

## Metodología Internacional para la Calificación Financiera de los Entes Territoriales y Municipales

### Analistas

#### Nueva York

Gersan R. Zurita  
1 212 908 0318  
gersan.zurita@fitchratings.com

#### Barcelona

Fernando Mayorga  
34 93 323 8400  
fernando.mayorga@fitchratings.com

### Publicaciones Relacionadas

- “Financiamiento de Estados, Municipios y Organismos Mexicanos: Alternativas y Estrategias,” Septiembre de 2001
- “The 12 Habits of Highly Successful Finance Officers,” November 2002
- “To Default or Not To Default? A Choice for Subnational Governments,” September 2002
- “Swedish Local Authorities: Wide Responsibilities, Centralised Revenue,” March 2002
- “The Evolution of Local Government in Japan,” September 2001
- “US Local Government General Obligation Rating Guidelines,” May 2000

### Índice

Sección	Página
Descentralización.....	2
Factores de Calificación: Criterios.....	3
Calificaciones de la Deuda en Moneda Local y Moneda Extranjera.....	10
Calificaciones de Deuda a Corto Plazo....	11
Proceso de Calificación .....	13

*En el presente informe, los términos “gobiernos regionales y municipales”, “sub-nacionales,” “gobierno sub-nacional”, y “ente territorial” se utilizan de manera indistinta para referirse a los gobiernos municipales, provinciales, regionales o autónomos.*

### ■ Introducción

El análisis de Fitch Ratings de las obligaciones generales (OG) o deuda quirografaria de los entes territoriales y municipales parte de la base que la entidad calificada se encuentra en una posición “independiente” y se centra en su capacidad y buena disposición para hacer frente a sus obligaciones financieras de manera puntual, sin acogerse a mejoras crediticias o apoyo adicional alguno. No obstante lo anterior, la calificación financiera de las OG reflejará el grado de apoyo —implícito o explícito— del gobierno nacional, e indicará si éste es de tipo fiscal (por ejemplo, aportaciones presupuestarias) o financiero (garantías de la deuda o ampliaciones).

Casi siempre las calificaciones de la deuda nacional a largo plazo en moneda local y extranjera (CML y CME, respectivamente) delimitan la calificación del gobierno regional o local. Particularmente, en países altamente centralizados, en los que los entes territoriales dependen en gran parte de transferencias del gobierno central para hacer frente a los pagos del servicio de la deuda, la CML de la deuda nacional delimitará también la CML de la deuda sub-nacional.

### ■ Razones para Obtener Una Calificación

Una autoridad sub-nacional, particularmente si es una entidad de alto perfil político y económico y disfruta de reconocimiento internacional, puede desear acceder a los mercados internacionales de capital u obtener una calificación de Fitch por diversas razones:

- Aumenta la necesidad de proyectos de infraestructura a la vez que disminuye la aportación de fondos del gobierno central o nacional debido a restricciones presupuestarias.
- Dada la naturaleza a largo plazo de la financiación requerida por gran parte de los proyectos de infraestructura, los bancos comerciales no son los acreedores idóneos.
- Se facilita el acceso al financiamiento de proyectos de terceros en el sector privado cuando el que respalda los flujos que se han cedido al pago de la deuda tiene una calificación financiera en la escala internacional. Las calificaciones de financiamientos de proyectos (“project finance”) se encuentran limitadas frecuentemente por las calificaciones soberanas o de los patrocinadores del proyecto (entes territoriales, municipales o privados).
- Asimismo, si bien con menor frecuencia, el gobierno central puede requerir calificaciones de los gobiernos regionales o locales con fines reglamentarios (para regular el sistema bancario nacional, limitar el financiamiento externo del sector público,

salvaguardar las inversiones de los fondos de pensión en títulos de deuda del sector público, entre otras razones).

- Suele ocurrir también que, por iniciativa propia, los entes territoriales y locales soliciten una calificación financiera, incluso cuando no tienen previsto emitir valores de deuda en los mercados de capitales, debido a que las calificaciones se perciben como evaluaciones independientes y confiables del desempeño financiero y económico de una entidad.

Otra tendencia que genera interés por las calificaciones es la descentralización, el proceso de transferir poderes tradicionalmente de prerrogativa nacional a las ciudades, provincias, y regiones. Muchas naciones adoptan estructuras descentralizadas motivadas por el interés nacional, o simplemente porque reconocen que una estructura descentralizada puede resultar en mayor eficiencia y eficacia en el desempeño de los servicios públicos.

Los gobiernos centrales ejercen una influencia en la demanda de las calificaciones de las entidades sub-nacionales. Por mandatos del banco central y otros entes reguladores y agencias de fiscalización, los gobiernos no pueden continuar cerrando brechas presupuestarias que se generan a nivel sub-nacional. En algunos países, la necesidad del gobierno central de cumplir con las condiciones de sus acuerdos con el Fondo Monetario Internacional (FMI) o con otros acreedores multilaterales, influye significativamente en el impulso que se observa actualmente para alcanzar un mejor control de las finanzas públicas de los entes territoriales, y lo anterior mediante el traspaso gradual del poder político del centro a los estratos inferiores.

En consecuencia, las recientes limitaciones al crédito y una normativa más estricta han dejado un vacío en las posibilidades de financiación de los gobiernos sub-nacionales en aquellos países que no disponen de un mercado de capitales desarrollado para gobiernos sub-nacionales. En Europa, los gobiernos regionales y locales pueden obtener préstamos de la institución crediticia de su elección o en el mercado de valores. De hecho, muchos entes sub-nacionales siguen obteniendo financiamiento para sus inversiones, a través de la banca internacional, con la que han establecido relaciones a largo plazo. Aún así, algunos sub-nacionales españoles, italianos y alemanes están accediendo a los mercados de capitales desde hace algunos años. Fitch, consciente de las ventajas que ofrece al prestatario la financiación bursátil, espera

que en un futuro próximo aumente la cifra de entes sub-nacionales europeos que se financien en los mercados de capitales.

En los mercados emergentes, las repúblicas rusas, provincias argentinas, y muchas ciudades de la Europa del Este y de América Latina también han emitido eurobonos. Las crisis de Asia, Rusia y Brasil de 1997–1999 repercutieron negativamente y frenaron temporalmente el desarrollo del mercado internacional de valores municipales, pero la necesidad subyacente de fondos continúa. De hecho, estas crisis han acentuado la necesidad de reordenar las estructuras de deuda y los calendarios de amortización.

En última instancia, lo ideal para los entes sub-nacionales es tener acceso principalmente a un amplio mercado de capital nacional, similar al mercado de bonos municipales de los Estados Unidos o al mercado de bonos Yankee para los emisores canadienses. Claro que en muchos países, el capital (masa de ahorros, fondos de pensión, fondos de mercados monetarios, entre otros) disponible para invertir en emisiones de valores municipales a largo plazo sigue siendo insuficiente. Los mercados domésticos también carecen de liquidez. Estas son algunas de las razones que han llevado a los entes sub-nacionales de los países emergentes a financiarse en los mercados internacionales, a pesar del riesgo de cambio de moneda que asumen.

Entrar en los mercados crediticios internacionales implica muchos desafíos para los entes públicos. El primer paso para establecer una relación a largo plazo con los inversionistas internacionales es la obtención de una calificación financiera. La credibilidad de esa relación se mantendrá en el tiempo mediante un diálogo abierto y franco sobre los atributos fuertes y débiles que comprenden el perfil crediticio del emisor. Habrá otros retos, tales como: el compromiso de disponer de personal con el tiempo y la preparación necesarias para responder a las diferentes necesidades y requerimientos de información de los analistas en el ámbito internacional, la disponibilidad de estadísticas y datos sobre las tendencias socioeconómicas, la disponibilidad o el desarrollo de presupuestos y estados financieros auditados.

### ■ Descentralización

La descentralización quizás sea uno de los asuntos determinantes del siglo XXI, debido a que determinará la distribución del poder político y tendrá

importantes consecuencias en el desarrollo y en su financiación. (véase Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo / Banco Mundial, Informe de Desarrollo Mundial 1999/2000, Capítulo 5, la Descentralización: Replanteando el Gobierno). Una mayor autonomía puede llevar a un gobierno más eficiente y responsable, pero no hay garantías de ello, debido a que la tensión entre gobierno central y entes territoriales también puede ir en aumento hasta llegar al punto de crisis.

De modo general, en un entorno descentralizado, las economías regionales repercutirán en la habilidad del emisor para obtener los fondos necesarios para servir su deuda, mucho más directamente que un sistema centralizado. Por el contrario, la calidad de la gestión, reflejada principalmente en el desempeño fiscal y financiero del emisor, será la que determine la calidad crediticia de los entes sub-nacionales que operen en un sistema altamente centralizado.

Para determinar qué influencia ejercerá el marco institucional -centralizado o descentralizado- sobre la estructura de ingresos operativos de los entes sub-nacionales, Fitch necesitará saber:

- Volumen de transferencias y qué proporción de los ingresos corrientes de los sub-nacionales representan.
- Si las transferencias están asignadas a fines específicos o si pueden destinarse a financiar erogaciones presupuestarias o el servicio de la deuda.
- ¿Qué fuentes de ingresos han sido oficialmente delegadas a los entes sub-nacionales?
- Margen de acción del ente sub-nacional para adaptar efectivamente su estructura impositiva a un entorno económico cambiante.
- Riesgos jurídicos y políticos relacionados al sistema de coparticipación nacional y a sus variaciones (hacia una mayor o menor descentralización). En cuanto a los riesgos jurídicos y políticos, si bien Fitch considera que las estructuras federales son dinámicas a largo plazo, a corto plazo los cambios pueden afectar al balance fiscal.

Para valorar la influencia del marco institucional en la estructura de gastos operativos del ente sub-nacional, Fitch considera los siguientes aspectos:

- Dimensión y categoría de las partidas obligatorias (salud pública, educación pública, o transporte público).

- ¿Se pueden cubrir los gastos operativos mediante el cobro de tarifas al usuario e impuestos delegados al ente territorial, o bien mediante ingresos condicionados que provienen de otra unidad de gobierno?
- Margen de acción del ente sub-nacional para ajustar efectivamente sus gastos ante un entorno económico cambiante.
- Tendencias socioeconómicas que sustentan la demanda de servicios públicos (por ejemplo, el crecimiento demográfico origina una mayor demanda de servicios públicos).

Los gobiernos regionales de Italia, que gestionan el servicio de salud pública, son un claro ejemplo de la importancia de las tendencias socioeconómicas. Los gastos que conlleva este servicio representan, substancialmente, la carga económica más pesada de las regiones. Un análisis de los factores que generan una mayor demanda de servicios sanitarios, como el envejecimiento de la población, o el aumento del presupuesto familiar dedicado a gastos sanitarios, será fundamental para la calificación. Asimismo, en los estados mexicanos, la educación pública primaria es una de las mayores preocupaciones de la administración debido al ritmo acelerado de crecimiento de la población.

## ■ Factores de Calificación: Criterios

En el análisis de los entes territoriales intervienen a la vez factores cuantitativos y cualitativos. En general, los factores cualitativos tienen mayor importancia. Comprenden las características del marco institucional, las relaciones intergubernamentales, el perfil socioeconómico, y otros factores que permiten evaluar cómo la entidad hará frente a sus obligaciones financieras.

En cuanto a los factores cuantitativos, Fitch genera modelos con los estados financieros que facilitan el análisis, tanto de la tendencia y proyección de las finanzas de la entidad, como de sus niveles de endeudamiento. El análisis cuantitativo permite esencialmente prever la disposición y las posibilidades de la entidad para cumplir con sus obligaciones financieras.

No obstante, si Fitch reconoce en su metodología que tanto los factores cuantitativos como los cualitativos, en conjunto o por separado, pueden influir sobre la capacidad y la predisposición de una entidad para pagar sus deudas, la calidad de la gestión, juega un papel primordial en el análisis.

## Información Jurídico-Administrativa Requerida

- Descripción de las competencias gubernamentales de la entidad (la educación, las carreteras, la sanidad)
- Organigrama de la entidad
- Sistema electoral del órgano de gobierno y de los principales dirigentes
- Procedimiento para la contratación del personal técnico y administrativo clave
- Calificación del personal técnico y administrativo clave
- Competencias y limitaciones específicas estipuladas en la constitución, el estatuto o en la legislación nacional correspondiente
- Nivel de autonomía impositiva y de emisión de deuda
- Relaciones con otras unidades de gobierno, especialmente en cuestión de suministro de servicios, de poder gubernamental, de autonomía financiera y de emisión de deuda
- Entorno legislativo nacional que afecte a la entidad, como por ejemplo el proyecto de privatizar o la reciente privatización de servicios públicos estatales, medidas medioambientales, o limitaciones a monedas extranjeras o a la emisión de deuda
- Proposiciones de ley que afecten las fuentes de ingreso, la emisión de deuda, las garantías, la operatividad de los servicios públicos, o cambios en los mandatos de servicio para / del emisor
- Resumen de las leyes de quiebra e insolvencia y fallos de tribunales relacionados, según afecten al emisor
- Detalle de las limitaciones derivadas de leyes y de la constitución sobre la emisión de deuda y la capacidad para cobrar impuestos adicionales
- Resultado de las elecciones locales recientes y de los resultados nacionales
- Declaración de las prioridades políticas

## Información Económica Requerida

- Contratación por sector, tendencias anuales múltiples
- Tasa de desempleo comparativa
- Principales empleadores (10–20 o más)
- Demografía. Tendencias
- Datos de las minorías étnicas, religiosas y/o lingüísticas significativas
- Ingresos, incluyendo la renta per cápita
- Tendencia de los valores de la propiedad
- Información de los servicios públicos de transporte y comunicaciones
- Tasa de mortalidad infantil
- Disponibilidad de los servicios sanitarios
- Alfabetización / estadísticas de los niveles de educación
- Tasa de ocupación de edificios comerciales
- Tendencia de los permisos de obras y de nueva construcción
- Planes de vivienda iniciados
- Otros datos económicos (volumen de mercancías transportadas, producción agrícola)
- Producto Interno Bruto (PIB). ¿Cómo se calcula?
- Inversiones totales e inversión extranjera directa. Detalle por sector. Principales inversionistas de países avanzados
- Importación y exportación por sector
- Inflación y nivel de los precios comparados con la media nacional
- Descripción de la red vial

Fitch podrá evaluar el grado de autonomía, la necesidad de capital, y otros factores crediticios fundamentales, después de haber obtenido una descripción detallada del tipo de servicios públicos que provee la entidad, de su estructura organizativa, y de su entorno jurídico. La autonomía total no es frecuente; los ayuntamientos, gobiernos provinciales y demás entes municipales están en general sujetos a un estatuto o a leyes constitucionales que regulan diversos aspectos (poderes gubernamentales, estructura organizativa, operaciones financieras, emisión de deuda, servicios que proporciona el estado, etc.). En consecuencia, un gobierno soberano, por definición, tendrá casi siempre mayor capacidad de acción financiera que sus subdivisiones políticas.

El análisis del entorno indicará, si una entidad puede recibir la misma calificación que el gobierno soberano, por las garantías explícitas del gobierno

## Factores Institucionales y Administrativos

El proceso de calificación de Fitch comienza necesariamente por el estudio del marco institucional. Una vez adquirida una clara percepción de las relaciones intergubernamentales, el proceso tendrá en cuenta otros factores, tales como: el perfil socioeconómico del área, las finanzas públicas, el nivel de endeudamiento, entre otros.

central o gracias a otros mecanismos de sustitución del crédito. Por el contrario, también puede mostrar que el entorno es inseguro, que los poderes impositivos cambian, que las responsabilidades están aún por determinarse, que no hay consenso en cuanto al sistema de coparticipación, o siquiera a la naturaleza de las cartas constitucionales regionales y municipales. En tal caso, las consecuencias en la calificación pueden ser muy significativas.

### Perfil Económico y Social

Fitch evalúa la base económica de una entidad a fin de valorar su estabilidad y potencial estructura de ingresos en los futuros ciclos económicos, así como situaciones tales como pérdida de puestos de trabajo, cambios laborales en las industrias claves, etc. Una economía diversificada, que combine trabajos en la industria, la agricultura, los servicios, el comercio tanto minorista como mayorista, la minería y los servicios financieros, y en la que no predomine industria empleadora particular, es un factor crediticio positivo. En su evaluación, Fitch tendrá en cuenta la existencia de cualquier sector empleador dominante, debido a que el mismo puede poner en peligro la solvencia de la entidad.

Particularmente importante es la discusión acerca de la interrelación entre la economía de la entidad y las economías nacionales y regionales en las que se enmarca. Aunque una economía regional no esté diversificada, podría formar parte de un área metropolitana o región mayor más diversificada. Puede también ser significativa en el empleo. Por ejemplo, el empleo en el sector público en las ciudades capitales nacionales, o el empleo en el sector servicios en las grandes universidades pueden ser factores estabilizadores. Si las plantas industriales envejecen o se tornan obsoletas, corren el riesgo de ser cerradas o reubicadas fuera de la región, con la consiguiente pérdida de empleos.

La importancia estratégica de un ente, su estatus de capital nacional o provincial, de servicio regional o centro financiero, o el hecho de disfrutar de recursos naturales de interés nacional merecerán la consideración favorable de Fitch. Además, la disponibilidad de la infraestructura económica básica es relevante para la calidad de vida (y cualquier presión social que deba ser atendida por la autoridad local). Esto incluye un suministro eléctrico fiable, el sistema de transporte, la salud, el agua y las instalaciones para el tratamiento de aguas residuales, y servicios modernos de telecomunicaciones.

### Información Presupuestaria y Financiera Requerida

- Relación de ingresos y gastos, presupuestados y ejecutados, de los últimos cinco años, analizando por separado el nuevo endeudamiento, las amortizaciones de la deuda, los intereses pagados, y distinguiendo entre lo que es ingreso / erogación de capital y lo que son gastos / ingresos corrientes
- Descripción de las normas contables
- Presupuesto del ejercicio en curso con relación a las operaciones financieras realizadas hasta la fecha
- Presupuesto para el siguiente año, si estuviese disponible
- Análisis de los contribuyentes en las fuentes principales de impuestos
- Descripción de cada impuesto y del nivel de autonomía impositiva
- Nivel de mora de impuestos y otros ingresos
- Proporción de los ingresos/gastos recibidos/pagados en efectivo y en permuta
- Bases de asignación de transferencias de la administración central a la entidad (fórmula en relación a negociación)
- Procedimiento para establecer el presupuesto
- Descripción de las principales áreas de gastos en (por ejemplo, número de maestros / alumnos en educación)
- Análisis de gastos discrecionales y no discrecionales
- Descripción de otras fuentes de ingresos (venta de activos, privatizaciones)
- Plan de mejora de la infraestructura
- Política de inversiones
- Auditorías de los servicios públicos o empresas de la entidad
- Descripción de los niveles y tipos de afiliación a sindicatos
- Tendencia de caja y balances de los fondos de inversión

La entidad cuya economía se basa en sus propios recursos y ventajas geográficas es más fuerte que aquella cuya subsistencia depende de las aportaciones nacionales para mantener y crear empleo; es decir, la viabilidad económica de una entidad es su fuerza principal. Así pues, la ubicación estratégica de un puerto o de un núcleo de transporte puede ser vital para una economía local.

### **Principales Prácticas en la Gestión que Fitch Considera como No Favorables**

- Contabilidad basada en la disponibilidad
- Opinión de una auditoría destacando fallas significativas
- Déficit financiero en dos o más de los cinco últimos ejercicios
- Velocidad en la amortización de la deuda
- Pasivo acumulado y no previsto de obligaciones pensionales
- El endeudamiento a corto plazo crece a mayor velocidad que el gasto anual
- Reprogramación de la deuda aplazando, aunque sea mínimamente, el servicio de la deuda vigente
- Dependencia excesiva de los ingresos extraordinarios
- Política agresiva de inversiones con fondos operativos
- Aportación de pensiones del ejercicio anterior postergada al presupuesto actual
- La legislatura no aprueba el presupuesto presentado por el ejecutivo más allá de la fecha límite prevista por la ley
- Falta de un plan de mejora de la infraestructura
- Préstamos excesivos de las empresas relacionadas al ente territorial, sin capacidad de repago en el futuro cercano

En EUA y en Alemania la actividad económica y política se encuentra muy repartida por todo el territorio nacional; por el contrario, muchos países tienen asignadas funciones políticas y gubernamentales centralizadas que hacen que la actividad económica se concentre en una o dos ciudades principales. Es el caso de Río de Janeiro, Tokio, Londres, entre otras muchas ciudades. La concentración de la vida económica y política de un país en una zona se traduce a menudo en un detrimento de la viabilidad económica de las autoridades locales de segundo rango.

Otro componente significativo del análisis de calificación son las tendencias demográficas, especialmente para aquellas entidades responsables de la educación primaria y secundaria y de la sanidad. Además, las características de la población serán decisivas para determinar ciertos gastos, tales como las pensiones, la deuda de los sistemas hospitalarios gestionados por la entidad, y las necesidades de financiación para hacer frente a la demanda de una población creciente.

### **Factores Presupuestarios**

Fitch evalúa las finanzas públicas para calcular la capacidad de adaptación y la flexibilidad de la entidad en periodos de tensión económica. La liquidez de una entidad para hacer frente a sus obligaciones y cumplir con el servicio de la deuda es uno de los puntos críticos a considerar. Otros factores a considerar serán la diversificación de los ingresos, la autonomía impositiva, la capacidad de equilibrar el presupuesto a lo largo del ciclo económico, el control de gastos, la gestión del flujo de fondos, y el peso de las inversiones de infraestructura sobre el desempeño fiscal de la entidad. Fitch también toma en cuenta las relaciones laborales y el impacto financiero de los convenios colectivos acordados con los trabajadores. Una gestión financiera consecuente y una planificación presupuestaria conservadora suelen ser indicadores de una economía regional próspera, al igual que de estabilidad política, dos factores determinantes de solvencia.

El análisis financiero comienza con la revisión de los balances y del sistema contable de la entidad. Lo ideal es partir de un balance que refleje los niveles de caja disponibles, los préstamos intergubernamentales (o entre entidades dependientes del ente territorial), activos y pasivos. La calificación crediticia se puede ver limitada por falta de información financiera. Fitch prefiere los balances financieros auditados por un despacho de contabilidad independiente y de prestigio, pero entiende que muchos gobiernos no

### **Principales Prácticas en la Gestión que Fitch Considera como Favorables**

- Política de reservas de caja / reservas de capital productivo / reservas presupuestarias
- Previsión financiera a varios años
- Informes y controles financieros mensuales o trimestrales
- Planificación de contingencias
- Políticas con respecto a los ingresos extraordinarios
- Depreciación de los activos fijos
- Políticas de la capacidad de pago de la deuda
- Políticas de financiamiento de obras con caja
- Calendario de amortización de deuda que no implique riesgos de refinanciamiento o presión en la disponibilidad de caja
- Plan quinquenal de mejora de la infraestructura que integre los costos operativos

disponen de los mismos. El informe presupuestal no es la presentación idónea, aunque suele ser la forma de divulgación contable más común. Generalmente, a mayor la calidad de información financiera, mejor resultado del proceso de calificación.

### Gestión

Desde siempre se ha considerado que la gestión, en cada uno de los eslabones de gobierno, es el componente esencial del análisis crediticio. No obstante lo anterior, Fitch ha llegado a la conclusión de que el análisis de la gestión es lo más relevante para prever el buen desempeño financiero de lo que se pensaba anteriormente. Desde el año 2000, Fitch ha ido otorgando un peso mayor y más específico a las prácticas de gestión (sean o no exitosas) utilizadas por las entidades sub-nacionales en sus operaciones financieras (para mayor información del punto de vista de Fitch sobre la importancia de la gestión en la calificación, ver el estudio en Fitch Research “The 12 Habits of Highly Successful Finance Officers,” de Noviembre de 2002, en la página de internet de Fitch [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)).

El análisis de la calidad de gestión representa una pieza clave para las calificaciones del siglo XXI. Lo anterior, junto a las nuevas opiniones de cómo abordar el análisis de las economías locales (sistemas de reembolso, garantías o recursos afectados al pago de la deuda o aspectos estructurales en los financiamientos para mejorar la calidad de la deuda) forman la base de las nuevas directrices de Fitch para la calificación de la deuda sub-nacional. Estos aspectos se tratarán con mayor profundidad en próximos informes de investigación. En la era de internet y de la tecnología en expansión, Fitch considera asimismo que para diferenciar a las entidades por su calidad crediticia en los mercados internacionales de capital, particularmente para los emisores de los mercados emergentes, será útil difundir actualizaciones frecuentes y completas de su información financiera, en el idioma de origen y en inglés, de modo que los inversionistas o acreedores de todo el mundo puedan acceder a ella.

### Análisis Financiero

El análisis financiero de Fitch estudia las principales fuentes de ingresos de la entidad, la tendencia de los gastos, los resultados operativos, la liquidez. Analiza la composición del flujo de ingresos que permitirá cumplir con los servicios gubernamentales. En general, podemos decir que a mayor diversificación y flexibilidad de las fuentes de ingresos, mejor

### Información Requerida Sobre la Deuda

- Política de gestión de la deuda
- Descripción de la deuda por tipo de emisión, balance vigente, garantías, moneda, y vencimientos
- Calendario del servicio de la deuda para la emisión propuesta
- Calendario del servicio de la deuda para la totalidad de la deuda
- Detalle de las garantías especiales, fondos de reserva y fianzas, con copia de la documentación legal
- Detalle de deuda avalada por la entidad
- Análisis de los compromisos relacionados con pensiones, incluyendo el déficit o el superávit de los fondos de pensión, el importe anual de la aportación patronal, la contribución anual a pensionados actuales, y estudio actuarial que contenga los supuestos considerados en las proyecciones de la carga pensional futura
- Detalle de la deuda no reconocida en el balance y de futuras emisiones programadas
- Si hubiera habido incumplimiento, en qué fecha, por qué importe y en qué circunstancias
- Deuda de otros entes territoriales vecinos o de jerarquía política diferente que se pague con la recaudación de impuestos provenientes de los contribuyentes domiciliados dentro del territorio del ente emisor
- Detalle de los activos que se podrían liquidar en caso de ser necesario
- Uso de los recursos de la deuda a emitir, prelación o prioridad de la deuda, valoración financiera de los proyectos de inversión
- Descripción de los organismos descentralizados, tipo y actividad de la empresa, importe de las subvenciones y transferencias que recibe de la entidad, facturación, utilidades o pérdidas, nivel de endeudamiento y grado de control por parte de la entidad

capacidad de adaptación en los ciclos de depresión económica y menor vulnerabilidad a la desaparición de grandes empresas o a crisis industriales.

El análisis estudia las tendencias de las principales fuentes de ingresos por un período de cinco años

preferentemente, o durante el período del último ciclo económico. Se analizan, además de las tendencias, las expectativas de realización del presupuesto en función de las proyecciones macroeconómicas. Para completar el análisis, es de gran ayuda disponer de información complementaria, como la autorización legal, fórmulas de asignación de transferencias, criterios de valoración de la propiedad, ejecutado histórico de la evolución de los impuestos, las limitaciones de poderes impositivos o recaudatorios, procedimientos legales para aumentar o extinguir impuestos, ejecutado histórico de incrementos o reducciones recientes de impuestos, calendario de recaudación. El crecimiento de los ingresos y los gastos relacionados a las tasas de inflación local es relevante para las entidades que operen en entornos inflacionarios.

Fitch también estudia el sector descentralizado (agencias, organismos o empresas del ente territorial), fijándose en los flujos de o hacia las empresas, tales como servicios públicos, o ingresos extraordinarios procedentes de venta de activos o de privatizaciones. Los ingresos intergubernamentales, tales como las participaciones, o la coparticipación nacional de impuestos, son particularmente relevantes para entidades que operan en sistemas centralizados o en economías débiles.

Las operaciones financieras ejecutadas y proyectadas deben distinguir claramente entre gastos operativos u ordinarios, gastos del servicio de la deuda, e inversiones de capital. Es igualmente útil señalar los ingresos o gastos que son transferidos o delegados a otras entidades gubernamentales u organismos y aquellos recursos cuya utilización está altamente restringida (recursos afectados o con destino específico). Fitch analizará las presiones potenciales que puedan actuar en el presupuesto operativo de una entidad (convenios colectivos en negociación, subvenciones al transporte colectivo, subvenciones a los proveedores de equipos o servicios públicos y riesgos contingentes relacionados con entidades bancarias o financieras que formen parte de la masa patrimonial del ente territorial). En los resúmenes financieros, si procede, habrá que señalar los supuestos claves y facilitar información del entorno económico (tipos de cambio y tasa de inflación históricos y previstos, etc.).

Fitch realiza un análisis detallado del presupuesto y de la estrategia de desarrollo del emisor. Estudia el presupuesto de ingresos, de gastos y las previsiones económicas desde un punto de vista realista y

conservador. El plan estratégico deberá indicar las principales inversiones programadas y sus fuentes de financiación previstas, incluyendo emisiones de deuda. Las inversiones de capital son parte significativa del plan financiero y pieza clave de las estrategias de desarrollo económico de los emisores de deuda en países emergentes. El presupuesto y el plan de inversión indican el grado de seriedad de una entidad en cuanto a la planificación a largo plazo y en la gestión financiera.

### **Deuda y Factores de Riesgo Indirecto**

**Deuda:** Fitch toma en cuenta el propósito del financiamiento que se propone. La financiación de inversiones a largo plazo, como escuelas, transporte colectivo, o abastecimiento de agua y tratamiento de aguas residuales, etc., se valora positivamente. La financiación a largo plazo de gastos corrientes y déficits primarios es considerada una debilidad crediticia.

En general, los inversionistas son menos cuidadosos en cuanto al uso que le den los entes a los recursos procedentes de sus emisiones de deuda quirografaria, que con los de deuda respaldada por recursos específicos. Lo anterior es aun más relevante, cuando se trata de recursos afectados sensiblemente en entornos de alta competitividad (por ejemplo, plantas de energía o servicio de telecomunicaciones). Asimismo, los inversionistas ven con más cuidado la deuda respaldada por tasas de usuario (sistemas de agua y alcantarillado, instalaciones portuarias, o autopistas de cuota). Debido a que la deuda quirografaria está respaldada por fuentes diversas de ingresos y por los poderes impositivos de la entidad, los riesgos de construcción y de operación relacionados con un proyecto no ejecutado se ven por definición mitigados. Aún así, Fitch revisará la viabilidad del proyecto generador de ingresos, que será financiado inicialmente con deuda quirografaria del ente territorial; particularmente en casos donde los mismos contribuirán parcial o totalmente al rescate y servicio de la deuda.

El análisis de Fitch pone especial importancia en la estructura general de la deuda del emisor. Se considera ideal una estructura de deuda que tenga un calendario de amortización moderado y previsible, que dependa lo menos posible de la refinanciación y que no haya aplazamiento alguno del rescate del capital. El programa de reembolso de la deuda debe coincidir con las obligaciones presupuestarias anuales, sin depender de futuros crecimientos de ingresos o de la economía, ni de los ingresos

extraordinarios o del incremento de los impuestos, ni de futuras medidas legislativas. Si la proporción de la deuda a corto plazo sobre el total de la deuda es alta, hay riesgo de tener que recurrir a la refinanciación. Una estructura de deuda denominada en gran parte en moneda extranjera, o que exponga a un tipo de interés variable, puede ser problemática en entornos económicos adversos.

La estructura de la deuda suele ser motivo de preocupación, para los entes territoriales de los mercados emergentes. Fitch calcula el índice de amortización de deuda del ente en años, teniendo en cuenta el entorno soberano, la utilización de los fondos generados por la deuda, y los compromisos del emisor. Un índice de amortización del capital bajo, por ejemplo de entre tres y cinco años, puede ser indicio de debilidad crediticia por representar un alto riesgo de refinanciación inmediata. Es preferible un índice mayor, de siete a diez años, o más. Muchos gobiernos sub-nacionales también recurren a entes bancarias para suplir sus necesidades de crédito a corto plazo, de entre tres y cinco años. Las tasas de interés de este tipo de endeudamiento pueden ser muy altas, reflejando los niveles de inflación en el país o, como en la última crisis de Argentina, el “riesgo-país” (riesgos políticos, financieros, económicos e institucionales). Junto a los mercados de crédito internacionales, las principales fuentes de financiación a largo plazo y a bajo precio podrían ser la financiación multilateral o el “project financing”. Países como México, podrían beneficiarse de importantes fuentes domésticas de financiamiento a largo plazo, utilizando el crecimiento de los sistemas de pensión privatizados u otros fondos comunes de los ahorristas.

Fitch estudia la totalidad de la carga de la deuda, incluyendo la vigente, la propuesta y la futura. La evaluación de la estructura de la deuda comprende las obligaciones a largo plazo (financiamientos de proyectos fuera de balance, las obligaciones por arrendamiento, avales de deuda, participaciones accionarias y contingencias en organismos de servicios públicos) y contingencias relacionadas con las empresas, entidades bancarias y financieras afiliadas a la entidad, y titularizaciones emitidas mediante un fideicomiso. Los compromisos pensionales a largo plazo pueden alcanzar una cifra particularmente importante, por lo que habrá que recabar el máximo posible de información. Es igualmente útil someter una declaración formal sobre incumplimientos con la deuda. Desde la perspectiva de Fitch, son consideradas favorablemente las

obligaciones financieras de empresas del ente territorial que sean auto-sustentables.

Los indicadores más relevantes en el análisis de la deuda son los siguientes:

- Saldo de la deuda relativo al producto regional o interno bruto.
- Deuda per cápita.
- Saldo de la deuda relativo al valor de mercado estimado de la propiedad gravable (principalmente para aquellos emisores que dependen en gran medida de los impuestos prediales para financiar el presupuesto y el servicio de la deuda).
- Porcentaje de los ingresos ordinarios y de los gastos operativos anuales que representa el servicio de la deuda.
- Porcentaje de los gastos operativos actuales que representa el total de la aportación patronal anual.
- Deuda por activo fijo.

Estos indicadores serán de mayor o menor relevancia para cada emisor, en función de la información financiera disponible y de su calidad. Para evaluar el peso de la deuda, la relación deuda / activo fijo es en general de mayor utilidad cuando se trata de organismos gubernamentales que prestan servicios públicos (agua, alcantarillado, electricidad).

**Riesgo Indirecto:** Fitch medirá el riesgo indirecto del emisor y su influencia potencial sobre la calidad crediticia. En algunos países, el riesgo se ha desconcentrado creando sociedades satélite que asumen la deuda. Estas sociedades subsidiarias o afiliadas pueden financiarse en gran parte con transferencias del emisor. Para calcular el riesgo indirecto contingente, Fitch, en la medida de lo posible, no sólo evaluará a la administración central del ente territorial, sino también sus empresas u organismos descentralizados. Algunos de los mismos proporcionan servicios públicos esenciales y, no obstante que su endeudamiento no esté directamente garantizado por la administración central, en caso de necesidad, la autoridad seguramente intervendría en su ayuda, ya sea con financiación directa o con aportaciones de capital.

Para Fitch, la falta de información sobre los riesgos indirectos representa un factor crediticio negativo. Para medir el riesgo contingente relacionado con un ente territorial, Fitch analizará las transferencias ejecutadas desde y hacia las cuentas de la administración central, las tendencias de la deuda, y



transferencia y de convertibilidad de la moneda. Por lo tanto, están sujetos al “techo soberano,” es decir, teniendo en cuenta que una nación soberana posee acceso prioritario a las divisas en momentos de tensión económica, las CME de los sub-nacionales están generalmente limitadas por la CME de la nación. Los riesgos de convertibilidad no sólo comprenden las restricciones legales para obtener divisas, sino también la habilidad práctica de adquirir divisas en momentos de escasez o de incertidumbre económica.

Las CML, esencialmente, tienen presentes todos los riesgos económicos y crediticios que afronta el emisor, exceptuado el riesgo de conversión de la moneda local a moneda extranjera en un momento dado. El análisis también considera que los emisores sub-nacionales de los mercados emergentes operan en entornos económicos y políticos más volátiles que los de Estados Unidos, Canadá, o Europa Occidental. La CML tiene en cuenta esta volatilidad, de tal forma que valora la solvencia de un sub-nacional en un mercado emergente con relación a los emisores sub-nacionales de todo el mundo. Esencialmente, la CML de un emisor resume la opinión que tiene Fitch de los riesgos crediticios intrínsecos asociados a una entidad. En los mercados emergentes particularmente, estas calificaciones suelen ser más significativas para el inversor que la CME asignada a la deuda, y más aún cuando el techo soberano es inferior al “grado de inversión”.

Aunque la CML del soberano no se considera un techo, muchas veces Fitch limita la CML de los entes territoriales a la CML del país, principalmente en países que permanecen muy centralizados o en los que el soberano determina la estructura y la naturaleza de los ingresos de los sub-nacionales, entre otras cosas, limitando efectivamente la deuda asumida por los entes territoriales.

Por ejemplo, la CML de Bogotá (Colombia) es actualmente ‘BBB-’, pero su CME, que contempla la emisión en noviembre 2001 de bonos al 9.5% con vencimiento en 2006, es ‘BB’, el techo soberano (CME de la República de Colombia). Si bien la calificación de ‘BBB-’ de Bogotá significa que su capacidad y su voluntad de pagar todas sus obligaciones financieras puede considerarse como de grado de inversión, la CML de las emisiones está limitada por el techo soberano, ya que Colombia, al menos teóricamente, podría impedir el acceso de Bogotá a las divisas. Dicho de otra manera, Fitch hubiera calificado en grado inversión (‘BBB-’) los

bonos si no fuera por el techo impuesto por la calificación de la deuda a largo plazo en moneda extranjera de Colombia (‘BB’). Por lo tanto, la calificación de la moneda local a largo plazo (‘BBB-’) da una apreciación más indicativa de la opinión de Fitch acerca de la propia fortaleza crediticia de Bogotá.

## ■ Calificación de la Deuda a Corto Plazo

Además de calificar la deuda a largo plazo de los entes sub-nacionales, Fitch también le asigna una calificación a la deuda a corto plazo. A diferencia de Estados Unidos y Canadá, donde los mercados de valores “municipales” de deuda a corto plazo —en particular de papel comercial— están muy desarrollados, en la mayoría de los países, los gobiernos sub-nacionales tan sólo están autorizados a contratar préstamos de duración inferior a un año. Además, la escasa liquidez de los mercados bursátiles dificulta la emisión de deuda a corto plazo. No obstante lo anterior, las autoridades locales de Europa Occidental y de otras regiones van a emitir cada vez más títulos de deuda, inclusive papel comercial. El análisis de las calificaciones de deuda a corto y a largo plazo parte de la misma base, si bien la calificación a corto plazo se concentra más que la de largo plazo en la disponibilidad de liquidez suficiente para cumplir puntualmente con los pagos.

En consecuencia, Fitch solicitará información adicional específica sobre los movimientos de caja. Esta información deberá permitir el estudio de los patrones estacionarios, el tiempo de los ingresos y egresos a fin de detectar las lagunas de liquidez temporales, y la importancia relativa de los ingresos extraordinarios o no recurrentes a lo largo del año. También será necesario obtener información sobre la estructura de la deuda (vencimiento y frecuencia de acceso al mercado) y de las mejoras crediticias empotradas en el financiamiento, como los apoyos o avales. La información sobre la naturaleza y la estructura del apoyo es sumamente importante para determinar la calidad crediticia del mismo.

Por ejemplo, si se trata de un compromiso de compra de bonos por parte de un tercero, de la liquidez generada internamente, o de las garantías de una entidad asociada. La calificación de deuda a corto plazo de un ente sub-nacional —tanto la CML como la CME— se situará entre ‘D’ (incumplimiento) y ‘F1+’ (calidad crediticia excepcionalmente fuerte) y tenderá a equipararse con las calificaciones de la

deuda a largo plazo. Las calificaciones de la deuda a corto plazo de un ente sub-nacional, sin embargo, no están tan estrechamente vinculadas con los de la deuda a largo plazo, a diferencia de las calificaciones

de empresas industriales. Lo anterior se debe a diferencias en la naturaleza del empréstito y de los ingresos afectados que respaldan el financiamiento, y a la definición de liquidez.

## Proceso de Calificación

Una vez contratados, Fitch designará a dos o tres economistas para realizar el análisis financiero. Los responsables de la entidad proporcionarán a Fitch la información sobre las finanzas públicas, además de información sobre su nivel de endeudamiento, estructura y vencimiento del mismo. También se estudiará la estructura y desempeño de la economía local y la evolución de la base fiscal.

Se fijará una fecha para la visita inicial en la que se tratarán las políticas y programas de la entidad y se estudiarán más a fondo las tendencias detectadas en los datos. La visita inicial de Fitch suele tener una duración de dos a tres días. Consecuentemente, se envía un borrador del informe que resume el análisis financiero al emisor para que verifique la veracidad de los datos citados en el informe. El análisis se presenta al consejo de calificaciones de Fitch, que asigna la calificación. Se comunica al emisor la decisión del consejo y, a continuación, se publica la calificación y el informe.

Antes de publicar el informe, Fitch normalmente emite una nota de prensa detallada a los medios de comunicación para informar a los inversores y otros usuarios de las calificaciones. Los criterios de Fitch también se publican a través de diferentes medios electrónicos, como Dow Jones, Reuters, y Bloomberg. Además, todos los informes de entes territoriales se encuentran disponibles en la página de internet de Fitch [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

En cuanto a las calificaciones de deuda a largo plazo, Fitch revisa las condiciones del perfil crediticio anualmente. En el caso de créditos especulativos (por debajo del grado de inversión) y en mercados emergentes, la frecuencia de esta revisión puede ser mayor.

## Calendario Habitual de una Calificación

Semana Uno	Semanas Dos – Tres	Semanas Cuatro – Seis	Continuo
Programación de Audiencias	Reunión con la gerencia	Consejo de Calificación	Vigilancia
Estudios previos a la visita	Solicitud de información adicional por parte de los analistas	Se notifica la calificación al emisor	
	Se envía el borrador del informe de la calificación al emisor para que verifique los datos citados por Fitch	Se distribuye públicamente la calificación mediante un comunicado de prensa	

Copyright © 2003 by Fitch, Inc. and Fitch Ratings, Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004.

Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified, and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at any time for any reason at the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services Act of 1986 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.