

# Ciudad de Buenos Aires

13 de septiembre de 2022

Este reporte está basado en información provista a junio de 2022. Este reporte no constituye una recomendación para comprar, mantener o vender instrumentos. La información subsecuente podría resultar en la asignación de una calificación distinta a la calificación asignada.

#### CONTACTO ANALÍTICO PRINCIPAL

**Manuel Orozco**  
Director  
São Paulo  
(55) 11 3039-4819  
manuel.orozco@spglobal.com

#### CONTACTO ANALÍTICO SECUNDARIO

**Constanza Perez Aquino**  
Director Asociado  
Buenos Aires  
(54) 11 4891-2167  
constanza.perez.aquino@spglobal.com

	Calificación	Tendencia O Revisión Especial ( <i>CreditWatch</i> )
Calificación Institucional de Largo Plazo	raBBB-	Estable

  

	Vencimiento	Calificación	Tendencia O Revisión Especial ( <i>CreditWatch</i> )
Programa de Eurobonos a Mediano Plazo por US\$1.400 millones		raBBB-	Estable
CLASE 22	29 de marzo 2024	raBBB-	Estable
CLASE 23	22 de febrero 2028	raBBB-	Estable

## Definiciones de Calificación

Una entidad calificada con 'raBBB' tiene una capacidad adecuada para cumplir con sus obligaciones financieras en relación con otras entidades en el mercado nacional. Sin embargo, es más probable que condiciones económicas adversas o cambios circunstanciales lleven a un debilitamiento de la capacidad de la entidad para cumplir sus compromisos financieros.

Una obligación calificada 'raBBB' contempla parámetros de protección adecuados en relación con otras obligaciones en el mercado nacional. Sin embargo, es más probable que condiciones económicas adversas o cambios circunstanciales lleven a un debilitamiento de la capacidad del emisor para cumplir sus compromisos financieros sobre la obligación.

Las calificaciones crediticias comprendidas de la 'raAA' a la 'raCCC' podrán ser modificadas agregándoles un signo de más (+) o menos (-) para destacar su relativa fortaleza o debilidad dentro de cada categoría de calificación.

## Fundamentos

S&P Global Ratings afirmó las calificaciones de emisor de largo plazo en escala nacional de Argentina y de deuda de las emisiones de 'raBBB-' de la Ciudad de Buenos Aires. La tendencia se mantiene estable. La calificación de la Ciudad captura las condiciones socioeconómicas más sólidas en comparación con el resto de las provincias, una gestión financiera adecuada, un desempeño presupuestario generalmente equilibrado, así como niveles de deuda y servicio de deuda decrecientes. En los próximos 24 meses, el servicio de deuda de la Ciudad será bajo y, en su mayoría, denominado en moneda local, el cual financiará con sus niveles de liquidez adecuada y emisiones en el mercado local. Sin embargo, los mercados externos permanecen cerrados a la Ciudad, a pesar de su sólido historial de servicio de deuda, generando incertidumbre significativa sobre su capacidad para acceder a suficientes divisas extranjeras para enfrentar su perfil de servicio de deuda en moneda extranjera a largo plazo.

## Tendencia

La reciente reestructuración de la deuda de Argentina creó espacio fiscal y restricciones sobre el tipo de cambio estrictas pero estables, que se equilibran con los desafíos económicos aún significativos de Argentina. También esperamos que la Ciudad de Buenos Aires mantenga déficits menores después de los gastos de capital (capex) y que su deuda continúe disminuyendo.

### Escenario negativo

Podríamos bajar la calificación de la Ciudad de Buenos Aires en los próximos 12 meses si existieran restricciones cambiarias más estrictas que puedan afectar a la Ciudad y provincias. Podríamos bajar las calificaciones de largo plazo de la Ciudad en los próximos 12 meses si la inflación persistentemente alta y/o la una fuerte depreciación inesperada del peso argentino, empeoran estructuralmente su perfil financiero.

### Escenario positivo

Nuestras calificaciones de la Ciudad están limitadas por la calificación en escala nacional de Argentina ('raBBB-') y las restricciones cambiarias vigentes. Solo podríamos subir la calificación de la Ciudad si subimos la de Argentina como consecuencia de menores necesidades de financiamiento y mayor visibilidad del plan macroeconómico en los próximos años, y si se suavizan las restricciones cambiarias.

## Principales Factores de Calificación

### Marco Institucional

Evaluamos el marco institucional para los gobiernos locales y regionales (GLR) argentinos como muy volátil y sin recursos suficientes, lo que refleja nuestra percepción de la muy débil previsibilidad institucional y volatilidad del sistema intergubernamental, objeto de diversas modificaciones a las disposiciones fiscales y falta de consistencia por años, que dificultan la planificación financiera de los GLR y por ende, su calidad crediticia. El más reciente incidente de cambios estructurales fue la revisión inmediata en el coeficiente de coparticipación, que no tuvo una compensación total a través de nuevas fuentes de financiamiento, o menos responsabilidades de gasto. En nuestra opinión, esta debilidad junto a las restricciones en el mercado de divisas restringe las calificaciones de la Ciudad.

## Economía

La Ciudad de Buenos Aires tiene el PIB per cápita más alto entre los GLR de Argentina, estimado en US\$34.052 para 2022 (US\$12.932 para el soberano para el mismo año). La economía de la Ciudad permitió una mayor resiliencia fiscal que la de sus pares nacionales durante la recesión económica y mitigó los efectos de las transferencias intergubernamentales más bajas. Sin embargo, los desbalances macroeconómicos en Argentina siguen siendo significativos y pesan sobre sus expectativas de crecimiento. Después del repunte en 2021, esperamos que el crecimiento se mantenga dentro de un promedio de 2,4% durante 2022-2024.

## Administración Financiera

La administración de la Ciudad ha mantenido relativa estabilidad en sus prácticas y equipos técnicos durante los últimos periodos de gobierno. Si bien, el horizonte de planeación financiera es limitado debido a desafiantes condiciones financieras, los esfuerzos de la Ciudad se enfocan en contener la inercia de crecimiento de gasto de operativo, así como mantener una alta eficiencia recaudatoria. Los esfuerzos de contención del gasto, así como la capacidad para implementar nuevos impuestos, fueron elementos claves para sortear las presiones de gasto y caída de ingresos en 2020-2021, debido a la pandemia y un menor coeficiente de coparticipación.

El manejo de la deuda es prudente. En los últimos años, la Ciudad ha buscado financiar sus programas de inversión con deuda de largo plazo en moneda local o con Instituciones Multilaterales de Financiamiento, lo que ha resultado en un servicio de deuda manejable. Esto dicho, la deuda en moneda extranjera es aún representativa. Por lo tanto, la política de liquidez de la Ciudad están enfocados en la creación de “colchones” para hacer frente al incremento de servicio de deuda en moneda extranjera a partir de 2025.

Por último, y a diferencia de la mayoría de las Provincias, la Ciudad cumplió con todas sus obligaciones de deuda durante 2020-2021, extendiendo su historial de calidad crediticia.

## Desempeño Presupuestal

En nuestra opinión, la Ciudad de Buenos Aires seguirá reportando sólidos resultados fiscales gracias a su economía local más próspera que la de las provincias argentinas. Esperamos que la Ciudad alcance superávits operativos en torno al 11% de los ingresos operativos y pequeños déficits después de gasto de inversión durante 2022-2024. A junio de 2022, el superávit operativo era de 26,3% de los ingresos operativos (8,3% en junio de 2021) y un superávit después de gasto de capital del 19,2% del total de los ingresos.

Nuestro escenario base asume que los ingresos tributarios y las transferencias seguirán aumentando en línea con el crecimiento del producto bruto interno (PBI) nominal. Asumimos también que las medidas extraordinarias implementadas en 2021 para compensar en parte la reducción de las transferencias de coparticipación del gobierno nacional, continuarán durante el periodo proyectado. Estas incluyen un impuesto a las transacciones con tarjetas de crédito y la eliminación de excepción tributaria a las ganancias financieras de LELIQS (un instrumento de deuda del Banco Central de Argentina).

En un contexto de inflación galopante, esperamos que continúen las demandas de mayores salarios, más allá del incremento salarial de 60% en el sector público de la Ciudad negociado para 2022. A su vez, en nuestro escenario base reflejamos un aumento los niveles de gasto de capital como porcentaje de los gastos totales a 16% para 2024, desde el mínimo reciente de 11% y 12% en 2020 y 2021, respectivamente, debido a la pandemia y a la recesión.

## **Liquidez**

Esperamos que la liquidez de la Ciudad sea más que suficiente para cubrir el bajo servicio de deuda durante los próximos 12 meses. Esto dicho, nuestra evaluación de liquidez pudiera ser vulnerable a las volátiles condiciones macroeconómicas que pudieran afectar los niveles de flujo de efectivo de la Ciudad. Además, esperamos una eventual caída en la cobertura de servicio de deuda, dado el vencimiento parcial de su bono internacional en 2025.

Evaluamos como satisfactorio el acceso de la Ciudad a la liquidez externa, como resultado de un historial de cumplimiento de todas sus obligaciones de deuda, incluso en medio de la pandemia y la recesión (a diferencia de la mayoría de las provincias), y considerando que el servicio de la deuda denominado principalmente en moneda nacional en los próximos dos años. Además, el mercado de deuda doméstico se ha mantenido líquido para la Ciudad y las provincias, dado que los inversionistas locales buscan diversificarse de las tenencias de deuda del gobierno nacional.

## **Deuda**

Esperamos que los acotados déficits fiscales de la Ciudad sean parcialmente financiados con acceso a Multilaterales y el mercado de deuda doméstico. Esto dicho, una depreciación del peso argentino significativamente por debajo de las tendencias de inflación nos lleva a estimar que los niveles de deuda de la Ciudad continuarán disminuyendo hacia 20% de los ingresos operativos en 2024. La carga de intereses promediará 5% de los ingresos operativos durante 2022-2024.

La Ciudad no tiene vencimientos significativos hasta marzo de 2024 (vencimiento total del bono Clase 22 en moneda local) y junio de 2025 (vencimiento parcial del bono tango en moneda extranjera).

Nuestra evaluación continua capturando la exposición del perfil de deuda a moneda extranjera de la Ciudad Buenos Aires. Representando un 70% de la deuda total, una fuerte depreciación del peso provocaría incrementos significativos de la deuda en términos nominales y como porcentaje de los ingresos operativos.

## Último Informe de Calificación – 22 de junio de 2022

	Calificación	Tendencia O Revisión Especial ( <i>CreditWatch</i> )
Calificación Institucional de Largo Plazo	raBBB-	Estable

	Vencimiento	Calificación	Tendencia O Revisión Especial ( <i>CreditWatch</i> )
Programa de Eurobonos a Mediano Plazo por US\$1.400 millones		raBBB-	Estable
CLASE 22	29 de marzo 2024	raBBB-	Estable
CLASE 23	22 de febrero 2028	raBBB-	Estable

## Síntesis Metodológica de Calificación

[Metodología de S&P Global Ratings para calificar gobiernos locales y regionales fuera de Estados Unidos](#)

## Fuentes de Información

Información suministrada por la Ciudad de Buenos Aires durante el proceso de calificación.

- Leyes de Presupuestos del 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022 disponibles en la página web del Ministerio de Hacienda y Finanzas (<https://www.buenosaires.gob.ar/haciendayfinanzas/p/resupuesto>)
- Pactos Fiscales, Acuerdos Nación-Provincias, Ley de Responsabilidad Fiscal y Programa de Financiamiento Ordenado.
- Ejecuciones presupuestarias disponibles en la página web del Ministerio de Hacienda y Finanzas (<https://www.buenosaires.gob.ar/economiayfinanzas/c/ontaduria/informacion-contable>) correspondientes a los ejercicios finalizados el:
  - 31 de diciembre de 2015
  - 31 de diciembre de 2016
  - 31 de diciembre de 2017
  - 31 de diciembre de 2018
  - 31 de diciembre de 2019
  - 31 de diciembre de 2020
  - 31 de diciembre de 2021
  - 30 de junio de 2022
- Stock de deuda y servicio de deuda disponible en la página web del Ministerio de Hacienda y Finanzas

(<https://www.buenosaires.gob.ar/haciendayfinanzas/cr-edito-publico/stock-y-perfil-de-vencimientos>) al:

31 de diciembre de 2015

31 de diciembre de 2016

31 de diciembre de 2017

31 de diciembre de 2018

31 de diciembre de 2019

31 de diciembre de 2020

31 de diciembre de 2021

30 de junio de 2022

- Información publicada en el Ministerio de Hacienda y Finanzas.  
(<https://www.buenosaires.gob.ar/haciendayfinanzas/>)
- Información publicada por la Dirección General de Estadística y Censo  
(<https://www.estadisticaciudad.gob.ar/eyc/>)
- [Comisión Nacional de Valores](#)

## Servicios Afines

Los Servicios Afines provistos por S&P Global Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo son publicados en su página web, para verlos haga clic [aquí](#).

## Definición de Incumplimiento

Una obligación calificada con 'D' se encuentra en default o en violación de una promesa imputada. Para los instrumentos de capital no híbrido, la categoría de calificación 'D' se aplica cuando los pagos de una obligación no se realizaron en la fecha de vencimiento, a menos que S&P Global Ratings considere que dichos pagos se cubrirán dentro de los próximos cinco días hábiles en ausencia de un periodo de gracia establecido o bien dentro del periodo de gracia establecido o los próximos 30 días calendario, lo que suceda primero. La calificación 'D' también se usará cuando el emisor se declare en quiebra o cuando tome alguna acción similar y cuando el incumplimiento de una obligación es una certeza virtual, por ejemplo, debido a provisiones de suspensión automática. La calificación de una obligación se baja a 'D' si está sujeta a una reestructura de deuda en condiciones desventajosas (*distressed*).

Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (en general, S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes de S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P no son responsables de errores u omisiones (por descuido o alguna otra razón), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES DE S&P DENIEGAN TODAS Y CUALQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes de S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros estudios, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (descrito abajo) no son recomendaciones para comprar, mantener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde está registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza actividad de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Las publicaciones relacionadas con calificaciones pueden publicarse por diversas razones que no dependen necesariamente de una acción por parte de los comités de calificación, incluyendo, pero sin limitarse, a la publicación de una actualización periódica de una calificación crediticia y análisis relacionados.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación asignada en otra jurisdicción para ciertos propósitos regulatorios, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes de S&P no asumen ningún deber u obligación derivado de la asignación, retiro o suspensión de tal reconocimiento así como cualquier responsabilidad respecto de daños en los que presuntamente se incurra como resultado de ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos. S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, normalmente de parte de los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web, [www.spglobal.com/ratings/es/](http://www.spglobal.com/ratings/es/) (gratuitos) y en [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) (por suscripción) y podrían distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.spglobal.com/usratingsfees](http://www.spglobal.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.

La escala nacional de calificaciones para la República Argentina utiliza los símbolos globales de S&P Global Ratings con la adición del prefijo 'ra' (República Argentina) y está dirigida al mercado financiero argentino, no siendo directamente comparable con la escala global de calificaciones de S&P Global Ratings. La escala completa está disponible en <https://www.spglobal.com/ratings/es/>

S&P Global Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo, Registro CNV N°5, una unidad de S&P Global Ratings, Leandro N. Alem 815, Piso 3° (C1001AAD), Buenos Aires, Argentina. Prohibida su reproducción total o parcial.

# Anexo I: Estadísticas Financieras / Información Contable Comparativa

Al 31 de diciembre  
Millones de ARS

CIUDAD DE BUENOS AIRES – Estadísticas financieras

	Junio 2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Ingresos operativos	500.950	677.074	433.139	353.076	249.934	180.282	128.692
Gastos operativos	369.387	614.899	420.388	298.876	207.135	156.907	118.489
Balance operativo	131.563	62.175	12.752	54.200	42.799	23.375	10.204
Balance operativo (% de los ingresos operativos)	26,26	9,18	2,94	15,35	17,12	12,97	7,93
Ingresos de capital	6.090	3.858	5.860	13.257	6.781	3.213	872
Gastos de capital (capex)	40.341	89.527	50.797	72.348	51.250	40.310	25.712
Balance después de capex	97.312	(23.514)	(32.186)	(4.891)	(1.669)	(13.722)	(14.636)
Balance después de capex (% de los ingresos totales)	19,19	(3,45)	(7,33)	(1,34)	(0,65)	(7,48)	(11,3)
Deuda repagada	30.538	29.413	14.633	17.387	9.823	17.116	12.724
Balance después del repago de la deuda y de préstamos	66.773	(52.929)	(46.819)	(22.278)	(11.492)	(30.838)	(27.360)
Balance después del repago de la deuda y de préstamos (% de los ingresos totales)	13,17	(7,77)	(10,66)	(6,08)	(4,48)	(16,81)	(21,1)
Créditos brutos	2.010	23.753	47.152	19.033	12.590	28.814	21.605
Balance después de créditos	68.783	(29.174)	333	(3.245)	1.098	(2.024)	(5.755)
Balance después de créditos (% de los ingresos totales)	13,57	(4,28)	0,08	(0,9)	0,43	(1,10)	(4,4)
Capex (% de los gastos totales)	9,85	12,71	10,78	19,49	19,83	20,44	17,8
Crecimiento de los ingresos operativos (%)	74,00	56,32	22,68	41,27	38,64	40,09	59,0
Crecimiento de los gastos operativos (%)	52,60	46,27	40,66	44,29	32,01	32,42	54,2
Deuda directa (deuda pendiente al cierre del año)	263.931	272.591	252.620	173.042	104.472	65.051	47.172
Deuda directa (% de los ingresos operativos)*	23,4	40,26	58,32	49,01	41,80	36,08	36,7
Intereses (% de los ingresos operativos)	5,25	7,57	8,33	8,8	5,7	3,74	3,5
Servicio de la deuda (% de los ingresos operativos)	11,34	13,15	11,71	13,7	9,66	13,23	13,4

\* Deuda directa a junio como porcentaje de los ingresos operativos estimados al cierre de 2022.



## Anexo II: Glosario

1. **Ingresos operativos.** Ingresos recurrentes que recibe un gobierno local regional (GLR). Los ingresos operativos incluyen impuestos e ingresos como transferencias, subsidios operativos, ingresos por multas, tarifas, rentas, y otras fuentes de las que el GLR obtiene ingresos. No incluyen ingresos de capital, como subsidios de capital ni recursos de las ventas de activos, ni cualquier ingreso de fondos prestados.
2. **Ingresos operativos ajustados.** Ingresos operativos ajustados por ítems significativos que no sean efectivo o que se transfieren, cuando lo consideremos relevante.
3. **Ingresos operativos consolidados.** Ingresos operativos de un GLR y sus ingresos comerciales (que incluyen comisiones (fees) y ventas, entre otros), generados por las ERG no financieras (cuya deuda incluimos en la deuda del GLR con respaldo fiscal o en sus pasivos contingentes). Restamos de los ingresos de las ERG sumas materiales que provienen del propio GLR, como subsidios o contratos de servicio.
4. **Ingresos totales ajustados.** Suma de los ingresos operativos ajustados e ingresos de capital para un periodo presupuestal determinado.
5. **Gastos operativos.** Corresponden a los costos de operación de un GLR, su administración, y la prestación de servicios a la población, directamente o a través de otros organismos públicos, así como los pagos de interés.
6. **Gastos operativos ajustados.** Gastos operativos ajustados por ítems reportados que no corresponden a flujos reales de efectivo (provisiones, depreciación) o determinadas transferencias.
7. **Balance operativo.** Es igual a los ingresos operativos ajustados menos los gastos operativos ajustados.
8. **Gastos de inversión.** Normalmente cubren la reparación y reemplazo de la infraestructura existente y el desarrollo de la nueva infraestructura.
9. **Ingresos de capital.** Comprenden principalmente los recursos de las ventas de activos y transferencias para gasto de capital.
10. **Balance después de las cuentas de capital.** Resultado de la suma de los ingresos de capital y la resta de los gastos de capital del balance operativo.
11. **Efectivo total de libre disposición.** La posición de efectivo total disponible suma el efectivo ajustado, activos líquidos, balance después del gasto de capital, intereses, préstamos de otros niveles de gobierno (cuando sea apropiado) y el financiamiento de corto y largo plazo ya contratado y disponible para cubrir el gasto durante los siguientes 12 meses.
12. **Efectivo ajustado.** El efectivo ajustado incluye el efectivo reportado al inicio del año fiscal, ajustado con base en los montos que no están totalmente disponibles para el servicio de la deuda dentro de los próximos 12 meses y con base en los montos que esperamos para fondear gasto o repago de deuda más allá de los próximos 12 meses.
13. **Activos líquidos.** Los activos líquidos incluyen activos no restringidos que están disponibles para cubrir el servicio de la deuda durante los siguientes 12 meses, es decir, excluyen los activos por vender que ya se han considerado como ingresos de capital en nuestro balance prospectivo después de las cuentas de capital.
14. **Deuda con respaldo fiscal.** Suma de los siguientes elementos:
  - Deuda directa del GLR;
  - Deuda de las ERG no financieras (garantizada o no), cuando 1) Consideramos que es muy alta la probabilidad de que el GLR dará respaldo a la ERG en caso de estrés, y 2) La ERG necesita, o esperamos que necesitará en el futuro previsible; y
  - Deuda garantizada.
15. **Pagos de intereses.** Corresponden al monto de los intereses pagados en un periodo presupuestal determinado, incluyendo el componente de intereses de arrendamientos, PPP y titulizaciones, cuando sea relevante.
16. **Servicio de deuda.** Es igual a los pagos de intereses más el monto del principal repagado en un periodo determinado del presupuesto, incluyendo el componente de pago de arrendamientos, PPP y titulizaciones, cuando corresponda, así como deuda de corto plazo repagada durante ese periodo.
17. **Deuda directa.** Comprende la deuda financiera de largo y corto plazo que asume directamente el deudor --préstamos, bonos, créditos y, cuando sean importantes, las obligaciones de arrendamiento capitalizadas. También comprende la deuda de las PPP y titulizaciones cuando evaluamos que la principal motivación para el GLR es lograr un tratamiento fuera de balance y cuando es aparente que no se transfieren riesgos significativos

al sector privado, lo que hace que el pago de PPP sea más similar al pago de deuda. Excluye la deuda garantizada y la deuda de las ERG. Incluye la deuda que se sirve a través de subsidios provenientes de otros niveles de gobierno, a menos que la obligación legal para servir esta deuda se transfiera a otros niveles de gobierno.

18. **Deuda garantizada.** Deuda financiera para la que los pagos del principal y de intereses son responsabilidad del GLR (como garante), si el deudor que es el responsable principal no paga la deuda. Cuando un GLR está pagando la deuda que garantiza o esperamos que la pague, entonces incluimos el monto garantizado en la deuda del GLR con respaldo fiscal, independientemente de que esté relacionada o no con las ERG. Cuando no incluimos la deuda garantizada en la deuda con respaldo fiscal, la incorporamos a los pasivos contingentes.