
Criterios y procesos de decisión para definir un rating.

Antonio Bellver y Myriam Fernández de Heredia
Standard & Poor's

Resumen

Una calificación crediticia es una opinión de una agencia independiente respecto de la calidad crediticia de un deudor, o de la calidad crediticia de un deudor con respecto a un título de deuda en particular u otra obligación financiera. En el transcurso de los años, las calificaciones crediticias han logrado una amplia aceptación por parte de los inversores como una herramienta conveniente que sirve para diferenciar la calidad crediticia entre distintos emisores. La consistencia e imparcialidad de las calificaciones permiten a los inversores evaluar una gran cantidad de emisiones de deuda con confianza y eficiencia, lo cual fomenta la liquidez del mercado primario y secundario.

El proceso para definir un *rating* es abierto y transparente y se basa en la información facilitada por la entidad analizada y otros organismos fiables. Tras analizar esta información, un comité internacional de expertos se reúne para debatir el nivel de *rating* de la entidad en base al informe presentado por el analista principal. Una vez tomada la decisión, se comunica al cliente y se publica. La calidad crediticia de una entidad se vigila constantemente, manteniendo un contacto periódico con el equipo directivo y controlando los principales factores de *rating*. Los criterios para definir un *rating* abarcan una gran variedad de factores económicos, administrativos y financieros, que están publicados en la metodología de Standard & Poor's.

Palabras clave: Calificación, agencia de calificación, análisis financiero, emisión de deuda, calidad crediticia.

Clasificación JEL: E44, G18

Abstract

A credit rating is an opinion on the general creditworthiness of an obligor, or the creditworthiness of an obligor with respect to a particular debt security or other financial obligation. Over the years credit ratings have achieved wide investor acceptance as convenient tools for differentiating credit quality. Based on independent and objective opinions, investors feel confident in their decision-taking process. Therefore, ratings contribute to improve the market performance and optimize the allocation of resources.

The rating process is transparent and based on the information provided by the rated entity and by official bodies. After an exhaustive analysis of the documents, the primary analyst present a rating report to an international committee of experts, which discuss and agrees on the adequate rating level. Once the decision has been taken, the management of the rated entity is informed about the result and the rating is published. The credit quality is continuously monitored thanks to a permanent contact with the management team of the entity. The criteria that are taken into account in the rating process include a large variety of economic, administrative and financial factors, which are public and clearly described in Standard & Poor's methodology.

Key words: Rating, rating agency, financial analysis, debt issue, creditworthiness.

JEL Classification: E44, G18

1.- Introducción: el rating y los mercados financieros.

Ante el actual dinamismo de los mercados financieros globales, los emisores y los proveedores de capital se enfrentan a un gran número de opciones de inversión. Elegir la opción correcta en el momento adecuado puede representar un enorme reto si no se cuenta con información crediticia confiable y objetiva. El *rating* contribuye a la transparencia informativa de los mercados ya que constituye una opinión respecto de la calidad crediticia de un deudor, o de la calidad crediticia de un deudor con respecto a un título de deuda en particular u otra obligación financiera. En ningún caso se trata de una recomendación para comprar, vender o mantener un título en particular, ni en una opinión acerca de la conveniencia de una inversión en particular. El *rating* tampoco es lo mismo que una auditoría, sino que se basa en la información brindada por el emisor junto con otras informaciones consideradas fiables.

En el transcurso de los años, las calificaciones crediticias han logrado una amplia aceptación por parte de los inversores como una herramienta conveniente que sirve para diferenciar la calidad crediticia entre distintos emisores. La transparencia que han aportado los *ratings* a los mercados de capital ha favorecido la emisión de deuda en los mercados nacionales e internacionales, proporcionando a los emisores la posibilidad de más amplia colocación de sus instrumentos de deuda. Por ello, contribuyen al libre movimiento de capital alrededor del mundo. La consistencia e imparcialidad de las calificaciones permiten, tanto a los inversionistas individuales como a los inversionistas institucionales evaluar una gran cantidad de emisiones de deuda con confianza y eficiencia, un importante estímulo para la liquidez del mercado primario y secundario. Adicionalmente, las calificaciones crediticias

desempeñan un papel esencial, al ayudar a los grandes inversionistas institucionales, tales como fondos de pensiones, bancos y compañías de seguros, a evaluar las opciones para sus portafolios de inversión. De hecho, muchas grandes instituciones operan bajo directivas fiduciarias, políticas internas o requisitos regulatorios que utilizan las calificaciones de las agencias para categorizar las decisiones crediticias.

En el caso de los gobiernos regionales y locales, el *rating* abre la posibilidad de acceder a los mercados de capital y diversificar las fuentes de financiación. Además, el *rating* constituye un elemento importante en la comunicación externa e interna de un gobierno local o regional: el dictamen objetivo por parte de una entidad de reconocido prestigio de la solvencia de un gobierno es un factor de transparencia. La opinión independiente de las agencias de *rating* constituye una apreciación global de la solvencia de un gobierno local o regional y permite facilitar las negociaciones entre los gobiernos y sus inversores, sobre la base de una referencia objetiva.

2.- Tipología:

a) Rating de los emisores y de las emisiones.

Con la reciente globalización de los mercados financieros, los inversores, acreedores y socios se enfrentan hoy en día a una gran cantidad de nuevos emisores y productos de inversión. Para ayudar a los participantes en el mercado a navegar a través de este complejo entorno, las agencias de calificación proporcionan *ratings* tanto para los emisores como para las emisiones.

Cada emisor calificado por la agencia recibe una calificación crediticia que define su solvencia crediticia general, aparte de su capacidad para cumplir con sus obligaciones individuales. Estas calificaciones crediticias de los emisores permiten hacer comparaciones directas de la solvencia crediticia de los distintos emisores alrededor del mundo. Como resultado, estas calificaciones proporcionan una clara estructura para la creciente comunidad de acreedores que buscan obtener una medida estándar de los riesgos de incumplimiento.

Las calificaciones crediticias de las emisiones, por el contrario, son asignadas a instrumentos o transacciones específicas. A menudo estas calificaciones incorporan el análisis de apoyo de terceras partes, colaterales, estructuras, antigüedad, consideraciones acerca de la recuperación final y otros factores específicos relacionados con las emisiones, más allá del alcance de aquellos relacionados con la calificación crediticia del emisor.

b) Rating de largo plazo y corto plazo.

El *rating* de largo plazo son evaluaciones con vista al futuro, diseñadas para que permanezcan estables a través del curso de los ciclos económicos normales. Estas calificaciones varían desde “AAA” (categoría más alta) hasta “D” (categoría más baja). Las calificaciones que van de “AA” a “CCC” pueden también incluir un signo de más (+) o de menos (-) para señalar posiciones relativas dentro de una determinada categoría. En concreto, las letras asignadas en el proceso de *rating* conllevan la siguiente evaluación de la calidad crediticia de la entidad:

- AAA: Capacidad extremadamente fuerte de honrar los compromisos financieros. Es la mejor calificación de riesgo.
- AA: Capacidad muy fuerte de honrar los compromisos financieros.
- A: Capacidad fuerte de honrar los compromisos financieros, pero en parte susceptible a condiciones económicas adversas y cambios en las circunstancias.
- BBB: Capacidad adecuada de honrar los compromisos financieros, pero más sujeta a condiciones económicas adversas.
- BBB-: (menos): Ésta es la última calificación antes del grado especulativo.
- BB: Menos vulnerable en el corto plazo, pero sujeta a la incertidumbre de condiciones de negocios, financieras y económicas adversas.
- B: Más vulnerable a condiciones financieras y económicas adversas, pero actualmente tiene la capacidad de cumplir con sus compromisos financieros.

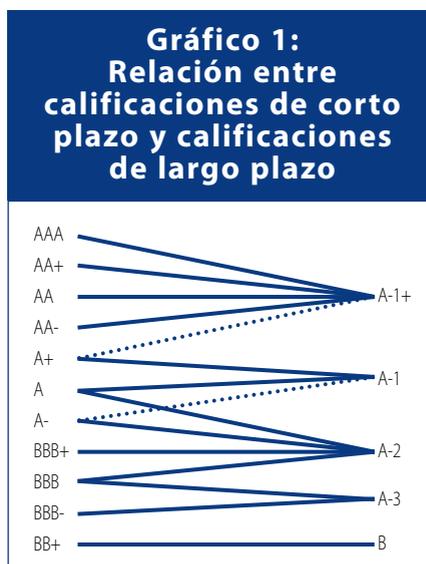
- CCC: Actualmente vulnerable y dependiente de condiciones financieras y económicas favorables para poder cumplir con sus compromisos financieros.
- CC: Actualmente altamente vulnerable.
- C: Se presentó a quiebra o tomó una medida similar, pero continúa pagando sus obligaciones financieras.
- D: Falta de cumplimiento de sus compromisos financieros.

Las calificaciones en las categorías 'AAA', 'AA', 'A' y 'BBB' son consideradas de grado de inversión por el mercado. Las calificaciones de las categorías 'BB', 'B', 'CCC', 'CC' y 'C' son consideradas con características especulativas significativas. Las calificaciones de 'AA' a 'CCC' pueden ser modificadas mediante el agregado de un signo más (+) o menos (-) con el fin de mostrar la calidad relativa dentro de las principales categorías de calificación.

Una calificación de corto plazo es una evaluación de la probabilidad de un pago oportuno de las obligaciones consideradas de corto plazo en los mercados relevantes. Las calificaciones de corto plazo se otorgan dentro de diversas categorías, las cuales oscilan entre 'A-1' para las obligaciones de mejor calidad y 'D' para la de más baja calidad. La calificación 'A-1' también puede ser modificada por un signo más con el fin de distinguirla de las instituciones más sólidas en dicha categoría.

Relación entre calificaciones de corto plazo y calificaciones de largo plazo.

Además, el *rating* constituye una opinión acerca de la posible evolución de la situación crediticia de la entidad en los próximos dos años mediante el tipo de "perspectivas". Una perspectiva "Estable" indica que es improbable que la califica-



ción crediticia cambie en los próximos años. Sin embargo, las perspectivas “positiva” y “negativa” refleja la presencia de cambios en los principales criterios de análisis, que podrían alterar el *rating* a la alza o a la baja.

c) Calificación en moneda local y extranjera.

Las consideraciones acerca de la moneda constituyen otro factor importante incorporado en la calificación tanto de la emisión como del emisor.

En la evaluación de emisiones específicas, los criterios que utiliza Standard & Poor’s para la calificación identifican los factores de riesgo adicionales en cada país que hacen que las deudas externas presenten mayor probabilidad de incumplimiento que las deudas locales. Para proporcionar una calificación fiable de la calidad crediticia de la emisión, Standard & Poor’s utiliza la denominación de la moneda de emisión, más que el mercado en el que se emite, para distinguir entre deuda externa y deuda nacional.

La distinción entre moneda local y moneda extranjera desempeña un papel importante en el proceso de calificación debido a que un gobierno soberano puede imponer impuestos e imprimir dinero denominado en su propia moneda. Estos poderes dan a la mayoría de los gobiernos soberanos una capacidad significativamente mayor para pagar la deuda en moneda local que en moneda extranjera. El pago en moneda extranjera, por el contrario, requiere la capacidad y la voluntad para generar u obtener las divisas extranjeras necesarias para cumplir con las obligaciones, consideraciones que incrementan el riesgo de pago.

Las distinciones entre moneda local y moneda extranjera se reconocen efectivamente cada vez que Standard & Poor’s asigna una calificación crediticia a una emisión de deuda. A nivel del emisor, la distinción se hace a través de calificaciones crediticias del emisor separadas, en moneda local y en moneda extranjera.

3.- Descripción del proceso de calificación.

Una calificación crediticia se basa en los principios de independencia, integridad e información -los mismos parámetros que sustentan la confianza de mercado y aceptación de nuestras calificaciones por parte de los inversores del mundo entero. Además, el proceso de calificación debe ser abierto y consistente en todos los diversos tipos de calificaciones y mercados. Se asigna una calificación sólo cuando se dispone de información adecuada y procedente de fuentes fiables. El proceso incluye análisis cuantitativos, cualitativos y legales. Se examinan los indicadores del negocio claves, tales como la industria de un emisor, las perspectivas de crecimiento y su vulnerabilidad al cambio tecnológico o medidas regulatorias. Para las calificaciones de gobiernos regionales y locales, los factores importantes incluyen no sólo a la fortaleza económica subyacente básica de la región, sino también el sistema político y el ambiente social.

Desde que la agencia de calificación recibe un pedido de calificación hasta que se publica y supervisa el *rating* de un gobierno regional o local, Standard & Poor's lleva a cabo el siguiente proceso:

1º - Equipo de análisis. La primera etapa del proceso de *rating* consiste en asignar un equipo analítico especializado en el *rating* de entidades locales y regionales españolas, y designa un analista principal que tiene la responsabilidad general de la dirección del proceso de calificación. Antes de un encuentro formal, el equipo revisará los estados financieros anteriores, las proyecciones financieras y de flujos de fondos, los documentos de la transacción, las opiniones legales que la respaldan y otros datos relevantes. Toda la información no pública brindada a la agencia de calificación se mantiene confidencial de manera acorde con nuestras políticas.

2º - Reunión con la administración. Después de la revisión inicial de la información suministrada, por lo menos dos analistas de Standard & Poor's se reúnen con el equipo gestor de la entidad para discutir la situación financiera y económica de la entidad, su política presupuestaria y otros factores que pudieran afectar a la calidad

crediticia. Esta reunión ayuda a los analistas a desarrollar la evaluación cualitativa que es vital para la decisión de calificación.

3º - Comité de rating. Después de reunirse con el equipo gestor de la entidad, los miembros del equipo de análisis presentan los resultados de su trabajo a un comité de *rating* compuesto por los analistas de más amplia experiencia de Standard & Poor's, pertenecientes a nuestra red mundial. Se examinan todos los factores relevantes respecto a la calificación en una discusión abierta e imparcial que tiene como resultado final la decisión de la calificación.

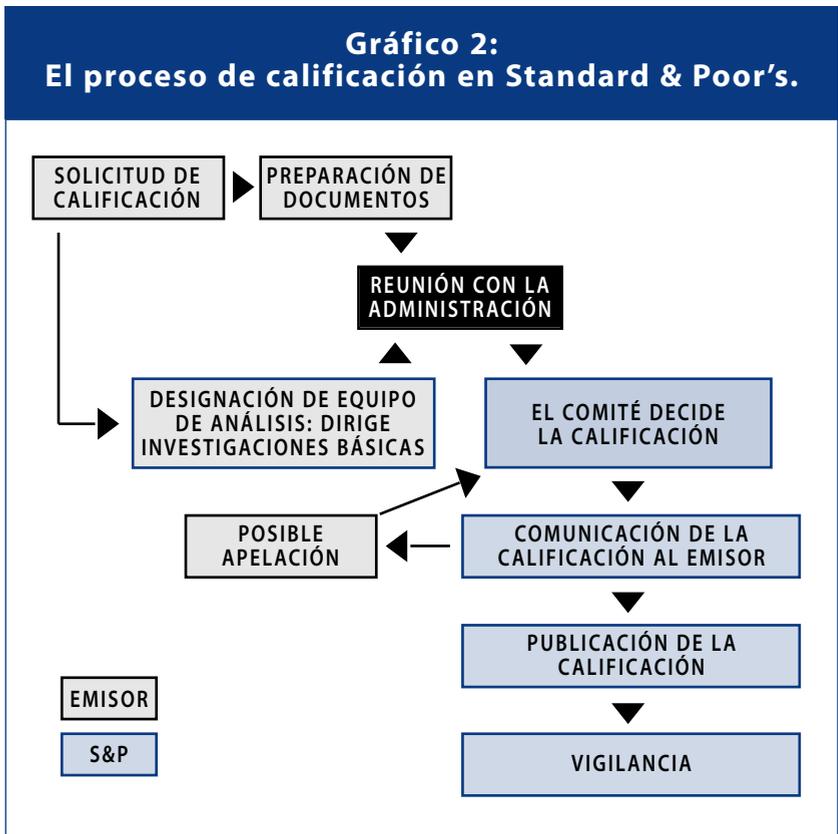
4º - Comunicación. Una vez que el comité de *rating* asigna una calificación, el analista comunica al emisor el *rating* otorgado así como los fundamentos en que los que se basa el mismo.

5º - Apelación. Si la calificación propuesta no cumple con las expectativas de la entidad, el proceso de calificación le permite apelar la decisión. Mientras dure la apelación, Standard & Poor's se abstiene de publicar la calificación hasta que el comité de *rating* evalúe cualquier nueva información presentada por el emisor. Sin embargo, no hay ninguna garantía de que la información adicional proporcionada en el proceso modificará la calificación inicial otorgada por el comité de *rating*.

6º - Publicación. Una vez que la entidad acepta el *rating*, la agencia de calificación lo da a conocer mundialmente a través de medios tanto electrónicos como impresos. Los mercados financieros reciben notificación inmediata de las actividades de calificación a través de *CreditWire*, el servicio de información electrónica en tiempo real de Standard & Poor's, distribuido a las principales agencias y a medios de información financieros y generales en todo el mundo. Se mantiene asimismo un servicio de información sobre los *ratings* por internet, para que así los inversores y otros interesados puedan obtener información sobre las calificaciones actuales según lo requieran. El *rating* debe basarse en una confianza absoluta entre la agencia de *rating* y la entidad calificada. Standard & Poor's no publica jamás una primera calificación sin el consentimiento formal de sus clientes. En ausencia de dicho consentimiento, la calificación permanece estrictamente confidencial.

7º - *Supervisión.* Standard & Poor’s realiza un seguimiento continuo de las calificaciones, así como de las últimas novedades financieras, legislativas o económicas. Además requerimos que las entidades calificadas nos notifiquen acerca de cambios significativos que pudieran afectar a la calificación. Asimismo se mantienen reuniones periódicas, al menos una vez al año, con el equipo directivo de las entidades para actualizar los datos financieros y económicos y conocer la evolución de su política financiera. En caso que los acontecimientos generen la posibilidad de cambios en el *rating*, podría incluirse en la lista de revisión especial, o se le podría modificar su perspectiva positiva o negativamente (*Credit Outlook*), dependiendo del momento y de la naturaleza de la revisión potencial.

**Gráfico 2:
El proceso de calificación en Standard & Poor’s.**



4.- Criterios de rating para gobiernos regionales y locales.

Standard & Poor's califica gobiernos regionales y locales en todo el mundo. La metodología de análisis es siempre la misma, y se centra en una serie de factores económicos y administrativos, en el sistema de financiación de cada entidad, en su situación y flexibilidad presupuestarias y en su posición financiera.

Economía.

Demografía.- El tamaño absoluto, la densidad, la tasa de crecimiento y la distribución por edad de la población se evalúan en virtud de su capacidad para influir en el crecimiento de los ingresos y en la demanda de servicios públicos en el futuro. Un aspecto importante de la demografía es el tamaño de la población dependiente, es decir, el segmento de población de menos de 15 años de edad o más de 65 años de edad. Estos grupos son los que demandan la mayor parte de los servicios proporcionados por las autoridades locales, tales como educación y salud, y son los segmentos que menos contribuyen a los ingresos. En general, el perfil demográfico ideal está representado por una población estable, que crece moderadamente con una población dependiente reducida. El tamaño de la población no es en sí una consideración, pero en algunos casos podría ser una medida de la diversificación económica. Por otra parte, en determinadas regiones donde el crecimiento de la población ha sido más acentuado (por una fuerte inmigración u otros factores demográficos), los gobiernos tienen que enfrentarse a mayores costes sociales, educativos o sanitarios, lo cual ha podido generar tensiones presupuestarias. El deterioro financiero consiguiente ha llegado a influir en el nivel de *rating* en algunos casos.

Estructura económica.- Esta parte del análisis se centra en la diversificación y prosperidad de la base económica local o regional para así poder evaluar el grado de estabilidad del crecimiento de los ingresos del gobierno. Los factores a considerar incluyen las características de la mano de obra, la composición del empleo y el grado relativo de riqueza. Los mejores indicadores históricos de la estabilidad de una base económica son las variaciones que a medio

plazo se han producido en el crecimiento del empleo, renta y gasto personal, así como el nivel de desempleo.

Uno de los objetivos del análisis es el de evaluar si el empleo está concentrado en pocos sectores o en ciertas empresas y, de ser así, evaluar la situación y perspectivas de los mismos. La concentración del empleo y de la producción implica una mayor vulnerabilidad a los ciclos económicos y a la posición competitiva de un determinado sector. Otra consideración es la prosperidad económica. En general, cuanto mayor es el nivel de renta per capita y la riqueza, mayor es la flexibilidad que tiene un gobierno para recaudar impuestos o restringir los servicios que presta. Standard & Poor's mide esta flexibilidad examinando los niveles de PIB y renta per capita.

Perspectivas de crecimiento.- Standard & Poor's evalúa las perspectivas de una economía sobre la base de las tendencias recientes en el empleo, la producción y la inversión, ajustándolas en base a cualquier cambio estructural o político reciente.

Estructura del Sistema y Administración.

Estructura intergubernamental.- Los *ratings* de los gobiernos locales y regionales tienen en cuenta la estabilidad y el grado de apoyo del sistema intergubernamental, factores que a menudo son de considerable importancia en una decisión sobre el *rating*.

Las transferencias intergubernamentales pueden ser una fuente de ingresos y/o una responsabilidad de gasto y, como tales, pueden aumentar o restringir la flexibilidad presupuestaria. La facultad de un gobierno de rango superior para determinar el nivel de gasto (o los estándares de servicio) de un gobierno de rango inferior sin la correspondiente transferencia de ingresos o de autoridad fiscal, es un factor definitivamente negativo. Las transferencias se evalúan en función de su tamaño, de la posibilidad de predicción de las mismas y de la flexibilidad con que pueden ajustarse a un cambio en las circunstancias.

El análisis incorpora cualquier mecanismo explícito de asistencia a los gobiernos que se enfrentan a dificultades financieras y la evidencia histórica de dicho apoyo. Salvo que se disponga de asistencia financiera predecible con anticipación suficiente frente a

una crisis financiera aguda, no se reconoce la existencia de ninguna garantía estatal al realizar el *rating*.

Equilibrio entre ingresos y gastos.- Otra consideración de la calificación es determinar si el gobierno local o regional tiene responsabilidades de gasto equiparables a su capacidad para generar ingresos. Esto exige evaluar hasta qué punto las facultades del gobierno para obtener ingresos y sus competencias de gasto están controladas o sujetas a las decisiones de gobiernos de rango superior o de la legislación local. En cuanto al gasto, el énfasis del análisis está puesto en la proporción del presupuesto que está sujeta a determinados estándares de provisión de servicios, así como en los gastos no discrecionales. Un último área de interés es la capacidad para obtener financiación.

Sistemas y políticas de administración.- El énfasis se pone en la consistencia y rigor de las políticas presupuestarias y financieras, demostrada a lo largo de varias administraciones, independientemente de su signo político. Otra consideración es la calidad de los informes financieros, de los documentos de planificación, y de los flujos de caja. La capacidad del gobierno para actuar rápidamente también se incorpora al *rating*. Un gobierno muy fragmentado o en el cual hay una brecha infranqueable entre las ramas ejecutiva y legislativa a menudo se consideran factores negativos.

Flexibilidad Fiscal y Ejecución Presupuestaria.

Analizar la ejecución presupuestaria implica revisar las tendencias de crecimiento de los ingresos y gastos, la flexibilidad para ajustar tanto unos como otros, y el nivel de desequilibrio presupuestario experimentado durante un período de cinco años.

Fuentes de ingresos y su flexibilidad.- La evaluación de la estructura de ingresos se centra en las fuentes principales, los cambios de su importancia en el tiempo y su grado de adecuación a la base económica. Un área clave de análisis es el potencial para generar mayores ingresos. La importancia de los límites legales para la obtención de ingresos se evalúa determinando la proporción de ingresos propios. En igualdad de circunstancias, una mayor proporción de ingresos propios sugiere una mayor flexibilidad de los mismos. Finalmente, la política del gobierno respecto a la utilización

de su capacidad para obtener ingresos adicionales se evalúa sobre la base de su comportamiento durante períodos de restricción presupuestaria.

Competencias de gasto, tendencias y flexibilidad de los mismos.- El análisis de los gastos se centra en la proporción de gastos discrecionales, en la voluntad política de frenar el gasto, y en la evolución del gasto en períodos de recesión económica. El gasto discrecional se define como aquellos gastos tanto corrientes como de inversión que no son esenciales para el correcto funcionamiento de la localidad. En general, hay un mayor margen para diferir gastos de capital, al menos en el corto plazo, de manera que un mayor porcentaje de gastos de capital normalmente implica un mayor grado de discreción. En cuanto a los gastos corrientes, el servicio de la deuda y los gastos de personal se consideran no discrecionales y su crecimiento en relación al tamaño del presupuesto se controla minuciosamente. La voluntad política para limitar o recortar gastos se discierne mediante un análisis del comportamiento en el pasado.

Ejecución presupuestaria y necesidades de financiación.- Al evaluar la ejecución presupuestaria, un factor importante lo constituye el nivel de las desviaciones entre las proyecciones presupuestarias iniciales y los resultados finales. Diferencias significativas y recurrentes ponen en cuestión lo adecuado de las técnicas de proyección, de los controles presupuestarios y de la capacidad y voluntad de la administración para realizar ajustes dentro del año. El superávit/déficit corriente mide la capacidad del gobierno para administrar sus actividades recurrentes y ayuda a identificar cualquier desequilibrio el ingreso y el gastos corriente. Déficits operativos persistentes indican que la base de ingresos es inadecuada para mantener el nivel de servicios del gobierno o que, por el contrario, la administración no cumple adecuadamente con la tarea de recaudar fondos suficientes. La mejor forma de medir la gestión prudente de las necesidades de inversión de un gobierno regional o local es estudiando a medio plazo el nivel de inversión que ha sido financiado con ahorro corriente o con transferencias de capital. La relación entre la necesidad de financiación neta y los ingresos totales indica el ritmo de acumulación de deuda en relación a los recursos disponibles para amortizarla.

Posición Financiera.

Tesorería.- La evaluación de la posición de tesorería de un emisor se centra en el grado de adecuación de los activos líquidos del gobierno, de sus políticas de inversión y de las líneas de crédito bancarias disponibles, para poder hacer frente a la estacionalidad de los ingresos y gastos. Este análisis tiene también en consideración el nivel de deuda a corto plazo, la deuda a tipo variable y las obligaciones o bonos con amortización 'bullet'. También se analizan el nivel medio y mínimo de reservas y saldos de caja en relación a los gastos totales y al servicio de la deuda. Una elevada proporción de deuda a corto plazo o deuda con un calendario de amortización irregular puede plantear un riesgo importante en ausencia de opciones de financiación adecuadas. Una correcta administración de la tesorería y su coordinación con la financiación a largo plazo a menudo reflejan la solidez de la gestión y controles presupuestarios.

Volumen de endeudamiento.- El volumen de endeudamiento se mide comparando el servicio anual de la deuda y el nivel de deuda a final de año con los recursos disponibles. Se usan varias definiciones de deuda, incluyendo la deuda directa y garantizada del gobierno y el volumen de deuda total, incluyendo la de empresas y organismos públicos que no se autofinancien. Se enfatizan los ratios de deuda directa sobre ingresos corrientes y de deuda pública total en relación al PIB y per capita. Finalmente, se evalúa minuciosamente la proporción de los ingresos necesarios para el servicio de la deuda, al igual que su evolución. El análisis de la gestión de la deuda se concentra en la estructura y composición de la misma incluyendo su vencimiento, denominación y sensibilidad a las variaciones de tipos de interés.

Otras obligaciones financieras no incluidas en el Presupuesto.- Una parte especialmente compleja del análisis se centra en los pasivos contingentes, que se definen como la deuda total del sector público, incluyendo todas las empresas públicas, y otras obligaciones contingentes. Temas clave son la probabilidad de que se tenga que hacer frente a las garantías prestadas y la necesidad de subvencionar a empresas públicas.

