

Metodología Global de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales

Fuera de los EE.UU.

Metodología Maestra

Este informe es una traducción del reporte titulado "International Local and Regional Governments Rating Criteria", publicado el 18 de abril de 2016.

Alcance

Cinco Áreas Clave: Este informe representa la metodología maestra de Fitch Ratings para asignar calificaciones a los Gobiernos Locales y Regionales (GLR) a nivel global. El reporte identifica los cinco factores que Fitch considera al asignar calificaciones nuevas o al revisar las calificaciones existentes a una entidad en particular o a un instrumento de deuda considerando las diferentes jurisdicciones.

No todos los factores descritos en este informe son aplicables a cada calificación asignada o cada acción de calificación adoptada. En cada nota de prensa o informe individual se comentarán los factores más relevantes que motivan esa acción de calificación crediticia.

Factores Clave de Calificación

Marco Institucional: Al calificar un GLR, Fitch primero evalúa el Marco Institucional (MI) bajo el cual opera. En la evaluación del MI, Fitch considera la regulación constitucional y legislativa, el control y supervisión de los más altos niveles de gobierno, el fondeo de compensación, flexibilidad fiscal y grado de responsabilidades, transparencia y regulaciones prudenciales.

Factores Adicionales de la Calificación: Una vez que el MI ha sido evaluado, Fitch enfoca su análisis del GLR tomando en cuenta otros cuatro principales factores de calificación: deuda y otros pasivos a largo plazo; economía; finanzas/desempeño fiscal; y gestión y administración. En general, la continuidad y la capacidad para absorber choques podrán contribuir a la obtención de calificaciones más fuertes, mientras que fluctuaciones y una limitada capacidad para enfrentar eventos imprevistos probablemente conducirán a la entidad hacia calificaciones más débiles.

Enfoque de Bloque Funcional: Cada factor de calificación tiene un impacto en los demás factores. Por ejemplo, el MI determina la flexibilidad de ingresos y gastos del emisor. El perfil socioeconómico influye sobre la base impositiva y las presiones de gasto. Los resultados fiscales afectan la necesidad de endeudamiento o de pago de la deuda de un GLR. La administración tiene un impacto en el ingreso, el gasto y el apetito de riesgo.

Perfil Crediticio Intrínseco: El resultado de los cinco factores de calificación resultaría en el perfil crediticio intrínseco del emisor, antes de la aplicación de cualquier piso o límite de calificación por la calificación soberana.

Instrumentos de Deuda: Cuando se califica un instrumento específico, la calificación asignada refleja la naturaleza del instrumento y su relación con la calidad crediticia general del emisor. En la mayoría de los casos, el instrumento de deuda representa una deuda senior no garantizada del gobierno subnacional. Por lo tanto, las calificaciones son típicamente iguales a la Calificación de Riesgo del Emisor (IDR) relevante.

Calificaciones por Encima del Soberano: Las calificaciones de los GLR por lo general están limitadas por la calificación soberana reconociendo un grado alto de control e intervención potencial por el gobierno central, incluso dentro de las relaciones intergubernamentales con los MI más descentralizados. Sin embargo, los subnacionales que gozan de un alto grado de autonomía en materia de impuestos, libertad para acceder a recursos financieros, y reconocimiento institucional, pueden obtener calificaciones IDR de Largo Plazo en Moneda Local más altas que las del soberano si su perfil crediticio intrínseco es más fuerte.

Analistas

Fernando Mayorga
+34 93 323 8407
fernando.mayorga@fitchratings.com

Raffaele Carnevale
+39 02 89 90 87 203
raffaele.carnevale@fitchratings.com

Tabla de Correspondencia de Calificaciones

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

Fuente: Fitch

Marco de las Calificaciones

Las calificaciones asignadas a los GLR no solo reflejan los factores (componentes) específicos del perfil crediticio intrínseco del emisor, sino que también toman en cuenta los límites soberanos o los pisos de calificación.

Calificación Riesgo Emisor (IDR) de Largo Plazo

Para los GLR, así como para emisores de otros sectores, las IDR expresan la opinión de Fitch sobre la vulnerabilidad relativa de una entidad para incumplir sus obligaciones financieras. De acuerdo con las definiciones de calificación de Fitch, el riesgo de incumplimiento medido por la IDR generalmente es el de las obligaciones financieras. Las IDR de Largo Plazo se asignan en la escala 'AAA'. Y se asignan virtualmente a todos los GLR con calificaciones internacionales. Las principales excepciones son los casos raros en los que una entidad emite exclusivamente deuda de corto plazo y por lo tanto solo se le asigna una IDR de corto plazo.

A los GLR usualmente se les asigna una IDR de Largo Plazo en Moneda Local, pero para aquellos emisores que también tienen obligaciones en moneda extranjera en circulación, se les debe asignar una IDR en Moneda Extranjera, además de o en lugar de la IDR en Moneda Local. La IDR de Largo Plazo de un emisor estaría limitada por la calificación soberana (excepto en aquellas situaciones en las que el GLR puede calificarse por encima de la soberana, en cuyo caso estaría limitado por el Techo País - véase el Anexo 1). Además, la IDR puede estar soportada por una calificación piso introducida por Fitch en un país y en un nivel de gobierno en particular.

IDR de Corto Plazo

Las IDR de Corto Plazo reflejan la vulnerabilidad de un emisor de incumplir en el corto plazo. Para los GLR, el "corto plazo" normalmente significa 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 de corto plazo. En algunas circunstancias, solo se podrá asignar una IDR de Corto Plazo, si el emisor no tiene deudas pendientes de largo plazo.

Las IDR de Corto Plazo casi siempre se asignan de acuerdo con una tabla de correspondencia entre las IDR de Largo Plazo y de Corto Plazo (véase la tabla). Cuando la IDR de Largo Plazo puede corresponder a una o dos IDR de Corto Plazo, ésta última por lo general se determinará con base principalmente en la fortaleza del perfil de liquidez del emisor.

Diferentes Niveles de Gobierno

En este informe, los GLRs (referidos de manera colectiva como "subnacionales") incluyen tanto niveles de gobierno sub-soberano, comúnmente referidos como Nivel 2 (gobiernos regionales) y Nivel 3 (municipales, distritales, provinciales o de otro tipo incluyendo grupos inter-municipales).

En países más descentralizados, los gobiernos regionales de Nivel 2 juegan un papel importante en la prestación de servicios a nivel local, incluso asumiendo la responsabilidad de proveer servicios de salud y educación. En otros países, este nivel de gobierno tiende a ser simbólico y estadístico en vez de ser una unidad funcional. El fondeo de los gobiernos regionales proviene normalmente de impuestos recaudados centralmente o de otros impuestos relacionados con actividades económicas.

La composición de los gobiernos locales de Nivel 3 tiende a ser más variada, aunque generalmente son municipios o grupos de los mismos (ya sea a través de una estructura legal relativamente informal como un área metropolitana o a través de una estructura más formal como un distrito). Esencialmente, los municipios son responsables de la prestación de servicios locales en el área urbana, incluyendo recolección de basura, suministro de agua, alumbrado público y seguridad local. En años recientes, ha existido una mayor tendencia a descentralizar o privatizar algunos de estos servicios, ya sea a través de empresas propiedad de los municipios o a través del otorgamiento de concesiones al sector privado.

Marco Institucional

El MI proporciona el punto de partida para calificar un GLR en un determinado país y es el factor cualitativo por sí solo principal en la calificación de Fitch a los GLR. El MI puede tener un impacto positivo o negativo sobre el perfil crediticio intrínseco del emisor. Cubre aspectos tales como el perfil de ingresos y gastos, el nivel de las responsabilidades, las políticas contables y la presentación de informes, así como el control y seguimiento. Una vez que Fitch se ha formado una idea clara de las relaciones intergubernamentales, del fondeo y cualquier método de compensación, pasa a analizar los demás factores de calificación.

El MI influirá en los ingresos y gastos operacionales del GLR. Para evaluarlo, Fitch analiza la estructura y flexibilidad de los ingresos del GLR, así como, de haberlos, en los compromisos de transferencias desde el gobierno central. La existencia de cualquier mecanismo de compensación que pudiera contrarrestar un perfil socio-económico local poco favorable se considera un factor positivo para la calificación. También es importante evaluar el tipo de responsabilidades asumidas por el gobierno subnacional, ya sean operacionales o en materia de inversión.

Una descripción detallada de las clases de servicio público prestadas por la entidad, junto con la comprensión del marco legal y regulatorio, permiten a Fitch evaluar el grado de autonomía operacional y financiera, la estructura de ingresos, rigidez en el gasto, requerimientos de inversiones de capital, acceso al fondeo de terceros y otros aspectos. Los GLR suelen estar sujetos a disposiciones legales y constitucionales por lo que respecta a las competencias conferidas al gobierno local o regional, la estructura organizacional, las operaciones financieras, la emisión de deuda y la prestación de servicios gubernamentales. Por lo tanto, un gobierno soberano normalmente cuenta con más flexibilidad fiscal y financiera que sus subdivisiones políticas.

Al analizar la fortaleza o debilidad del MI, Fitch mide, entre otras cosas, el nivel de control que las oficinas gubernamentales centrales o de más alto nivel tienen sobre la entidad subnacional. La calificadora tiene una percepción favorable de las regulaciones prudenciales (es decir, los límites sobre la deuda o el servicio de la deuda). En los mercados desarrollados donde la experiencia de manejo de deuda de los GLR es considerable, regulaciones prudenciales formales pueden ser reemplazadas por disciplina en los mercados de capitales. Sin embargo, en países con un marco regulatorio en evolución o donde las responsabilidades se hayan transferido recientemente a los GLR, las regulaciones prudenciales pueden actuar como un mecanismo de control para la elaboración de presupuestos y acumulación de deuda responsable.

Fitch ha clasificado los MI en tres grandes categorías: Fuerte, Neutral y Débil. La clasificación del MI de un país puede variar dependiendo de los cambios en la regulación, sistemas de fondeo, mejoras en la información contable que debe revelarse, y/o supervisión y control. La siguiente tabla presenta un indicador de los factores generales en la evaluación de los diferentes MI. (No todos los factores generales deben estar presentes en cada una de las evaluaciones).

Evaluaciones del Marco Institucional		
Fuerte	Neutral	Débil
Compensación de fondos horizontal y vertical.	Algún tipo de mecanismos de compensación implementado	Falta de transparencia en las cuentas
Régimen regulatorio prudencial robusto o disciplina en el mercado de capitales	Régimen regulatorio generalmente estable	Relación intergubernamental volátil
Relación intergubernamental estable	Cambios ocasionales en el sistema de fondeo	Poca flexibilidad del ingreso
Muy buena transparencia, incluyendo pronósticos	Transparencia adecuada	Falta de rendición de cuentas en el sector público más amplio
Buena protección para los acreedores	Cierta forma de restricciones de deuda	Prácticas rudimentarias en el manejo de la deuda
Adherencia general a normas contables internacionales	Control adecuado	Control y supervisión inadecuados

Fuente: Fitch

Principales Factores en la Evaluación del Marco Institucional

Estructura de ingresos y gastos

Impuestos: Mientras más diversificada sea la estructura de impuestos, mejor. Fitch considera negativa la dependencia de ingresos en uno o dos impuestos, particularmente si estos impuestos están estrechamente correlacionados a actividades económicas, como el impuesto sobre la renta (ISR) de las personas y el IVA.

Otra evaluación importante es si el subnacional tiene la autoridad y el poder de aumentar las tasas impositivas y modificar la base gravable, o si los impuestos son determinados por el gobierno central. Mientras más alta sea la flexibilidad fiscal del subnacional y más grande el número de impuestos, es más positivo, particularmente para subnacionales con una base económica relativamente fuerte.

Transferencias: Estas pueden consistir en impuestos recaudados por el gobierno central y remitidos a los subnacionales sin ningún límite, o pueden hacerse mediante compensación de ingresos. Esto último es una parte importante de la evaluación de Fitch sobre las fortalezas o debilidades del MI. La compensación puede ser horizontal (entre subnacionales de un mismo nivel), vertical (entre diferentes niveles de gobierno para suavizar disparidades de ingreso o riqueza fiscal) o ambas.

Mientras más importante sea la compensación financiera para el subnacional, Fitch pondrá menos énfasis en su base económica en términos de la evaluación sobre la generación de ingresos. Esto se debe a que es menos probable que sus ingresos estén correlacionados a la economía local y más probable que lo estén al desempeño económico nacional. Las transferencias horizontales tienen un impacto positivo en las entidades subnacionales con una base socioeconómica débil pero tienen un efecto neutral - si no negativo - en aquellos con fundamentos económicos sólidos. Cuanto más alto sea el nivel de transferencias del gobierno a través de compensación, se puede considerar un mayor soporte del MI.

Fitch no solo considera el fondeo, sino también la forma en cómo se distribuyen los fondos de compensación a las entidades subnacionales. La agencia considera que una fórmula objetiva para los cálculos, es más positiva que un sistema basado en decisiones *ad hoc* del gobierno central. Por ejemplo, un esquema de compensación típicamente fuerte toma en cuenta factores tales como la estructura y desarrollo de la población, el tamaño del territorio, las responsabilidades, la pobreza relativa y la insularidad. En algunos países, algunos subnacionales pueden ser contribuyentes netos del sistema mientras que otros son receptores netos.

Fitch también examina los impuestos que alimentan el fondo de compensación. Cuanto más diversificados estén los impuestos incluidos, será más positivo para las calificaciones, ya que es probable que los ingresos sean menos volátiles. Por ejemplo, si sólo se incluye el ISR en la fórmula de distribución, Fitch podría considerarlo un factor negativo en la compensación, debido a su alta correlación con el desempeño económico.

Responsabilidades de Gasto: En la evaluación del MI, Fitch también examina las responsabilidades del subnacional y cómo éstas han cambiado con el paso del tiempo. Fitch considera que responsabilidades como salud y educación requieren una alta cantidad de recursos y por ende evalúa la disponibilidad de fondos para cubrirlas. Cuando el gasto en los servicios aumenta más rápidamente que el PIB (a menudo, la salud), debe ir acompañado de una fuente de ingresos que sea similarmente boyante.

Fitch considera que el gasto de capital generalmente es más flexible que el gasto corriente. Por tanto, la agencia considera que una alta proporción de gasto de capital respecto al total, es positivo para la calidad crediticia. Sin embargo, Fitch también examina el tipo de inversiones que llevan a cabo los subnacionales, dado que en la práctica algunos son difíciles de recortar, por ejemplo una carretera principal en una ciudad o la ampliación de un sistema de transporte subterráneo en una zona urbana muy congestionada.

A medida que la tendencia general a nivel mundial es hacia la descentralización, Fitch incorpora la expectativa de que las responsabilidades de los subnacionales evolucionarán con el tiempo y, por tanto, también lo hará la opinión de la agencia sobre el MI. La agencia considera negativamente las responsabilidades de gasto que son delegadas por el gobierno central sin un financiamiento adecuado, o que tengan potencial para ocasionar una revisión la fórmula de financiamiento. La estructura de la población de un subnacional puede ser muy dinámica – los cambios pueden surgir ya sea a través de migración interna o externa. Aunque el impacto en los ingresos se puede diferir, el impacto sobre el gasto podría ser más repentino.

Reformas de financiamiento frecuentes y de mayor alcance, o revisiones sucesivas del alcance de las responsabilidades presupuestarias de los subnacionales, pueden ser un factor crediticio negativo, en la medida en que estas reformas podrían obstaculizar la previsibilidad de las necesidades de ingresos y gastos de los subnacionales.

Políticas Contables, Rendición de Cuentas y Transparencia

Políticas contables y Auditorías: Las políticas contables adoptadas por las entidades subnacionales varían según la jurisdicción. Aunque no existen normas internacionales de contabilidad obligatorias para el sector público, como las del sector empresarial, la Junta de Normas de Contabilidad del Sector Público Internacional ha emitido directrices. El cumplimiento de estas directrices es un factor crediticio positivo. Fitch ve la contabilidad con base en efectivo como la forma más débil de infraestructura contable, aunque reconoce que en algunos países el sistema y los procesos no son lo suficientemente sofisticados para adoptar cualquiera de los métodos alternativos de presentación de informes contables. La contabilidad con base en total devengado, junto con el flujo de efectivo (que indican los ingresos corrientes y de capital, y los gastos corrientes y de capital) y el balance general, son consideradas por Fitch como la mejor práctica.

En algunos países, no se requiere la certificación de una auditoría por un auditor privado independiente y las cuentas públicas son normalmente “auditadas” por un auditor o contralor designado por un estado o región. La oportunidad de estos reportes puede variar y algunas veces puede retrasarse por varios años. Los auditores designados nacionalmente tienden a comentar sobre la legalidad de las transacciones y no en cómo las cuentas representan una visión justa y verdadera de las finanzas subnacionales.

La oportunidad de las auditorías también es importante – si existe una brecha significativa entre el término del año fiscal y la publicación del reporte, su utilidad se reduce. Fitch prefiere que las auditorías terminen en los últimos seis meses posteriores al año fiscal en revisión. La agencia considera la publicación de resultados presupuestales trimestrales o semestrales como la mejor práctica.

Cuando se cuente con prácticas contables y requisitos establecidos, Fitch espera que el emisor se ajuste a los mismos. Los reportes financieros adicionales, tales como reportes provisionales de ingresos y gastos durante el año, son percibidos de manera positiva.

Fitch considera óptimo que los estados financieros sean auditados por una firma de contadores independiente y de buena reputación, sin embargo entiende que muchos GLR no los proporcionen considerando que no es un requisito legal. Sin embargo, cuando se trata de un auditor público, Fitch espera que las auditorías sean exhaustivas y oportunas. Las presentaciones presupuestarias y de flujo de efectivo son la forma de divulgación financiera más comúnmente disponible de las entidades subnacionales en muchos países.

Divulgación: El nivel de divulgación puede variar. En algunos países, los avances presupuestales actualizados y los informes de auditoría están disponibles poco después del cierre del ejercicio, ya sea a través de los sitios web de cada subnacional o de las contralorías respectivas. Este nivel de transparencia es importante, ya que permite que los inversionistas vean los cambios en la situación financiera y fiscal de la entidad subnacional. Además, la divulgación de las obligaciones indirectas (como los pagos futuros bajo una asociación público-privada) se traduce en una mayor confianza en la situación financiera y fiscal del subnacional.

Fitch considera positiva la información sobre el sector público en un sentido más amplio. En muchos países, el sector público subnacional puede ser muy amplio, con un gran número de entidades del sector público (ESP). En algunos casos estas ESP pueden ser autofinanciadas y depender por completo de las tarifas y los cargos a los usuarios; o bien, pueden ser financiadas en gran medida a través de subsidios y transferencias del gobierno subnacional. En este último caso, Fitch considera la deuda de estas ESP como deuda soportada en ingresos fiscales y normalmente es tomada en cuenta en el perfil de riesgo de la entidad subnacional. Por lo tanto, Fitch considera negativa la falta de información financiera sobre ESP que son propiedad mayoritaria de los gobiernos subnacionales.

Control y Monitoreo

Supervisión: Una evaluación de los componentes de control y seguimiento por niveles superiores de gobierno es fundamental. Esto se vuelve más importante en los países que están experimentando un proceso de descentralización, donde los gobiernos subnacionales están adquiriendo nuevos niveles de responsabilidades. El control puede ser mediante una autorización ex-ante o a través de auditorías ex-post y por medio de pre-autorización en el caso de la contratación de deuda.

Control Interno: Fitch podría considerar a los subnacionales que constantemente rebasen los objetivos presupuestarios o que sean incapaces de ajustar los gastos a los ingresos, como carentes de disciplina y control fiscal interno y presupuestario. La agencia ve positivamente a los subnacionales que tienen un departamento de auditoría interna, que es independiente y responsable ante el jefe del ejecutivo o el legislativo. Las auditorías externas designadas por la asamblea local o el estado deben estar libres de interferencias políticas.

Regulaciones Prudenciales: Muchos países han establecido límites de endeudamiento prudenciales. La forma de las regulaciones prudenciales varía de un país a otro, pero en general tienden a tener un límite sobre el servicio de la deuda y/o un límite de la razón deuda/ingresos. Otras jurisdicciones pueden limitar la razón deuda/PIB local, prohibir la emisión de bonos con pago de cupón al vencimiento, limitar la deuda a largo plazo para financiar inversiones o prohibir al subnacional tomar préstamos en moneda extranjera. Los controles prudenciales que limitan la deuda respecto a los ingresos totales y no respecto a los ingresos operativos pueden ser difíciles de respetar, dado que los ingresos de capital son, por naturaleza, volátiles.

Los límites de endeudamiento prudencial son muy importantes para los gobiernos subnacionales con poca experiencia en la gestión de la deuda. Dichos límites asegurarán que la deuda se tome en forma responsable y que la asequibilidad de la deuda sea evaluada. Sin embargo, la imposición de controles de deuda sin tener en cuenta la situación financiera ni la experiencia en la gestión de deuda del gobierno subnacional, puede obstaculizar el desarrollo y puede penalizar injustamente a los subnacionales que han seguido una política de acumulación de deuda muy responsable.

En todos los casos, para que las regulaciones prudenciales sean eficaces, tienen que ser supervisadas. También tiene que haber un sistema establecido para sancionar a las entidades subnacionales que no las cumplan.

Otras Consideraciones

No hay una relación lineal simple entre las calificaciones de los GLR y cada métrica que Fitch considera en su análisis de calificación. Esto refleja la naturaleza variada del análisis, el MI en el que se encuentra el gobierno subnacional, y el tamaño del GLR. Por lo tanto, en un MI Fuerte, el factor primordial de calificación sería el marco en sí, de manera que incluso si el entorno económico no fuese dinámico o la carga de la deuda fuese significativa, el GLR podría aún alcanzar una calificación alta debido impacto positivo primordial del MI. Estas influencias cualitativas en la calidad crediticia del GLR explican en gran medida por qué las llamadas economías avanzadas son capaces de alcanzar calificaciones más altas que sus pares en los mercados emergentes a pesar de contar con cargas de deuda mucho más grandes, mientras

que las calificaciones en algunos países en desarrollo tienden a ser más bajas aún y cuando su carga de deuda pueda ser modesta o su desempeño fiscal pueda ser fuerte.

Los GLRs en las economías avanzadas son típicamente menos propensos (aunque ciertamente no inmunes) a las crisis políticas o económicas graves y tienden a tener un sistema de compensación sólido, fuentes de ingresos predecibles, alta flexibilidad fiscal y mercados de capitales más desarrollados. Estas fortalezas aumentan en gran medida la capacidad de los GLR para tolerar cargas de deuda mucho mayores.

Fitch espera que la calificación promedio para los GLR con un MI Fuerte, esté en un rango de 'AAA' a 'A' y para los GLR con un MI Neutral esté en un rango de 'AA' a 'BBB'; sin embargo, un desempeño débil y una base fiscal concentrada y/o pequeña podrían disminuir la calificación de un GLR. Es probable que los GLR que clasifican bajo un MI Débil tengan una calificación media por debajo de 'BBB', pero un emisor particularmente fuerte, con una base fiscal amplia y diversificada, podría obtener una calificación más alta.

Deuda y Otros Pasivos de Largo Plazo

La carga de la deuda es una parte muy importante en el análisis de la solvencia de un emisor. Entre mayor sea la carga de deuda, por lo general la calificación es más débil, aunque emisores con MI y perfiles financieros más fuertes son capaces de manejar una carga de deuda más alta.

En la evaluación de la deuda y otros pasivos a largo plazo, Fitch trata de determinar el grado y la naturaleza de los pasivos actuales del emisor y de evaluar las perspectivas a futuro, dando énfasis a la capacidad y flexibilidad. El grado de flexibilidad fiscal es también un factor que ejerce influencia en el análisis de Fitch sobre la vulnerabilidad de las finanzas públicas a los choques adversos, así como la sostenibilidad de una determinada carga de deuda. En particular, Fitch da peso a la parte de pagos de interés en el gasto y en relación al ingreso ya que éste es un rígido rubro de los gastos.

La deuda es considerada en el contexto de las necesidades de infraestructura del subnacional y sus planes de capital. Los niveles de deuda corrientes pueden ser bajos; sin embargo, los proyectos de capital futuros pueden incrementar significativamente los indicadores de carga de la deuda, debilitando el perfil de deuda futuro del emisor. Fitch evalúa el impacto que tendrá la deuda esperada en el desempeño y percibe de manera positiva el contar con un enfoque integral y realista en la planeación del capital. La capacidad para satisfacer las necesidades de capital con recursos propios cuando existen restricciones al endeudamiento impuestas por el gobierno central, es percibida como una característica favorable para la calificación.

Una carga de deuda pública alta y en ascenso erosiona la solvencia del GLR, mientras que una estructura de deuda débil puede traer riesgos al subnacional de tasas de interés, tipo de cambio y de refinanciamiento. Entre menor sea la flexibilidad de un GLR o menos desarrollados sean los mercados de capitales, mayor será la vulnerabilidad ante choques adversos y menor será su capacidad de mantener niveles de deuda determinados. Entre más volátil sea el ingreso, posiblemente por su estrecha base tributaria, menor será el nivel de deuda que puede ser sostenido para un nivel de calificación determinado.

La carga de deuda pública sostenible varía entre los países y con el tiempo y consecuentemente, no existe una relación lineal sencilla entre el volumen de su deuda (ya sea relativa al ingreso o al balance actual) o el servicio de deuda (deuda en vencimiento y pagos de interés como porcentaje del balance operativo) por un lado, y la calidad crediticia de un GLR y las calificaciones por el otro. Esto se debe a que aspectos tales como el MI pueden tener una mayor ponderación para emisores en algunos países en comparación con otros. Sin embargo, una pesada carga de deuda de un GLR (volumen de deuda y servicio de deuda) estará, con todo lo demás siendo igual, asociada con menores calificaciones.

Fitch observa diferentes medidas de deuda y de carga de deuda. La medida primordial usada en nuestro análisis es la deuda directa del emisor, dado que es considerada como el pago

prioritario. Fitch observa también la sustentabilidad de la deuda de esta deuda directa, medida en relación al ingreso corriente, el balance corriente y el servicio de deuda en relación con el balance operacional. La sustentabilidad de un determinado nivel de deuda de un GLR también es una función de su camino a través del tiempo.

Fitch toma en consideración otras obligaciones financieras incluyendo pasivos de pensiones no fondeadas, arrendamientos financieros, préstamos presupuestales de otros niveles de gobierno y otros tipos de cuasi deuda, la cual en algunos casos puede incluir obligaciones/pago por disponibilidad bajo asociaciones público privadas. Fitch también puede incluir deuda garantizada, si Fitch juzga que estos pasivos podrían convertirse en pasivos financieros para el GLR.

Fitch observa el vencimiento, tasa de interés y composición de la moneda de la deuda, lo cual informa sobre su juicio en el grado de riesgo de mercado que enfrenta el emisor. Un subnacional puede obtener flexibilidad financiera adicional y sostener niveles relativamente altos de deuda si existe un mercado de capitales doméstico bien regulado y líquido. Esto necesita ser respaldado por un amplio espectro de inversionistas (inversionistas locales institucionales tales como fondos de pensiones y de ahorro) dispuestos a y con la posibilidad de proveer un rango de alternativas de financiamiento (incluyendo financiamiento de vencimiento a largo plazo y de tasa fija), y el mercado debiera ser resistente a todo, salvo choques económicos extremos.

Fitch revisa la proporción de deuda que es repagada cada año. El volumen de deuda de un subnacional que se caracteriza por vencimientos relativamente largos de alrededor de 10 años reduce materialmente los riesgos de refinanciamiento. La revisión de deuda suscrita incluye un análisis de los usos de los fondos prestados de largo plazo, siendo considerado el uso para gasto corriente como una debilidad crediticia. Fitch percibe los altos niveles de deuda a corto plazo como una preocupación, dado que esto incrementa el riesgo de refinanciamiento. En consecuencia, un perfil de vencimiento corto, es decir, menor a tres años, podría ser una debilidad crediticia porque podría indicar un riesgo significativo de refinanciamiento.

Otro aspecto importante consiste en determinar el porcentaje que representa la deuda con tasa de interés fija en la estructura de la deuda del emisor, y el uso de instrumentos de cobertura para convertir deuda de tasa de interés variable a tasa de interés fija. Niveles elevados de deuda con tasa de interés variable pueden exponer al emisor a la posibilidad de futuras demandas financieras no previstas y, en el peor de los casos, cargas de deuda futuras imposibles de afrontar. Fitch evalúa la estructura de la deuda, y si el emisor comprende claramente los beneficios y riesgos de formalizar instrumentos de cobertura, y cuenta con una flexibilidad financiera consistente con su calificación.

El análisis de Fitch también incluye una revisión del uso de los derivados o permutas (swaps) financieras. Cuando la exposición de una permuta es significativa, las preocupaciones crediticias se pueden compensar en el proceso de calificación, por una función eficaz de supervisión, así como la diversificación de contraparte y la demostración de una clara comprensión por parte de la gestión y gobernanza de los beneficios y los riesgos involucrados.

Pasivos Contingentes y Pasivos de Pensiones No Fondeados

En algunos países, una gran parte del riesgo global de un GLR ha sido descentralizada a través de la creación de ESP que han contratado deuda. Estas entidades son a menudo fondeadas por transferencias del emisor, en algunas ocasiones substanciales. Por lo tanto, al observar las obligaciones de deuda de un emisor, Fitch no sólo analiza los pasivos incurridos de manera directa sino también la deuda indirecta o contingente sobre la cual el GLR pueda tener alguna obligación en el futuro. Dichas obligaciones son monitoreadas pero a menudo excluidas de los cálculos de la deuda que incluyen la deuda directa del emisor contraída ya sea a través de préstamos bancarios o emisiones de deuda. Sin embargo, sí son incluidas en el cálculo de deuda total respaldada por impuestos que Fitch lleva a cabo. Este último incluye el riesgo directo del GLR y la deuda de las ESP que no sean autosuficientes, así como

obligaciones de pensiones no fondeadas en jurisdicciones donde los GLR tienen esta responsabilidad y cualquier *cuasi* instrumento de deuda.

Fitch revisa el financiamiento de los compromisos por pensiones y otras prestaciones por jubilación a los empleados como parte de su análisis del riesgo global, reconociendo que, desde el punto de vista de los pagos futuros, las prestaciones por pensiones y seguro médico a los empleados jubilados representan un compromiso más variable que la deuda, en la medida en que pueden estar influidos por diferentes decisiones actuariales, contables, de inversiones, u otro tipo de decisión del gobierno.

El análisis de Fitch da énfasis al tamaño del pasivo de pensiones, el índice de financiamiento, la capacidad de hacer frente a los compromisos y las hipótesis actuariales y de otro tipo que influyen en la carga de la deuda. La calificadora valora positivamente las entidades que tienen planes de pensiones con un buen nivel de cobertura y que cumplen puntualmente con las aportaciones anuales requeridas por los mismos. En aquellos casos en que existe un déficit significativo, Fitch ve de manera muy positiva las acciones o los planes adoptados para reducirlo a lo largo del tiempo. En cambio, un volumen de compromisos elevado o cada vez mayor es visto con preocupación.

Liquidez

Fitch analiza la posición de liquidez de los emisores, incluyendo la programación del cobro de impuestos, el tiempo en que son recibidas las transferencias, el tiempo de los desembolsos, la calidad y tiempos de las cuentas por cobrar y pagar, cualquier línea bancaria comprometida y programas de deuda no desembolsados. Aquellos GLR que se encuentren en la posición más fuerte no dependen de flujos de caja externos. El análisis de liquidez es particularmente importante en situaciones de presión financiera o en casos donde el acceso a los mercados de capitales y deuda se vuelve restrictivo y existe un alto riesgo de refinanciamiento.

En su evaluación de la solvencia de los GLR, Fitch considera la posición de liquidez, incluyendo efectivo y depósitos/bonos con vencimiento en el corto plazo, excluyendo las inversiones en empresas, que pueden resultar difíciles de vender. La medida habitual utilizada para evaluar la carga de la deuda es la posición bruta de deuda, en lugar de la posición neta. Esto se debe a que la existencia de efectivo/liquidez puede ser volátil y las cifras de fin de año no siempre indican la existencia de efectivo promedio durante el año.

Economía

El análisis de Fitch valora la suficiencia de la estructura económica del emisor para garantizar un desempeño operacional equilibrado y el repago de la deuda, así como sus necesidades de inversión. Nuestro análisis proporciona una visión de los potenciales recursos o retos ligados a las finanzas y deuda. El perfil socioeconómico influye en la base tributaria y las presiones de gasto de un gobierno subnacional, según el tipo de responsabilidades y las fuentes de ingresos que tiene.

Principales Motores Económicos

La evaluación de la economía comienza con la determinación de la actividad económica predominante en la zona considerada. Por ejemplo, algunos emisores dependen en gran medida de industrias tales como la automotriz o la minera, mientras que otros cuentan con una estructura económica más diversificada. Una economía amplia, diversificada y estable es un aspecto positivo desde el punto de vista del crédito, en tanto que una significativa concentración en una industria o un grupo reducido de sectores o contribuyentes, o bien un alto componente cíclico, pueden ser una preocupación. En el caso de los GLR cuyos ingresos dependen en una gran proporción de los impuestos sobre la venta de bienes inmuebles/transferencia de bienes inmuebles, Fitch presta especial atención al nivel y las tendencias de valoración de la base total de contribuyentes y de los sujetos pasivos con mayor renta.

Empleo

Fitch revisa las tendencias en el empleo y trata de comprender las razones que hacen que una determinada empresa o sector se expanda o contraiga. Las tendencias relativas en el desempleo se examinan a la luz de los cambios en la oferta de mano de obra, participación laboral y otros factores que podrían ejercer una influencia, como la ciclicidad.

Renta y Riqueza

Los niveles de renta se evalúan tanto en términos absolutos como relativos con respecto al promedio regional, nacional e internacional. La revisión de las tendencias en la renta y riqueza del emisor y su comparación con los promedios nacionales proporciona una indicación de su posición relativa y desempeño.

Otros Factores Demográficos

Fitch revisa parámetros demográficos clave, en particular las tendencias en la población. Aunque el crecimiento balanceado de la población suele considerarse un factor positivo, la estabilidad de la población también puede ser una consideración positiva para la calificación, sobre todo en el caso de las comunidades de menor tamaño que no cuentan con una gran demanda de nuevos servicios ni soportan presiones por el lado del gasto. A la inversa, las zonas en rápido crecimiento pueden plantear riesgos, ya que las necesidades de inversión son a menudo significativas, y proveer un nivel de infraestructura y servicios adecuado para satisfacer las necesidades de crecimiento puede resultar difícil – especialmente en servicios tales como la atención a la salud, el bienestar social y la educación. Un descenso poblacional podría tener un impacto negativo sobre la base impositiva y, por lo tanto, en los ingresos del GLR.

Fitch estudia las razones del porqué una zona concreta está atrayendo o perdiendo población. La estructura y las proyecciones demográficas también son importantes para estimar las presiones de gasto futuras, en especial si el GLR es responsable de proveer los servicios de salud, y educación, y también de evaluar el crecimiento futuro de la base impositiva.

Fitch analiza la posición de los GLR en los contextos tanto nacional como internacional. En el primer caso, se utiliza un proxy para colocar al país en la clasificación general con base en el ingreso per cápita, dado que esta medida no siempre se da en el ámbito local (aunque puede estar disponible a nivel regional). El siguiente paso sería colocar al GLR en el contexto nacional en términos de desempeño económico (medido por el desempleo, el PIB y el crecimiento esperado del PIB).

Carga Impositiva

La comparación del grado de tributación a nivel local, regional y nacional puede dar una indicación de la competitividad, flexibilidad financiera y/o las presiones para reducir los impuestos. El nivel de carga impositiva puede promover o entorpecer el desarrollo económico. Si la carga tributaria ya es elevada, un aumento de esta misma puede ser difícil de llevar a la práctica y resultar contraproducente. Fitch revisa las tasas tributarias comparándolas con las de autoridades locales vecinas y/o promedios nacionales para medir el potencial de presiones migratorias en las jurisdicciones cercanas.

Finanzas y Desempeño Fiscal

Los resultados fiscales indicarían las fuentes de financiamiento de un GLR para gastos de capital, la necesidad de tomar deuda o la acumulación de financiamiento interno para retirar deuda. Una entidad subnacional que tiene un déficit estructural probablemente vería su calificación bajo presión. Sin embargo, es común para los GLR reportar déficits en algunos años, dependiendo de sus reservas disponibles o su nivel de endeudamiento existente.

El análisis de la situación fiscal de un emisor se enfoca en la evaluación de sus recursos financieros y su flexibilidad para cumplir con obligaciones financieras a mediano y largo plazo. El análisis, empieza con una revisión de los estados financieros del emisor, sus presupuestos y resultados presupuestarios.

Análisis de Ingresos

Fitch examina la volatilidad, diversificación, dinamismo y predictibilidad de las fuentes de ingresos. En general, un sistema con una gran diversificación de ingresos y sustentado en una base amplia de impuestos es más estable y está en mejores condiciones de apuntalar la riqueza del emisor, dando como resultado un perfil financiero más sólido. La dependencia de impuestos sensibles a la coyuntura económica como los impuestos que gravan las actividades de ventas inmobiliarias pueden exponer al emisor a volatilidad financiera y tener implicaciones negativas para la calificación. La capacidad de un gobierno subnacional para controlar sus propias fuentes de ingresos, incluyendo la facultad de ajustar las tasas tributarias, constituye una característica crediticia positiva. En el caso de entidades cuyos fondos dependen sustancialmente de transferencias desde otro nivel de gobierno u organismo público, Fitch evalúa la continuidad de dicho financiamiento y la forma en que cualquier ajuste podría afectar al subnacional.

Una alta proporción de los ingresos fiscales respecto a los ingresos operativos es positiva si la base impositiva local es fuerte, mientras que lo contrario también puede ser cierto. Además, si los ingresos fiscales están altamente correlacionados con las actividades económicas locales, una tendencia general a la baja en la economía local se puede convertir rápidamente en una disminución de los ingresos.

En algunos países, los “impuestos” son recaudados por el gobierno central y remitidos a los gobiernos subnacionales a través de transferencias. Fitch clasifica este flujo de ingresos como impuestos y no como transferencias, si el Gobierno central actúa solamente como un agente de recaudación, o la fórmula de redistribución se basa en ciertos parámetros de riqueza local (por ejemplo, el consumo local). Sin embargo, si los impuestos sólo se recaudan a nivel nacional y se distribuyen en gran medida por la población, Fitch tiende a clasificarlos como transferencias.

Uno de los principales aspectos positivos en el perfil crediticio de una entidad subnacional es el grado de flexibilidad fiscal. Éste puede ser evaluado por el nivel de ingresos fiscales modificable respecto a los ingresos operacionales. Fitch observa a los impuestos sobre los cuales la entidad tiene potestades tributarias, ya que en algunos países el gobierno central fija las tasas impositivas, con poca o nula flexibilidad a nivel local.

Análisis de Gastos

Fitch examina las tendencias en el gasto, la flexibilidad del emisor para ajustar sus gastos, (tanto durante el proceso anual de elaboración del presupuesto como durante el transcurso del año fiscal), y la estabilidad prevista en cada uno de los grandes rubros presupuestarios. Por ejemplo, un emisor con una elevada base de costos fijos o con un alto porcentaje de afiliación sindical en su plantilla tendrá en general menor margen para realizar recortes significativos en los gastos que otro con una menor base de costos fijos o con un mercado laboral más flexible. En algunos países, la estabilidad en el empleo de los funcionarios públicos está garantizada y por lo tanto el GLR enfrenta dificultades importantes en la habilidad para recortar la plantilla a fin de reducir los costos operacionales.

Los GLR con un alto grado de flexibilidad del gasto serían considerados como un factor crediticio positivo. Una de las mejores medidas de ésta, es el nivel de gasto de personal respecto a los costos totales operativos. Sin embargo, en algunas entidades subnacionales, algunos servicios públicos esenciales están descentralizados y se fondean por medio de transferencias que básicamente cubren los costos de la plantilla de la unidad descentralizada. Por lo tanto, los costos directos de personal pueden ser bajos en comparación a los ingresos operativos, pero el gasto de personal en general (si se incluyen las transferencias) puede ser alto.

La razón anterior también se debe medir en conjunto con la proporción del gasto operativo respecto al gasto total. En algunos países, los GLR tienen responsabilidades importantes que son operativas por naturaleza, tales como la provisión de salud y educación, y por lo tanto los gastos de funcionamiento tienden a absorber la mayor parte de sus gastos. En otros países,

sus responsabilidades pueden ser de naturaleza capital y, por tanto, la proporción del gasto de capital respecto al gasto total sería alta. En general, una baja proporción del gasto operativo respecto al gasto total indicaría un mayor grado de flexibilidad del gasto, dado que el gasto de capital sería, por su naturaleza, generalmente más fácil de recortar. Además, una baja proporción del gasto de personal respecto al gasto de operación indicaría un alto grado de flexibilidad.

Tendencias en los Ingresos y Gastos Operacionales

Fitch evalúa los ingresos recurrentes comparándolos con los gastos recurrentes, observando especialmente si el crecimiento del gasto coincide con el crecimiento del ingreso. Una situación donde el gasto operacional supere en forma consistente los ingresos operacionales suscita preocupación (tanto en términos de crecimiento absoluto como en porcentaje), ya que esto podría provocar un déficit operacional que forzosamente implique la contratación de deuda adicional para financiar las operaciones en curso. El uso de ingresos no recurrentes para financiar el gasto corriente no es sostenible y se considera una preocupación crediticia si se vuelve estructural.

Fitch observa varias medidas para analizar el desempeño fiscal. Una de las principales medidas es el margen operativo (el balance operativo contra los ingresos operativos). Los márgenes operativos sólidos son un indicador de flexibilidad presupuestaria y de la naturaleza de las responsabilidades del gobierno subnacional. Por ejemplo, los GLR que son responsables de la prestación de servicios sociales tales como salud y educación normalmente presentan márgenes operativos más bajos que aquellas entidades cuyas responsabilidades son de inversión o de gasto de capital.

No existe una relación lineal entre un margen operativo sólido y una calificación alta ya que esta última depende del desempeño en el tiempo, el dinamismo de la economía y la base tributaria, así como del nivel de flexibilidad fiscal del GLR. Sin embargo, un margen sólido es normalmente considerado como un factor crediticio positivo ya que le otorga al GLR una flexibilidad más amplia.

Los emisores en países emergentes con frecuencia necesitan desarrollar infraestructura y, por tanto, una parte significativa de sus gastos se destina a inversión. En estos casos, el margen operativo tiende a ser mayor debido a que tienen menos responsabilidad sobre la prestación de servicios. Los emisores en países desarrollados tendrían un mejor entorno de infraestructura, pero también tendrían mayores responsabilidades en la prestación de servicios básicos, lo que requiere un mayor nivel de gasto operativo. Sin embargo, a mayor margen operativo, mayor flexibilidad operativa.

Junto con el margen operativo, Fitch observa la situación fiscal global del GLR después de gasto de capital. Dada la naturaleza no-lucrativa de un GLR, Fitch esperaría que el balance general fuese bajo u ocasionalmente negativo. Sin embargo, pueden darse fluctuaciones con el paso del tiempo, de un año positivo fuerte (y la generación de reservas para futuros gastos de capital) a otro año negativo (a medida que se utilizan las reservas). Si no hay reservas acumuladas, el GLR podría financiar este saldo negativo a través de préstamos o retrasando los pagos a los acreedores comerciales.

Fitch no espera que los GLR sólidos presenten constantemente un balance positivo antes de deuda ya que esto dependería de donde se encuentren en su ciclo de inversión y en su carga de deuda en general. Sin embargo, el gasto deficitario estructural, que conduce a un déficit persistente antes de préstamos, se considera una preocupación crediticia.

Superávit y Niveles de Reserva

Fitch considera que un superávit satisfactorio representa un colchón importante frente a la volatilidad potencial de los ingresos y gastos. El importe calificado como satisfactorio por Fitch depende de varios factores, tales como la concentración de la actividad económica o base tributaria, la volatilidad de los ingresos y/o gastos, y la flexibilidad para ajustar los ingresos y gastos. La presencia de reservas con mecanismos automáticos de financiamiento y

restricciones claras en su empleo representa el mejor punto de soporte para la calificación, aunque el mantenimiento persistente de un superávit a lo largo del tiempo también se considera beneficioso. Análogamente, la existencia de cuentas separadas con fondos de libre disposición a los que se podría recurrir para cubrir el servicio de deuda puede contribuir a una mayor flexibilidad financiera.

Gestión y Administración

Las prácticas y acciones en materia de gestión pueden ejercer una influencia tanto positiva como negativa sobre los demás factores crediticios.

Políticas Institucionales

Fitch valora positivamente la implementación de y continua adherencia a sólidos procesos y políticas prudentes de presupuesto, deuda, y operaciones financieras. Entre las prácticas más beneficiosas figuran: la dotación de reservas para contingencias futuras, fondos de acumulación para el pago de deuda al vencimiento, estimaciones de ingresos y gastos para varios años; restringir el uso de ingresos no recurrentes para financiar gastos no recurrentes; una buena planificación de la inversión en capital, sólidas políticas y prácticas de inversión; y directrices para la administración de la deuda.

Políticas Presupuestarias

Fitch revisa las políticas presupuestarias de un emisor, en concreto las estimaciones de ingresos y gastos, y compara las principales hipótesis aplicadas en sus presupuestos con los gastos e ingresos efectivamente producidos a lo largo del tiempo. Fitch considera favorables las estimaciones conservadoras y muestra inquietud si un subnacional parece no estar incorporando plenamente las actuales condiciones económicas, políticas o financieras. Las revisiones regulares de la dinámica presupuestaria a lo largo del ejercicio, las cuales pueden permitir a un GLR identificar a tiempo un déficit de ingresos o un exceso de gastos y adoptar los ajustes necesarios para eliminar o reducir las desviaciones respecto al presupuesto, también representan factores positivos en el análisis de la calificación.

Entorno Político

Fitch no muestra preferencia por una estructura de gobierno en detrimento de otra, y no se inclina por ninguna convicción política en concreto como garantía de una mejor calidad crediticia. Sin embargo, la estabilidad política y confianza en el sistema político a nivel central y del GLR son factores positivos para la calificación. Los elementos clave para la calificación son la eficiencia con la que un gobierno subnacional electo puede tomar decisiones de servicios y gasto, y su capacidad para adaptarse y reaccionar ante condiciones económicas y financieras cambiantes y adaptarse a reformas institucionales. Un historial de colaboración entre los poderes ejecutivos y legislativos le proporciona a Fitch confianza en que los retos financieros serán gestionados en forma eficiente.

El descontento entre los contribuyentes, ya sea con el nivel tributario o con los servicios proporcionados por el Estado, tiene implicaciones negativas sobre el crédito, ya que puede reducir la flexibilidad del emisor para corregir un déficit presupuestario. Un entorno tributario desfavorable puede incluir iniciativas por parte de los ciudadanos o propuestas legislativas dirigidas a restringir la capacidad legal del Gobierno de aumentar la recaudación. Esta preocupación se hace más evidente donde el recurso a la iniciativa ciudadana es más accesible.

Limitaciones en los Ingresos y Gastos

El establecimiento y mantenimiento de directrices operacionales se considera un factor de calificación positivo. Sin embargo, las excesivas limitaciones legales o constitucionales representan potenciales riesgos para el crédito. Fitch reconoce que en algunos casos, las limitaciones prácticas pueden resultar tan restrictivas como las de índole legal. La incapacidad de aumentar los ingresos o financiar programas a niveles adecuados a causa de escollos

políticos o prácticos puede tener implicaciones a largo plazo para la situación financiera y económica de un emisor.

Inter-Relación de los Factores de Calificación

Los factores de calificación no pueden ser observados individualmente. Por ejemplo, el MI afecta el ingreso, gasto y deuda del GLR. El perfil socio-económico influye en el potencial de los ingresos y las presiones del gasto. Los resultados fiscales afectan la necesidad del GLR de pedir prestado o la capacidad para retirar deuda. La administración tiene un impacto sobre el ingreso, el gasto y el apetito de deuda. El resultado de los cinco factores de calificaciones representa el perfil crediticio intrínseco del emisor antes de que se imponga cualquier límite de calificaciones soberanas o de que cualquier piso sea introducido.

Nota sobre las Fuentes de Información

El análisis y las decisiones de calificación de Fitch se basan en la información relevante disponible para sus analistas. Las fuentes de esta información incluyen al acreedor y/o el deudor, la información pública y al asesor financiero, si un asesor financiero ha sido contratado por el emisor. Esto incluye información relevante, públicamente disponible sobre el acreedor, tales como los estados financieros y documentos regulatorios. El proceso de calificación también podría incorporar información proporcionada por otras fuentes de terceros. Si esta información de terceros es crucial para la calificación, la acción específica de calificación revelará la fuente relevante.

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 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 el 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.

Anexo 1: Calificación de los GLRs sobre la soberana

Calificación Soberana Usualmente un Tope para los Subnacionales

La IDR de Largo Plazo en Moneda Extranjera (LT FC) de un GLR siempre se limitará en la LT FC IDR del soberano, ya que el acceso de los LRG 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 un tope de calificación para el LT FC IDR de los GLR.

La calificación en Moneda Local (LT LC IDR) de un GLR normalmente está limitada por la calificación LT LC IDR soberana bajo la cual se encuentra el GLR, en reconocimiento de un cierto grado de interdependencia entre las finanzas nacionales y subnacionales, aún dentro de las relaciones intergubernamentales con los MI más descentralizados. Incluso en casos donde 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 generalmente altos poderes fiscales 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 en el caso de aquellos subnacionales cuya dependencia en las transferencias del gobierno central es baja.

Los GLR por lo general están sujetos 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 un Soberano

Fitch puede calificar un GLR por encima de la LT LC IDR 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 claro sentido de independencia política puede generar confianza en el fuerte propósito de un GLR por cumplir con sus obligaciones financieras incluso en el caso de incumplimiento soberano.

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

- Fortaleza institucional; y
- Autonomía financiera y fiscal.

Generalmente, ambas condiciones deben cumplirse para que un subnacional sea calificado por encima del soberano.

Reconocimiento Institucional

Para que un GLR pueda ser calificado por encima de la LT LC IDR del soberano, el GLR debe tener alguna forma de reconocimiento constitucional o legal de su estatus único, que haría muy 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 y Flexibilidad Fiscal / Financiera

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,

transfiriendo responsabilidades de gasto sin un financiamiento adecuado. Los GLR en países centralizados se benefician de su proximidad financiera e institucional al 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 éste último enfrenta dificultades financieras, los intentos por implementar medidas de consolidación presupuestaria subsecuentes, por lo general, se traducen 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 éste último puede tener un alto grado de visibilidad en el tiempo y ser parcialmente desvinculado 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 (fortalecimiento) del desempeño presupuestario que generalmente sigue a una recesión económica (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 Máximo de Calificación

Como regla general, si el perfil crediticio intrínseco del GLR cuenta con seis *notches* o más por encima de la LT LC IDR del soberano, la LT LC IDR del subnacional se limita a tres *notches* por encima del soberano. Si el perfil crediticio intrínseco del GLR está entre cuatro y cinco *notches* por encima de la LT LC IDR del soberano, la calificación del GLR se limita a dos *notches* por encima del soberano, y si el perfil crediticio intrínseco del GLR está entre dos y tres *notches* por encima de la LT LC IDR del soberano, la calificación del GLR se limita a un *notch* por encima del soberano. Si el perfil crediticio intrínseco del GLR está sólo un nivel por encima de la IDR del soberano, la IDR del GLR se mantiene limitada por el soberano.

Otras Implicaciones de Calificaciones

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 local, pero estarán topados por el Techo País. A esta última por lo general se le aplica el *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, negando 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 LT LC IDR del soberano toman la responsabilidad de éste último de financiar y monitorear a los municipios circunscritos, Fitch considera que la calificación del primero, en lugar que la del soberano, sirve como un límite para otras autoridades locales en el territorio de la región – aunque esto no implica en definitiva una compensación 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 el mismo país pueda mantenerse al corriente en sus obligaciones financieras. En dicho caso, los GLR aún podrían ser calificados con 'B-' si Fitch considera que es capaz de soportar un incumplimiento soberano. Fitch evaluaría cada caso según sus méritos. Sin embargo, los GLR tendrían que mantener un fuerte presupuesto, no necesitar refinanciación externa de su deuda en los siguientes dos años, y contar con suficiente liquidez disponible para no hacer frente a una quiebra inminente.

Anexo 2: Calificaciones Piso

Si existe un fuerte mecanismo de compensación horizontal (desde el mismo nivel de gobierno) y vertical (desde el gobierno central a los niveles inferiores de gobierno), y el soberano ha puesto en marcha medidas que controlan fuertemente las finanzas de los GLR y mecanismos de liquidez, Fitch puede introducir una calificación piso y la calificación de los GLR puede ser mayor que su perfil crediticio intrínseco, ya que habría una probabilidad alta de apoyo extraordinario.

Una calificación piso puede ser estática (por ejemplo, puesta en cierto nivel por debajo del LT LC IDR del soberano), dinámico (puesto en *notches* predefinidos por debajo del soberano y más arriba o más abajo, dependiendo de la IDR del soberano) o equiparada con el soberano. La existencia constante de una calificación piso se revisa regularmente para asegurarse de que los elementos que existían en el momento en el que se introdujo el piso siguen siendo válidos. Cualquier cambio al mecanismo compensatorio de financiamiento, el soporte de liquidez o la visión de la probabilidad de apoyo gubernamental pudiera resultar en un cambio en el nivel de la calificación piso o en su eliminación.

Anexo 3: Revisión de Pares

Regularmente Fitch lleva a cabo Revisiones de Pares Calificados. Estas Revisiones brindan a la agencia la oportunidad de evaluar formalmente a los emisores comparables en la etapa de un comité de calificación para asegurar que exista una consistencia adecuada en las razones financieras, el perfil de deuda y sus calificaciones relativas. Las Revisiones de Pares Calificados normalmente se llevan a cabo con los emisores dentro de un mismo MI, dado que el desempeño fiscal y la matriz de deuda serían más comparables para cierto nivel de calificación. Estas revisiones facilitan las comparaciones crediticias entre GLR seleccionados, sirven como puntos de referencia y proporcionan un mecanismo para una identificación temprana de las tendencias crediticias adversas o casos atípicos.

Además, Fitch puede llevar a cabo Revisiones Grupales de Pares sobre una base *ad hoc*. Estas Revisiones pueden incluir pares tanto calificados como no calificados. Las Revisiones Grupales de Pares facilitan la elaboración de investigaciones dirigidas y comentarios sobre la evolución de una industria o un sector.

Las Revisiones Grupales de Pares también facilitan las comparaciones crediticias precisas y significativas, así como la identificación y evaluación de temas comunes. Por lo tanto, el análisis no sólo se basa en los factores externos amplios o a nivel macro, sino también en las características específicas de cada país y MI.

Los grupos de pares se pueden construir de diferentes maneras y pueden incluir emisores agrupados por MI, país, niveles de gobierno, categoría de calificación o simplemente por un muestreo. Fitch sólo lleva a cabo una revisión de pares, cuando hay un número mínimo de pares para hacer una muestra (por lo general un mínimo de cinco pares).

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: WWW.FITCHRATINGS.COM. 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 LIDER 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 © 2016 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, 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 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 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, 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 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 pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. 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, suspendidas, 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 diseminación 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.