidades con ámbitos de responsabilidad similares, pero está menos adaptada para comparar la carga de deuda entre jurisdicciones o niveles de gobierno con ámbitos de responsabilidad diferentes, ya que el ámbito de responsabilidad determinará la magnitud de los ingresos y los gastos. La métrica de carga de deuda fiscal tiene menos peso en la evaluación de la sostenibilidad de la deuda que la cobertura; se usa principalmente para ajustar el posicionamiento específico del PCI.

Con base en la combinación de indicadores relevantes, Fitch determina la categoría específica de sostenibilidad de la deuda según la tabla “Puntaje de Sostenibilidad de la Deuda”. Las métricas primarias y secundarias consideradas se toman del escenario de calificación de Fitch. El posicionamiento de las métricas se concentra en el valor de estas hacia el final del período de cinco años que abarca el escenario de calificación.

El comité de calificación opinará sobre la sostenibilidad de la deuda combinando las métricas primarias y secundarias correspondientes. El puntaje sugerido por la métrica primaria servirá de límite. Las métricas secundarias (generalmente de cobertura) de un nivel más débil podrían llevar a un resultado más bajo si revelaran una debilidad adicional evidente. El peso de la métrica secundaria en el resultado final sobre sostenibilidad de la deuda sería de una categoría de

⁶ Anualidad: vencimiento = 15 años, tasa de interés = última proporción real [interés pagado/deuda directa], saldo insoluto de la deuda = deuda neta ajustada, tal como se definió anteriormente.

calificación, de ser aplicado. Este ajuste, cuando sea aplicable, se haría de manera asimétrica, es decir, tendría un impacto negativo.

Puntaje de Sostenibilidad de la Deuda

	Métricas Primarias		Métricas Secundarias	
	Tipo A	Tipo B		
	Carga de Responsabilidad Económica (%)	Razón de Repago (veces)	Cobertura (veces)	Carga de Deuda Fiscal (%)
aaa	$X \leq 40$	$X \leq 5$	$X \geq 4$	$X \leq 50$
aa	$40 < X \leq 70$	$5 < X \leq 9$	$2 \leq X < 4$	$50 < X \leq 100$
a	$70 < X \leq 100$	$9 < X \leq 13$	$1.5 \leq X < 2$	$100 < X \leq 150$
bbb	$100 < X \leq 140$	$13 < X \leq 18$	$1.2 \leq X < 1.5$	$150 < X \leq 200$
bb	$140 < X \leq 180$	$18 < X \leq 25$	$1 \leq X < 1.2$	$200 < X \leq 250$
b	$X > 180$	$X > 25$	$X < 1$	$X > 250$

Fuente: Fitch Ratings.

Derivación del Perfil de Crédito Individual

Posicionamiento del PCI

Los puntajes de evaluación del perfil de riesgo y de la sostenibilidad de la deuda se combinan en una tabla global de posicionamiento del PCI, la cual presenta rangos típicos de sostenibilidad de la deuda considerando diferentes perfiles de riesgo. Esta tabla proporciona un resultado analítico sugerido para la categoría específica del PCI. El escalonamiento (*notching*) específico del PCI se basa principalmente en el análisis de pares, el cual incluye una evaluación sobre el posicionamiento del perfil de riesgo de la entidad en términos de sus métricas primarias y secundarias de sostenibilidad de la deuda de acuerdo con la tabla de puntaje de sostenibilidad de la deuda.

Tabla de Posicionamiento del PCI

Perfil de Riesgo	Sostenibilidad de la Deuda					
Más Fuerte	aaa o aa	a	bbb	bb	b	
Rango Medio Alto	aaa	aa	a	bbb	bb	b
Rango Medio		aaa	aa	a	bbb	bb o inferior
Rango Medio Bajo			aaa	aa	a	bbb o inferior
Más Débil				aaa	aa	a o inferior
Vulnerable					aaa	aa o inferior
Resultado Analítico Sugerido (letras minúsculas para el PCI)	aaa	aa	a	bbb	bb	b

Fuente: Fitch Ratings.

Análisis de Pares

El análisis de pares es una herramienta en el proceso para determinar el resultado final para el escalonamiento específico del PCI. Este procedimiento se basa primero en la tabla de posicionamiento de calificaciones y luego se determinan en este paso la consistencia y la calificación matizada, exceptuando cualquier factor fuera del PCI, como la gobernanza.

Cuando Fitch disponga de información sobre los pares de calificación apropiados, como suele ocurrir con pares en el mismo país o nivel de gobierno, con un país o sistemas unitarios de gobierno, o con una función en los sistemas gubernamentales, esta información se utilizará para el análisis comparativo de los factores de riesgo cualitativos y cuantitativos individuales o para determinar la calificación con respecto al grupo de pares. La selección de pares de calificación considera los diversos componentes del análisis de calificación, incluidos el perfil de riesgo, las métricas de sostenibilidad de la deuda, los factores de soporte y los techos de calificación.

Es probable que el análisis de pares desempeñe una función más importante en los países donde el portafolio de calificaciones está más desarrollado. Cuando el portafolio es limitado, el espectro de los créditos a comparar se amplía; la comparabilidad es menos directa y, por lo tanto, menos ilustrativa. Fitch utiliza métricas homogéneas, con lo que se logra estandarizar los supuestos, y se utilizan definiciones uniformes para garantizar la comparabilidad. Bajo este enfoque, los escenarios de calificación en un país o nivel de gobierno determinado se basarán en supuestos macroeconómicos comunes, y los supuestos entre países se comparan y se establecen como punto de referencia.

Por último, todas las calificaciones subnacionales se posicionan prestando atención a la “distancia de calificación” con relación a la de su soberano respectivo.

Del PCI a la IDR: Factores Más Allá del PCI

Mecanismos de Rescate Financiero: Calificaciones con Soporte

La limitación de la autonomía fiscal de los GLR, que se traduce a menudo en un techo de calificación soberana (consulte “Calificaciones Limitadas”), se equilibra a menudo con mecanismos de protección o de rescate proporcionados por el nivel superior del gobierno.

Apoyo de Nivel Superior Reflejado en los FCR: Impacto en el PCI

Cuando la entidad calificada es de un nivel de gobierno inferior, Fitch da crédito a los mecanismos de apoyo en el factor de riesgo apropiado. Cuando el fondeo se realiza en forma de transferencias extraordinarias, como *Sonderzuweisung* en Alemania o *subvention exceptionnelle* en Francia, dicho mecanismo se refleja en el factor de adaptabilidad de los ingresos. Cuando el apoyo llega en forma de provisiones de liquidez de emergencia, como es el caso del Fondo de Liquidez Autonómico en España, se refleja en el factor de flexibilidad de la liquidez. Cuando esta forma de apoyo está disponible de forma permanente, se incorpora en el atributo del FCR y, naturalmente, mejora la calificación. Este tipo de apoyos de liquidez no pueden desvincularse de otros aspectos del emisor.

Apoyo No Reflejado aún en los FCR y Métricas Financieras: Impacto Más Allá del PCI

Cuando el apoyo es discrecional o no se desprende de una legislación robusta, no se incluirá en el FCR (y, por lo tanto, tampoco en el PCI). Este apoyo se evaluará y reflejará en la IDR, no en el PCI.

En la práctica, los gobiernos utilizan varios instrumentos para transmitir el apoyo.

1. Préstamos presupuestarios, normalmente provenientes de fuentes intergubernamentales, son una de las formas a través de las cuales la entidad en dificultades puede recibir financiamiento para subsanar su déficit presupuestario o refinanciar la deuda de vencimiento próximo. Estos créditos están por lo general subordinados a la deuda financiera y ofrecen una flexibilidad considerable. Por lo tanto, la exposición real al incumplimiento con respecto de la deuda financiera ordinaria (consulte “Calificaciones y Definiciones de Incumplimiento”) se reduce y se refleja en una IDR más alta.
2. Soporte *ad hoc* del gobierno central también podría ser provisto. Dicho apoyo podría consistir en ajustes a los mecanismos de compensación, acceso a ingresos tributarios que fluirían de forma ordinaria al nivel superior del gobierno, transferencias directas para operación, necesidades de capital, o servicio de deuda, u otros ajustes en la asignación de recursos, ya sea por una sola vez o sobre una base multianual. Al ser *ad hoc* y no estar plasmado necesariamente en el marco institucional, este tipo de soporte no se incluye en las evaluaciones de los FCR.

Fitch calcula este beneficio en las métricas primarias mejoradas de sostenibilidad de la deuda cuando se consideran mecanismos de apoyo y evalúa la mejora subsecuente de acuerdo con la tabla sobre el puntaje de sostenibilidad de la deuda que habría obtenido si su PCI hubiera sido calculado con esa métrica mejorada. En países donde esta forma de apoyo no cuente con un historial bien establecido, la influencia de este soporte en el resultado final (IDR) sería como máximo una categoría de calificación. En países con un historial establecido respecto a la subordinación de préstamos presupuestarios, el aumento en la calificación podría ser de dos categorías. En cualquier caso, el aumento no podría ser superior a la calificación del gobierno que funge como acreedor.

Se evalúan las siguientes métricas mejoradas.

Razón de Repago Mejorada [deuda neta ajustada sin incluir la deuda intergubernamental/balance operativo] es la misma métrica de repago anterior, pero solo considera la deuda contraída con acreedores no gubernamentales. Si el soporte *ad hoc* se justifica, la magnitud razonable esperada de dicho soporte se puede usar para calcular la razón mejorada de repago. A diferencia de las métricas antes mencionadas, esta no se utiliza para derivar los PCI, sino más bien para evaluar el efecto del apoyo extraordinario, cuando sea pertinente. Esta es aplicable en países en los que el gobierno central o una de sus agencias prestan dinero al GLR con el claro objetivo de aliviar la presión financiera sobre este, generalmente ofreciendo cierta flexibilidad en los términos y condiciones del servicio de la deuda. Para Fitch, esta deuda es considerada como subordinada, ya que un retraso o una moratoria de pago probablemente no se considerarían como un incumplimiento (consulte “Calificaciones y Definiciones de Incumplimiento”). En consecuencia, la sostenibilidad de la deuda mediante la razón de repago mejorada parecería más fuerte que con la razón de repago estándar y sería un mejor indicador del riesgo real de incumplimiento de la entidad. Sin embargo, Fitch no ignorará la razón de repago estándar, incluida la deuda financiera contraída con otros niveles de gobierno, ya que esta sigue reflejando el estrés fiscal de la entidad. Los atrasos acumulados de la deuda no financiera o la reestructuración de la deuda intergubernamental indicarían dificultades financieras. Por lo tanto, la razón de repago mejorada se utilizará exclusivamente en la evaluación del posible aumento desde el PCI a la IDR.

Igualmente, **la métrica mejorada de carga de responsabilidad económica, la métrica mejorada de carga de deuda fiscal y las razones mejoradas de cobertura del servicio de la deuda** serían calculadas quitando la deuda contraída con acreedores gubernamentales de los agregados de deuda relevantes del GLR. Estas razones mejoradas se utilizarían para comparar con las “métricas normales” y, por tanto, miden el potencial máximo de beneficio que el GLR mostraría si los acreedores gubernamentales aceptaran condonar o aplazar indefinidamente los pagos de su deuda.

Pisos de Calificación

Cuando los mecanismos de soporte son incondicionales, ilimitados y oportunos, el soporte podrá dar como resultado una calificación a la par con la de la entidad de apoyo, como en el caso de los estados federados alemanes, que se respaldan mutuamente y cuentan con el apoyo del soberano. Cuando los mecanismos de soporte tienen alguna limitación o condicionalidad, pero Fitch considera que el gobierno que otorga el soporte tiene una calificación “objetivo” para que sus GLR mantengan una determinada calidad crediticia de prestatario, la agencia podrá utilizar una calificación mínima inferior a la calificación del gobierno de soporte. Dicho piso de calificación puede ser estático (el nivel del piso no se vería afectado por un cambio en la IDR soberana de largo plazo en moneda local) o ajustarse a la par de la calificación soberana. La existencia continua de un piso de calificaciones se revisa periódicamente para garantizar que los elementos

que existían en el momento en que se estableció el piso sigan siendo válidos. Cualquier cambio en la política de compensación, el mecanismo de liquidez de emergencia o el punto de vista de la probabilidad de soporte gubernamental podrá dar lugar a un cambio en el piso de calificación o a su eliminación. Un piso de calificación solo puede aplicarse cuando el gobierno de soporte tiene la capacidad y la voluntad de proporcionar el apoyo esperado.

Consideraciones sobre Riesgos Asimétricos Adicionales

El análisis considerará si ciertos factores de riesgo adicionales pueden afectar el resultado final de calificación. Estos factores de riesgo adicionales funcionan de forma asimétrica: solo aquellos factores que muestren características por debajo del estándar impactarán negativamente la calificación final, mientras que aquellos cuyas características sean iguales o estén por encima del estándar tendrán un impacto neutral en la calificación. Estos factores de riesgo incluyen las políticas contables, la presentación y divulgación de reportes financieros, la transparencia, gestión y gobernanza, y los pasivos no fondeados en materia de pensiones⁷. Al aplicar estas evaluaciones de riesgo adicionales, se señalará de qué manera han afectado el posicionamiento sugerido de la calificación al momento de analizar el perfil financiero del emisor.

Políticas Contables, Presentación de Informes y Transparencia

Las políticas contables y de presentación de informes adoptadas por los GLR varían según la jurisdicción. La calidad de la contabilidad y la presentación de informes se reflejan generalmente a través de la evaluación del factor de solidez de los pasivos, ya que un sistema contable débil puede estar asociado con prácticas de subregistro de pasivos. Sin embargo, este factor suele ser asimétrico, ya que una evaluación más débil del mismo llevaría a una calificación más baja. Para pares de calificación con mejores prácticas y estándares contables y presentación de informes, este factor no afectaría positivamente la calificación, ya que no mejoraría la capacidad de pago del emisor.

Por lo general, los GLR tienen como mandato cumplir con las normas nacionales de armonización contable; muy pocos países aplican las Normas Internacionales de Contabilidad del Sector Público (IPSAS). Por lo tanto, Fitch realiza ajustes analíticos para mejorar la comparabilidad a nivel internacional, tal como se presenta en “Anexo 2: Principales Ajustes Analíticos”.

Gestión y Gobernanza

La calidad de la gobernanza y de la gestión es una consideración importante al evaluar el desempeño potencial de un GLR. Estas consideraciones impactan generalmente a los FCR, con muchas posibles implicaciones crediticias capturadas en los atributos, por ejemplo, en el FCR de solidez de los pasivos y liquidez.

Sin embargo, algunas consideraciones adicionales pueden aplicarse más allá de los FCR; estas se abordan por separado. Fitch considera que estos factores son asimétricos. Una gobernanza y una gestión débiles pueden provocar que la calificación sea más baja, asumiendo que todo lo demás permanece constante. En cambio, se supondrá la existencia de una gobernanza y una gestión adecuadas cuando se evalúen los efectos de los escenarios analizados y la capacidad de un emisor para hacer frente a esos escenarios.

La eficacia de la gobernanza y la gestión es un factor importante al evaluar la calidad crediticia de una entidad, ya que las decisiones e iniciativas de la gestión, sujetas a la supervisión y la dirección estratégica del órgano de gobierno del GLR respectivo, como un parlamento regional o un consejo

⁷ Los pasivos en materia de pensiones se abordan normalmente en el marco de gastos, así como en el marco de pasivos y liquidez. Sin embargo, en los casos en que los datos presentados o la valoración de los pasivos en materia de pensiones sin financiamiento son insuficientes, Fitch puede considerar la posibilidad de agregar un factor de riesgo asimétrico.

municipal, pueden determinar en última instancia la viabilidad financiera a largo plazo de la entidad. En general, Fitch centra su análisis en las prácticas de gestión y gobernanza si su nivel de eficacia impacta sustancialmente en la decisión de calificación.

Gobernanza: Fitch revisa la eficacia del órgano de gobierno respectivo en el establecimiento e implementación de las políticas y de los principios del GLR con el nivel de análisis adaptado a las características estructurales del MI del país o del nivel de gobierno respectivo. La evaluación de Fitch requiere entender la misión del emisor y su estrategia, estructura, composición, interacción y supervisión por parte de la gerencia, así como su conocimiento de los problemas del sector y normas de desempeño.

Gestión: Fitch también examina el historial de los mandos superiores en la implementación de las políticas del gobierno y la gestión de sus responsabilidades diarias. El análisis de la agencia es de naturaleza cualitativa. Cuando se evalúa el escenario de calificación, Fitch considera el historial de la gestión en el cumplimiento de los objetivos definidos en un plan estratégico y los ajustes que se han realizado históricamente cuando se han producido cambios en el entorno operativo. También considera la explicación del órgano de gobierno respectivo sobre las desviaciones significativas de sus resultados proyectados, esperados o presupuestados y la formulación de planes de contingencia.

La eficacia de la gestión también se puede evaluar mediante una revisión de los procesos de planeación. Los equipos de liderazgo más eficaces son aquellos que poseen un conocimiento sólido de sus misiones y capacidades, expresan eficazmente sus metas y objetivos, y están organizados para operar de manera coherente con las mejores prácticas.

Atributos: Gobernanza y Gestión

Neutral para la calificación	<ul style="list-style-type: none"> • Gestión y órgano gubernamental con experiencia amplia en el sector. • Equipo de gestión y liderazgo generalmente estable, con una rotación modesta. • Transparencia y comunicación fuerte entre la gestión y el organismo gubernamental. • En el caso de las entidades afiliadas o de los miembros del grupo, esfuerzos coordinados entre los miembros y el organismo gubernamental. • Políticas y procedimientos bien desarrollados y documentados que se cumplen sistemáticamente. • Planes de gestión de recursos, previsiones de la demanda y políticas de gestión que reflejen en general las condiciones económicas, sistémicas y políticas actuales.
Negativo para la calificación	<ul style="list-style-type: none"> • Falta de experiencia y conocimiento del emisor. • Falla repetida en la adopción oportuna de los presupuestos debido a la falta de consenso en el organismo gubernamental o a la resistencia de las principales partes interesadas. • Incapacidad para mantener una comunicación abierta entre el emisor y cualquier organismo gubernamental pertinente, que puede derivar en cambios operativos inesperados. • Pronósticos y planes de gestión de recursos débiles o inexistencia de ellos. • Políticas y procedimientos limitados, inexistencia de ellos, o políticas que existen pero no se cumplen. • Denuncias oficiales de corrupción sustancial o incumplimiento de la regulación sobre información financiera que afecta este tipo de operaciones.

Fuente: Fitch Ratings.

Pasivos en Materia de Pensiones

Como se señaló anteriormente, las pensiones y otras prestaciones por jubilación pueden convertirse en una fuente potencial de problemas fiscales, lo que afecta la posición de pasivos o los gastos de los GLR. Cuando sea relevante, el análisis de Fitch comienza por evaluar la naturaleza del compromiso financiero de los GLR con sus jubilados mediante la incorporación de los diferentes marcos legales, fiscales, administrativos y contables de las obligaciones de pensiones de un país a otro. En muchos países, el compromiso de los GLR con los jubilados es limitado o inexistente porque los sistemas de apoyo a los jubilados son responsabilidad del soberano, mientras que en otros la obligación de apoyar a los jubilados se comparte con los GLR o recae enteramente en ellos.

Debido a su naturaleza de largo plazo y la incertidumbre sobre su duración y cuantía, Fitch considera que el compromiso de pagar las pensiones es un pasivo, independientemente de cómo se estructuren y registren las pensiones en los informes financieros. En los casos en los que se dispone de datos sólidos sobre pasivos, las contribuciones y prestaciones por pensionados y jubilados, Fitch incorpora los pasivos no fondeados y la carga en el gasto actual de las pensiones en sus evaluaciones de los FCR. En la medida en que parte o toda la información no esté disponible, es posible que Fitch no considere las pensiones como una obligación de deuda en el cálculo de las métricas de apalancamiento, sino que evalúe su impacto en la estructura del gasto del GLR. Sin embargo, en casos en que las obligaciones financieras con los jubilados son sustanciales, crecientes o difíciles de modificar, podrán reflejarse como un factor de riesgo asimétrico.

Atributos: Carga de Pensiones

Neutral para la calificación	<ul style="list-style-type: none"> • Carga financiera por pensiones no significativa o totalmente o en gran parte financiada previamente, o con períodos de suficiencia amplios, con pasivos basados en suposiciones conservadoras. • GLR fondea sistemáticamente las contribuciones de manera oportuna y las contribuciones representan una carga limitada para las finanzas generales. • Flexibilidad en las prestaciones o supuestos, e historial de reformas en el sistema de pensiones en los últimos años.
Negativo para la calificación	<ul style="list-style-type: none"> • Sistemas de pensiones con poco o ningún financiamiento previo de beneficios y pasivos basados en supuestos favorables. • Falta de estudios actuariales o de información suficiente para evaluar la carga del pasivo pensional. • Poco compromiso para el financiamiento de beneficios o beneficios financiados por transferencias específicas para el caso de las pensiones; evidencia de que los requerimientos financieros actuales por pensiones y las contribuciones pueden afectar el desempeño presupuestal del GLR. • Capacidad o historial limitados de reformas al sistema de pensiones.

Fuente: Fitch Ratings.

Calificaciones Limitadas

Los gobiernos subnacionales están tan influenciados y sujetos a las decisiones de su gobierno central o federal que la calificación de los GLR está limitada por lo general por la calificación soberana de su gobierno central o federal. En estos casos, el PCI reflejará la solidez intrínseca del subnacional, pero su IDR estará limitada al nivel de la calificación soberana. Las pocas excepciones a esta regla se encuentran cuando los GLR disfrutan de un grado alto de autonomía en materia de impuestos, alcance de sus responsabilidades, libertad para acceder a recursos financieros y reconocimiento institucional. Consulte los detalles y las condiciones de las excepciones en “Anexo 1: Calificación de GLR por encima de la Soberana”. El límite de calificación (piso) se aplica después de todos los otros factores más allá del PCI mencionados en esta sección.

Calificaciones en un Grado Especulativo Menor

La calificación de un emisor o emisión para el (la) cual la IDR existente o propuesta es B o una categoría menor sugiere que dicho emisor tendrá poca capacidad para enfrentar condiciones económicas adversas. Dado el número limitado de incumplimientos en el sector de finanzas públicas locales, las métricas son menos útiles para escalar las calificaciones de la categoría de la B a la C. Fitch realizará una evaluación cualitativa del nivel de riesgo de incumplimiento y del alcance del margen de seguridad restante, indicado por el perfil general de riesgo operativo y financiero del emisor. En este sentido, las definiciones de calificación de Fitch asociadas con las categorías de calificación de B a C sirven de referencia.

Sensibilidad de la Calificación

Ingresos: Las calificaciones serán sensibles a los cambios en los atributos de ingresos. Los cambios en solidez o adaptabilidad pueden cambiar la evaluación final. Un ejemplo sería la

devolución a un GLR (mediante una reforma institucional implementada por el gobierno central) de una prerrogativa que otorgue una capacidad adicional de recaudación de impuestos.

Gastos: Las calificaciones serán sensibles a los cambios en los atributos de gastos. Los cambios en la sostenibilidad o en la adaptabilidad pueden cambiar la evaluación final. Un ejemplo sería la decisión de un GLR de comprometerse en un plan para reducir de manera sostenible sus gastos en un tema de responsabilidad sustancial.

Pasivos y Liquidez: Las calificaciones serán sensibles a los cambios en los atributos de pasivos y liquidez. Los cambios en la solidez o en la flexibilidad pueden cambiar la evaluación final. Un ejemplo sería un cambio sustancial en la estructura de la deuda, con una cantidad significativamente mayor de deuda denominada en moneda extranjera.

Sostenibilidad de la Deuda: Las calificaciones serán sensibles a cambios en la sostenibilidad de la deuda que se traduzcan en una posición de calificación diferente respecto de lo indicado en la tabla guía, la cual posiciona solamente la categoría de calificación, pero no el *notch* específico. Asimismo, cambios en el *notch* específico podrían producirse como resultado de un cambio en el posicionamiento de los pares de calificación respecto de alguna(s) métrica(s).

Análisis de Seguimiento

Esta metodología se aplica indistintamente tanto a nuevas calificaciones como al seguimiento de calificaciones.

Calificaciones y Definiciones de Incumplimiento

Definiciones de Incumplimiento por parte de GLR

Definiciones de Incumplimiento

Evento de incumplimiento (que resulta en una calificación D o RD)

Falta de pago del cupón o del principal de un instrumento de deuda pública emitido por el GLR.

Falta de pago del cupón o del principal de un instrumento de deuda pública que se beneficia de una garantía inequívoca, irrevocable e incondicional proporcionada por el GLR.
Incumplimiento en el pago de las obligaciones de deuda no calificada con acreedores privados por parte del GLR, siempre que Fitch considere que se ha producido un evento de incumplimiento.

Tras la realización de un canje forzoso de deuda sobre un instrumento de deuda pública emitido por el GLR.

Evento de no incumplimiento

Atrasos en los pagos a proveedores o incumplimientos de pago en el marco de un contrato "garantizado" por parte del GLR, de un préstamo bilateral o de un compromiso similar que no sea equivalente a una garantía inequívoca, irrevocable e incondicional del GLR.

Falta de pago de un instrumento derivado financiero de intercambio (*swap*) si esto se debe a una disputa legal sobre los términos del contrato.

Incumplimiento por parte de un emisor totalmente de propiedad gubernamental o controlado por el gobierno, incluso si se produce como resultado directo de acciones del GLR.

Incumplimiento de pago de la deuda contraída con el nivel superior del gobierno, en particular con el soberano, y con acreedores oficiales por parte del GLR, incluidas instituciones multilaterales como el Banco Europeo de Inversiones o el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (EBRD).

Fuente: Fitch Ratings.

Justificación/Condicionalidad

Los GLR tienen una variedad amplia de relaciones financieras con entidades localizadas en su territorio y fuera del mismo. Sin embargo, la IDR solo se refiere a la probabilidad de incumplimiento de la deuda con acreedores privados. La tabla anterior distingue entre los eventos que pueden dar lugar a que la IDR del GLR se reduzca a D o RD (columna de la izquierda) y aquellos que no se considerarían como un evento de incumplimiento (columna de la derecha), aunque podrían tener implicaciones negativas para la calificación del GLR.

Deuda con el Sector Gobierno: Préstamo Intergubernamental

Aunque el informe de un incumplimiento de pago de la deuda contraída con el sector gobierno, incluido un nivel superior de gobierno o el soberano, no se consideraría como un caso de incumplimiento, reflejo de la opacidad de las relaciones financieras entre los gobiernos y la influencia de factores políticos y no financieros, si los atrasos con los acreedores oficiales reflejan un aumento en las dificultades financieras o la falta de disposición para pagar, la calificación del GLR podría verse afectada de manera adversa.

Fitch también es consciente de que los GLR probablemente darían prioridad a los pagos de la deuda de los acreedores oficiales multilaterales o internacionales, como los bancos multilaterales de desarrollo, ya que un incumplimiento en esta deuda podría tener efectos indirectos negativos en otros niveles de gobierno, especialmente para el soberano.

Calificaciones de Riesgo Emisor

Las calificaciones en el marco de esta metodología maestra son, en la mayoría de los casos, IDR. Una IDR refleja generalmente todas las obligaciones financieras de un emisor, tengan o no características de seguridad distintivas. Cuando se asigna una calificación específica a un instrumento de deuda, Fitch analiza toda la estructura del pasivo del emisor para formarse una opinión sobre el riesgo de insolvencia y, a continuación, toma en cuenta cualquier característica de seguridad que pueda reducir el riesgo de incumplimiento asociado con el instrumento específico. Las calificaciones específicas de instrumentos de deuda de finanzas públicas y las IDR son calificaciones de incumplimiento y no incluyen ninguna evaluación de las expectativas de recuperación.

Correspondencia de Calificaciones

IDR de Largo Plazo	IDR de Corto Plazo
De AAA a AA-	F1+
A+	F1 o F1+
A	F1 o F1+
A-	F2 o F1
BBB+	F2 o F1
BBB	F3 o F2
BBB-	F3
De BB+ a B-	B
De CCC a C	C
RD	RD
D	D

Fuente: Fitch Ratings

Calificaciones de Corto Plazo

Las IDR de corto plazo reflejan la vulnerabilidad de un emisor al incumplimiento en el corto plazo. En el caso de los GLR, el término “corto plazo” significa normalmente hasta 13 meses. Las IDR de corto plazo se asignan a todos los GLR que tienen IDR de largo plazo, excepto cuando un emisor no tiene, y no se espera que tenga, obligaciones financieras importantes de corto plazo. En algunos casos, al emisor se le puede asignar solo una IDR de corto plazo si no tiene ningún instrumento de deuda de largo plazo vigente.

Las calificaciones de deuda de corto plazo están relacionadas con las calificaciones de deuda de largo plazo, tal como se muestra en la tabla siguiente. Fitch no prevé ninguna circunstancia en la cual calificaría estos instrumentos de deuda de manera diferente a lo que sugiere el mapeo. Sin embargo, se otorgará la más alta de las dos calificaciones de corto plazo que pueden asignarse en circunstancias en las que existan características estructurales fuertes que respalden el pago de la deuda.

Los tres tipos básicos de análisis de corto plazo se refieren al efectivo disponible para el pago de la deuda en una fecha de pago específica, el acceso al mercado de capital para la deuda de largo plazo y la disponibilidad de recursos líquidos de forma continua. Tras evaluar las características del crédito a largo plazo, Fitch se centra en los factores que afectan a cada una de estas estructuras de pago.

Por lo tanto, se elegiría la calificación de corto plazo más alta de las dos opciones sugeridas cuando el emisor muestre características relativamente⁸ más fuertes en los siguientes puntos (al menos dos de tres).

Umbrales para Calificación de Corto Plazo Más Alta: GLR Internacionales

Calificación de Corto Plazo Más Alta	Métrica de Cobertura de Liquidez ^a (veces)	Solidez de Pasivos y Liquidez (FCR _{3,a})	Flexibilidad de Pasivos y Liquidez (FCR _{3,b})
A+/F1+	>1.8	Más Fuerte	Más Fuerte
A/F1+	>2.0	Más Fuerte	Más Fuerte
A-/F1	>1.4	Rango Medio	Rango Medio
BBB+/F1	>1.6	Rango Medio	Rango Medio
BBB/F2	>1.3	Rango Medio	Rango Medio

^a Razón de cobertura de liquidez calculada como (balance operativo + efectivo sin restricciones)/(pago de intereses y capital en el año en curso).
Fuente: Fitch Ratings.

La métrica de cobertura considerada en el posicionamiento de la calificación de corto plazo es ligeramente distinta de aquella utilizada para el [puntaje de la sostenibilidad de la deuda](#), dado que incorpora la liquidez disponible para el servicio de la deuda (efectivo no restringido).

Canje de Deuda Forzoso

Como se mencionó anteriormente, si la deuda de un GLR calificado está sujeta a un canje de deuda forzoso (DDE), se le asignará una calificación RD. Se aplicará la [“Metodología de Calificación de Canje Forzoso de Deuda”](#).

Fuentes de Información

El análisis y las decisiones de calificación de Fitch se basan en información relevante disponible. Las fuentes son el emisor, el estructurador, los asesores financieros, los ingenieros o consultores

⁸ “Relativamente” se refiere aquí a los atributos típicos encontrados para la categoría de calificación de largo plazo.

de terceras partes, y el dominio público. Esto incluye la información pública sobre el emisor, tal como los estados financieros auditados y no auditados o interinos, junto a documentos regulatorios. El proceso de calificación podrá incorporar información proporcionada por otras fuentes de terceros. Si esta información es sustancial para la calificación, la acción de calificación respectiva revelará la fuente de información relevante.

Esta metodología se diseñó utilizando fuentes de información principalmente de la cartera de créditos calificados por Fitch. Asimismo, se hizo referencia a fuentes públicas y confiables de datos e información, como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico e instituciones similares.

Limitaciones

Las calificaciones, incluyendo calificaciones en observación y perspectivas crediticias, asignadas por Fitch están sujetas a las limitaciones especificadas en las Definiciones de las Calificaciones de Fitch disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/definitions>.

Variaciones Metodológicas

Las metodologías de Fitch están diseñadas para utilizarse en conjunto con un juicio analítico experimentado en el transcurso de un proceso de comité. La combinación de metodologías transparentes, un juicio analítico aplicado transacción por transacción o emisor por emisor, y la divulgación completa mediante un comentario de calificación fortalecen el proceso de calificación de Fitch, al mismo tiempo que contribuyen a la comprensión por parte de los participantes del mercado del análisis detrás de las calificaciones de la agencia.

Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de estas metodologías para reflejar los riesgos de una transacción o de un emisor en específico. A estos ajustes se les denomina variaciones. Todas las variaciones serán dadas a conocer en los respectivos comentarios de acción de calificación, incluyendo su impacto sobre la calificación cuando corresponda.

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificación cuando el riesgo, aspecto u otro factor relevante para la asignación de calificación, así como la metodología aplicada para ello, estén incluidos dentro del alcance de la metodología, pero que el análisis descrito en la misma requiera modificarse para contemplar factores específicos para la transacción o emisor en particular.

Criterio de Divulgación

Los siguientes elementos se incluyen en los comentarios de acción de calificación y reportes de calificación de Fitch:

- una sección sobre la derivación de la calificación, que explica la posición de la calificación del emisor frente a sus pares y los rangos de la tabla de posicionamiento de calificaciones, y describe consideraciones adicionales que afectan a la calificación no incluidas en la tabla; entre ellas, se incorporan en particular consideraciones de metodologías intersectoriales como el techo país;
- una descripción de los factores más relevantes para la acción de calificación individual;
- una descripción breve de los principales supuestos utilizados en el caso de calificación;
- una descripción de las principales reglas del marco institucional que influyen en la evaluación de los FCR;

- cualquier ajuste analítico realizado a la cifra de deuda para reflejar los pasivos contingentes cuando no se dispone de información detallada; esto incluirá una descripción de los principales supuestos utilizados en las que se basa el ajuste;
- si la entidad calificada se clasificó como Tipo A o Tipo B;
- cuando corresponda, la existencia de cualquier piso o techo de calificación;
- cualquier variación metodológica;
- información proporcionada por otras fuentes de terceros, si esta información es sustancial para la calificación.

Anexo 1: Calificación de GLR por encima de la Soberana

Calificación Soberana Suele Ser Techo para Subnacionales

La IDR de largo plazo en moneda extranjera (LP ME) de un GLR siempre estará topada por la IDR de LP ME del soberano, ya que el acceso del GLR a moneda extranjera no se considera más fuerte que el del gobierno central. Sin embargo, si el soberano es parte de una unión monetaria, el techo país servirá como tope máximo de calificación para la IDR de LP ME del GLR.

La IDR de largo plazo en moneda local (LP ML) de un GLR normalmente está limitada por la IDR soberana de LP ML bajo la cual se encuentra el GLR, en reconocimiento de un cierto grado de interdependencia entre las finanzas nacionales y subnacionales, aun dentro de las relaciones intergubernamentales con los ML más descentralizados. Incluso en casos en que el subnacional goza del más alto grado de autonomía fiscal y libertad para acceder a recursos financieros, la relación entre el GLR y las finanzas del gobierno central es más diversa, sutil y de mayor alcance que la sugerida por los flujos presupuestarios inmediatos. Sin embargo, a pesar de los poderes fiscales generalmente altos de un soberano, los GLR pueden y de hecho se mantienen al corriente en sus obligaciones financieras, incluso en caso de incumplimiento del soberano, particularmente aquellos subnacionales con dependencia baja de las transferencias del gobierno central.

Los GLR están sujetos por lo general a las decisiones de financiamiento, normas de endeudamiento y responsabilidades del soberano. El poder discrecional soberano puede, por lo tanto, socavar la previsibilidad de los presupuestos del GLR, cuya fortaleza puede ser temporal o dependiente de una asignación favorable de los impuestos que podría no sobrevivir a los cambios en los ciclos electorales. Los entornos económicos y financieros altamente adversos en los que un soberano podría caer en incumplimiento afectarían de manera severa los presupuestos de los GLR.

Condiciones para una Calificación Subnacional por encima de la Soberana

Fitch puede calificar un GLR por encima de la IDR de LP ML de un soberano cuando sus finanzas están protegidas de la clase de interferencias soberanas que podrían llevar a cambios unilaterales de fondeo y responsabilidades, y cuando no depende de subsidios o transferencias nacionales para contar con fuertes fundamentales crediticios. La resistencia de los ingresos a los ciclos económicos adversos le otorga a un GLR el potencial de sobresalir incluso en casos de severo estrés o incumplimiento soberano, mientras que un sentido claro de independencia política puede generar confianza en el fuerte propósito de un GLR de cumplir con sus obligaciones financieras aun en el caso de incumplimiento soberano.

Los factores que podrían permitir a un subnacional ser calificado por encima de su soberano son:

- fortaleza institucional;
- autonomía financiera y fiscal.

Generalmente, ambas condiciones deben cumplirse para que un subnacional sea calificado por encima del soberano. Es más probable que estas condiciones se cumplan en sistemas federales asimétricos⁹.

Reconocimiento Institucional

Para que un GLR pueda ser calificado por encima de la IDR de LP ML del soberano, el GLR debe tener alguna forma de reconocimiento constitucional o legal de su estatus único, que haría muy

⁹ Rigaud, Benoît y Paul-Émile Arsenault. "Budget Governance in Canada". OECD Journal on Budgeting 13, n.º 1 (23 de diciembre del 2013): 9–30. doi:10.1787/budget-13-5k409g59x7r8.

difícil para el gobierno central interferir de manera unilateral en las operaciones fiscales y finales del gobierno subnacional, sin un cambio constitucional u otras enmiendas legales.

En algunos países, este reconocimiento puede ser a través de una mención especial en la constitución del estatus único e independiente del GLR en el marco nacional o por medio de una declaración legal por separado que reconozca el estatus de la entidad.

Autonomía Financiera y Fiscal

Los soberanos pueden interferir deliberadamente o influir indirectamente en las finanzas de la mayoría de los GLR, por ejemplo, cambiando la base gravable o las tasas impositivas, o transfiriendo responsabilidades de gasto sin un financiamiento adecuado. Los GLR en países centralizados se benefician de su proximidad financiera e institucional con el soberano. Esta característica les permite obtener ayuda financiera si surge la necesidad. Sin embargo, por la misma razón, estos subnacionales no pueden ser calificados por encima del soberano; cuando este último enfrenta dificultades financieras, los intentos por implementar medidas de consolidación presupuestaria subsecuentes, se traducen por lo general en la imposición de la compresión y limitación de los ingresos y/o presiones en el gasto de los GLR sin previa consulta.

Fitch analiza los acuerdos intergubernamentales para evaluar si el gobierno nacional puede cambiar unilateralmente la mezcla de facultades impositivas, de fondeo, capacidad para pedir prestado y responsabilidades de gasto de un GLR. Si el consentimiento del subnacional para llevar a cabo dichos cambios es requerido por la constitución del país y el soberano está de tal modo impedido a tomar decisiones unilaterales que pudiesen alterar las finanzas del GLR, el desempeño de este último puede tener un grado alto de visibilidad en el tiempo y ser desvinculado parcialmente del desempeño del gobierno nacional.

La capacidad de un subnacional para cumplir con sus obligaciones sin depender de las transferencias del gobierno central y, en caso de necesidad, para pasar al menos algunas medidas de fortalecimiento de los ingresos son la más clara evidencia de la capacidad de un GLR para desvincular en cierta medida sus finanzas de las del gobierno nacional. Es muy probable que un gobierno nacional bajo estrés esté tentado a afectar las finanzas de sus GLR reduciendo las transferencias al mismo en un intento por reforzar su propio presupuesto.

Si los impuestos locales y los ingresos no tributarios directamente percibidos y recaudados por los GLR representan la inmensa mayoría de los ingresos, esto puede hacer que sus presupuestos sean más resistentes a los choques externos que afectan al gobierno nacional. Algunos GLR con disposiciones constitucionales específicas recaudan directamente los impuestos generados en sus territorios; en estos casos, el debilitamiento (o fortalecimiento) del desempeño presupuestario que generalmente sigue a una recesión económica (o recuperación) es atribuible a los fundamentales económicos y no a las acciones soberanas o al estrés.

Cuando los GLR controlan el sistema de pago de impuestos, siempre y cuando no exista una obligación de enviar estas percepciones de impuestos al gobierno soberano, son más propensos a ser capaces de aislarse de un estrés severo o colapso del soberano, ya que los contribuyentes hacen los pagos directamente al GLR.

Margen de la Calificación

Como regla general, si el PCI del GLR se ubica seis *notches* o más por encima de la IDR de LP ML del soberano, la IDR de LP ML del subnacional se topa en tres *notches* por encima del soberano. Si el PCI del GLR se ubica cuatro o cinco *notches* por encima de la IDR de LP ML del soberano, la calificación del GLR se topa en dos *notches* por encima del soberano, y si el PCI del GLR se ubica dos o tres *notches* por encima de la IDR de LP ML del soberano, la calificación del

GLR se topa en un *notch* por encima de la del soberano. Si el PCI del GLR se ubica solamente un nivel por encima de la IDR del soberano, la IDR del GLR se mantiene topada por la del soberano.

Otras Implicaciones de Calificación

En las uniones monetarias en las que existen pocas probabilidades de que los gobiernos nacionales estén dispuestos a o sean capaces de imponer controles de prevención de servicio de la deuda, los GLR pueden ser calificados por encima del soberano tanto en moneda extranjera como en moneda local, pero estarán topados por el techo país. A este último se le aplica por lo general el escalonamiento (*notching*) a partir de la IDR en moneda extranjera del soberano y ofrece una perspectiva sobre el riesgo de control de cambio impuesto en una jurisdicción determinada, impidiendo de tal manera a los emisores afectados la posibilidad de servir sus obligaciones de deuda denominadas en moneda extranjera.

Cuando los GLR calificados por encima de la IDR de LP ML del soberano toman la responsabilidad de este último de financiar y monitorear a los municipios circunscritos, Fitch considera que la calificación del primero, en lugar de la del soberano, sirve como un tope para otras autoridades locales en el territorio de la región, aunque esto no implica en definitiva una igualación de calificación entre los GLR.

Cuando un soberano está calificado por debajo de B- (por ejemplo, CCC, CC o C), es posible que un GLR en dicho país pueda mantenerse al corriente de sus obligaciones financieras. En dicho caso, el GLR aún podría ser calificado en B- si Fitch considerara que es capaz de soportar un incumplimiento del soberano. Fitch evaluaría cada caso según sus méritos. Sin embargo, los GLR tendrían que mantener un presupuesto fuerte, no necesitar refinanciación externa de su deuda en los siguientes dos años y contar con suficiente liquidez disponible para no enfrentar un incumplimiento inminente.

Anexo 2: Principales Ajustes Analíticos

Los estados financieros presentados sobre una base devengada o bajo un método modificado de contabilidad devengada se **ajustan para reflejar mejor los flujos de caja** mediante la eliminación de la depreciación, ya que muy pocos países tienen activos valuados al precio de mercado con depreciación compensatoria e impuestos incobrables que pueden estar inflando los ingresos fiscales. Fitch también reclasifica algunas partidas del gasto entre gastos operativos y de capital cuando su designación presupuestaria no ha sido informada.

Los **pasivos** se ajustan para incluir las obligaciones financieras conocidas que encajen en la definición económica de deuda, incluidas todas las obligaciones de largo plazo identificadas, ciertas y cuantificables que se pagarán con recursos fiscales. En los países que presentan sus estados financieros sobre la base simplificada del flujo de caja, puede faltar el balance general (estado de posición financiera), incluso si los pasivos financieros de largo plazo presentados son generalmente correctos. Fitch realiza ajustes para reflejar la reclasificación de algunos pasivos (ver tabla “[Reclasificación de Pasivos Contingentes](#)”) en el rubro de “otras deudas consideradas por Fitch”; éstas incluirán a las APP basadas en disponibilidad, las pensiones no fondeadas o la deuda de compañías que adquieren deuda en nombre del GLR. En estos casos, las transferencias y los pagos realizados por el GLR para el servicio de la deuda se deducirán de los gastos operativos del GLR, serán clasificados como gastos de capital y derivarán en un ajuste positivo para el balance operativo.

La métrica de **efectivo** se ajusta para reflejar solo la cantidad **sin restricciones** no comprometida o destinada a sufragar cuentas por pagar. La evaluación del capital de trabajo, en particular de las cuentas por pagar, puede resultar difícil cuando no se presenta un balance general (estado de posición financiera) adecuado. En estos casos, Fitch considera prudente que el efectivo disponible se clasifique como de carácter “restringido” y no lo deduce de los pasivos en el cálculo de la deuda neta ajustada.

Las auditorías externas son escasas y la periodicidad de las auditorías públicas, como las del Tribunal de Cuentas, a veces puede demorarse varios años. El uso de estos informes es asimétrico, siendo la norma la ausencia de un informe negativo, mientras que las alertas influyen en la evaluación y, en última instancia, en la calificación. La calidad del sistema de supervisión y monitoreo se refleja en el factor de adaptabilidad de pasivos y liquidez.

Además de los ajustes anteriores, Fitch puede detallar los ajustes específicos requeridos por un marco regulatorio nacional, especialmente por las normas contables, que deben aplicarse de manera consistente a todos los emisores sujetos al mismo MI.

INFORMACIÓN REGULATORIA COLOMBIA

NOMBRE METODOLOGIA: METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN DE GOBIERNOS LOCALES Y REGIONALES INTERNACIONALES – METODOLOGÍA MAESTRA –

LINK DE PUBLICACION: <https://www.fitchratings.com/site/colombia/metodologias>

NÚMERO DE ACTA DE COMITÉ: 5683

FECHA DE APROBACION COMITE DE CALIFICACION: 11 de octubre de 2019

Dado que la traducción de esta metodología aplica a diversos países, los decimales se indican con punto y los millares con coma para efectos de estandarización de separadores nominales. Además, se usa la palabra calificación en lugar de clasificación, término cuyo uso depende de cada país hispanohablante.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2019 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".