

Manual de Procedimientos para la Calificación de Riesgo de Gobiernos Sub-Soberanos¹

Ursula Cassinerio

Associate Analyst

+54.11.5129.2645

ursula.cassinerio@moody.com

INTRODUCCIÓN

El presente manual de procedimientos proporciona una descripción sobre el enfoque y metodología de Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A. (en adelante, "Moody's") para la calificación de gobiernos locales y regionales ("RLG" por sus siglas en inglés) o sub-soberanos, como así también para la calificación de las emisiones de instrumentos de deuda de corto y/o largo plazo.

Las calificaciones de los gobiernos locales y regionales son asignadas basadas en dos factores clave: la solidez financiera intrínseca del gobierno (BCA, del inglés Baseline Credit Assessment) — y la probabilidad de respaldo extraordinario por parte de otra entidad en caso de presentarse una situación de estrés de liquidez extrema. Estos factores forman parte de nuestro enfoque del Análisis de Impago Conjunto (JDA, del inglés Joint Default Analysis), explicado más adelante. La publicación de esta metodología de calificación no ocasiona cambios de calificación.

Los procedimientos de calificación consisten en una serie de factores a ser aplicados por la calificadora para evaluar la RLG. Moody's confía en la información provista por el emisor e información confiable de terceras fuentes para asignar sus calificaciones; no llevamos a cabo una auditoría sobre los emisores.

Las calificaciones de riesgo de Moody's deberán interpretarse únicamente como declaraciones de opinión y no declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, vender o mantener cualquier título valor.

Estos procedimientos de calificación no constituyen un tratamiento exhaustivo de todos los factores de calificación que consideramos ni tienen como fin cubrir todos los aspectos de un RLG que los comités de calificación tienen en cuenta en cada calificación.

¹ Las Calificaciones de Riesgo serán asignadas por Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A.

PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN:

Se analizarán en conjunto los siguientes factores, indicadores y pasos integrantes del proceso de calificación, pudiendo la calificadora efectuar ajustes en las fórmulas de cálculo de los mismos, en la calificación final de cada factor o no discutirlo en el reporte por perder sentido económico o relación con la calificación de riesgo otorgada:

Evaluación del análisis de Riesgo de Crédito Base

El primer paso para asignar una calificación a un gobierno local consiste en determinar la evaluación de la solidez crediticia o BCA. La evaluación del BCA constituye una opinión sobre la fortaleza intrínseca de los emisores sin tomar en cuenta el apoyo extraordinario que pudiera provenir de un gobierno². En la BCA incorporamos los subsidios anuales que constituyen un apoyo constante en lugar de extraordinario y, por lo tanto, se consideran intrínsecos a la solidez financiera de un emisor en particular.

Las evaluaciones de BCA se expresan en minúsculas en una escala alfa-numérica que corresponde a las calificaciones alfa-numéricas de la Escala Global de largo plazo de Moody's, es decir, aaa representa el riesgo equivalente a Aaa, aa1 es equivalente a Aa1, etc.

Para determinar la BCA de un sub-soberano, comenzamos por evaluar el riesgo crediticio específico del RLG individual para determinar su riesgo idiosincrásico. Posteriormente combinamos este riesgo idiosincrásico con una evaluación del riesgo sistémico con base en la calificación de los bonos del país correspondiente:

Paso 1: Evaluar la puntuación de riesgo idiosincrásico del scorecard

Paso 2: Evaluar el riesgo sistémico con base en la calificación de los bonos soberanos

Paso 3: Determinar la puntuación del BCA con base en la matriz de combinación del riesgo idiosincrásico con el riesgo sistémico

Paso 4: Considerar cualquier factor adicional relevante y asignar la evaluación BCA

Paso 1: Evaluar la puntuación de riesgo idiosincrásico

El riesgo idiosincrásico mide la fortaleza crediticia de la entidad misma.

Factor 1: Fundamentos Económicos

Por qué es importante

La capacidad de un RLG de dar servicio a su deuda depende, entre otros factores, de la suficiencia y confiabilidad de sus ingresos futuros. Estos ingresos están ligados, cuando menos en parte, a la capacidad de la economía local para generar los ingresos necesarios para los programas y servicios que provee.

Adicionalmente, los niveles relativos de riqueza dentro de un país pueden estar distribuidos de manera desigual, reflejando concentraciones regionales de la actividad económica. Estas diferencias pueden influir en la capacidad fiscal de los gobiernos subsoberanos. El desempeño económico en relación a los pares nacionales, afecta tanto la capacidad del RLG para generar ingresos propios como su dependencia en las transferencias fiscales. En general, se

² Gobierno incluye gobiernos locales, regionales y nacionales.

espera que una región con mayor riqueza tenga una base fiscal más productiva y, por ende, podría generar más fácilmente los ingresos propios necesarios.

Aun tratándose de un RLG cuyos ingresos derivan principalmente de transferencias fiscales, la economía local y la composición de la población son características clave que determinan sus necesidades de gasto. Por ejemplo, una región con población en edad avanzada puede enfrentar mayor presión de gasto en salud, mientras que una región que experimenta una expansión económica con mayores oportunidades de trabajo puede experimentar un rápido crecimiento de la población, lo que genera una mayor demanda de servicios y requiere de costosas obras de mejora de infraestructura.

Al considerar el impacto que tienen los fundamentos económicos sobre la capacidad de servicio de la deuda, analizamos el perfil económico del RLG, y lo comparamos con otras regiones pudiendo utilizar medidas de producción, diversidad económica y desempeño del mercado laboral, y determinamos las expectativas del desempeño futuro. Considerando que todo lo demás es constante, esperamos que una economía grande y diversificada tenga mejor capacidad para soportar dificultades económicas en el largo plazo, que una que es pequeña y altamente concentrada.

Muchas de las medidas de desempeño económico que utilizamos no están disponibles universalmente, o no son comparables universalmente. Las tasas de desempleo, por ejemplo, frecuentemente se calculan de manera diferente en distintos países. Cuando nos encontramos con este tipo de problema con la información, Moody's utiliza fuentes de información que son comparables local o regionalmente. Las comparaciones que se obtienen no son universales, pero aun así son útiles.

Factor 2: Marco institucional

Por qué es importante

El marco institucional abarca los acuerdos que determinan la relación entre gobiernos y da forma a los poderes y responsabilidades de los RLG. Este factor toma en cuenta las responsabilidades de política pública de los RLG y la suficiencia de sus poderes fiscales para cumplirlas. También considera la forma en que se pueden alterar estas responsabilidades y poderes, ya sea por parte de una entidad de mayor jerarquía o por el RLG mismo.

Se puede analizar las leyes, regulaciones y prácticas que dan forma a las responsabilidades de servicio y poderes de generación de ingresos de los RLG. Esto influye en la previsibilidad y estabilidad de las responsabilidades fiscales y la medida en que el RLG se encuentra restringido por fuerzas externas sobre las cuales sólo ejercen limitado control. También afectan la medida en la que el gobierno puede determinar la naturaleza y nivel de los impuestos y tarifas a ser impuestas y si puede depender de un flujo estable y predecible de transferencias fiscales.

La estructura y flexibilidad que ofrece el marco existente, la capacidad para modificar el marco en respuesta a necesidades cambiantes y la forma en que se llevan a cabo dichos cambios – a paso moderado o de manera apresurada e impredecible – son todos factores relevantes. Las evaluaciones más altas son el resultado de responsabilidades de ingresos y gastos claramente definidos y predecibles, una mayor flexibilidad fiscal, mayor capacidad de respuesta ante necesidades cambiantes y un proceso de cambio que da la oportunidad a los RLG de preparar una transición adecuada a sus nuevas circunstancias.

También se puede considerar el alcance y la eficacia de la fiscalización que ejercen muchas entidades gubernamentales superiores respecto de la evolución fiscal del gobierno local o regional. La fiscalización es susceptible de adoptar varias formas, entre ellas: los estándares de servicios, la facultad de aprobar el presupuesto, las restricciones en cuanto a la facultad para endeudarse, los requisitos de información y la facultad de llevar a cabo auditorías. Incluso es posible que el estamento estatal superior designe a un administrador para que, en determinadas circunstancias, se haga cargo de los asuntos financieros del gobierno local o regional. La existencia de una fiscalización más eficiente normalmente genera evaluaciones mejores y más alineadas para un país.

Nuestra evaluación del riesgo crediticio base también incorpora las transferencias fiscales continuas que provienen del gobierno superior. En algunos casos, el sistema de transferencias es altamente flexible y puntual y, cuando existe esta flexibilidad, tomamos en cuenta la capacidad de respuesta de las transferencias ante circunstancias cambiantes como parte de la puntuación del riesgo idiosincrásico, y no como ejemplos de apoyo extraordinario.

Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Endeudamiento

Por qué es importante

El desempeño financiero es producto de las decisiones acumuladas de las autoridades con respecto a la estructura de ingresos y base de gastos de un RLG, así como del entorno económico en el que opera dicho gobierno. La capacidad de un RLG para implementar decisiones sobre política pública que generan resultados fiscales positivos o equilibrados, y que mejoran la solidez financiera a largo plazo, se considera un factor crediticio positivo clave.

Hacemos esta evaluación al analizar los indicadores del desempeño fiscal reciente y proyectar su desempeño a mediano plazo. Buscamos determinar si los ingresos recurrentes cubrirán los compromisos de gasto que se tienen, dadas las políticas existentes y las tendencias demográficas y perspectiva económica esperadas. Revisamos ambos lados del presupuesto; ingresos y gastos. También revisamos los antecedentes para ver si el gobierno tiene suficiente flexibilidad – y la ejerce – para ajustar los impuestos y gastos cuando se requiere para restablecer el equilibrio fiscal.

Al tomar en cuenta los ingresos, evaluamos el alcance de los poderes del gobierno para establecer impuestos y su efectividad al ejercer dichos poderes. Por el lado de los gastos, consideramos no sólo el total y su tasa de crecimiento, sino también los impulsores de dicho crecimiento. Las responsabilidades de servicio pueden variar sustancialmente entre jurisdicciones.

También podemos evaluar la situación financiera de un gobierno al analizar su liquidez y administración de efectivo. Esto incluye evaluar la protección que generan sus saldos de efectivo y, en la mayoría de los casos, su acceso a fuentes de liquidez internas y externas para poder cumplir con sus necesidades de flujo de efectivo. Revisaríamos, por ejemplo, el flujo libre de efectivo y los activos líquidos no restringidos que están disponibles para cubrir obligaciones de corto y largo plazo. También tomamos en cuenta el monto de cualquier cuenta por pagar vencida o el uso de mayores cuentas por pagar a proveedores para cumplir con las necesidades de liquidez.

El perfil de deuda del gobierno incluye el volumen de deuda, la carga que representa, su estructura y composición, así como las tendencias históricas y las futuras necesidades de endeudamiento. Todos estos aspectos son factores determinantes de la calidad crediticia. Nuestra evaluación de la deuda pública requiere analizar el marco jurídico para la emisión y el pago de la deuda, así como los límites establecidos sobre el volumen o la estructura de la deuda.

Moody's asocia el nivel de deuda del gobierno con medidas relativas a la capacidad de pago, tales como el volumen del flujo de ingresos del gobierno, el producto económico de la jurisdicción medido por el PIB.

La estructura de la deuda es otro de los indicadores que compone su perfil. Cuando los pagos de capital se amortizan con el tiempo, nuestro análisis se centra en la capacidad del emisor de hacer frente a los pagos de la deuda (capital e intereses) con ingresos corrientes. También podemos analizar el calendario de vencimientos, las necesidades del gobierno de refinanciar su deuda en el tiempo y la probabilidad de que éste recurra al mercado.

Otro de los aspectos que compone la estructura de la deuda es la dependencia relativa en lo que respecta a la deuda a corto plazo y a tasa variable. Como en el caso de la deuda con pago único al vencimiento, dicha dependencia requiere que se analicen los riesgos de refinanciar y de acceso al mercado. También conlleva cuestiones relacionadas con la exposición del emisor al riesgo de los tipos de interés y su capacidad para adaptarse a fluctuaciones negativas de los mismos. Para gobiernos que se apoyan fuertemente en calificación de deuda de corto plazo o variable, nuestro análisis considera escenarios de tensión más complicados al evaluar si el flujo de ingresos es suficiente para hacer frente a los pagos de la deuda variable.

Para evaluar la calidad crediticia, también se puede tomar en cuenta las leyes que gobiernan los usos para los que se puede emitir deuda, el monto del endeudamiento que puede tomarse legalmente, y la estructura de la deuda. Reconocemos que las restricciones legales pueden representar un serio o únicamente un modesto impedimento para tomar endeudamiento. Aun en los casos en los que estos límites impiden la emisión de deuda, los gobiernos pueden ser muy creativos para encontrar la forma de sacarles la vuelta.

En muchas jurisdicciones (por ejemplo el gobierno estadual y local de México), la ley establece que el gobierno local o regional puede obtener préstamos únicamente para efectuar inversiones, pero no para cubrir un déficit operativo. Sin embargo, muchos gobiernos que necesitan esta forma de financiarse, encuentran la forma de obtenerla, a pesar de esta restricción. (De hecho, los gobiernos pueden sortear los límites de deuda impuestos sobre ellos mediante operaciones similares a la deuda o fuera de balance. Independientemente de la existencia de esta restricción, el hecho de obtener fondos para cubrir un déficit operativo o para invertir en capital, cuyo pago se extenderá más allá de la vida estimada del proyecto financiado, se considera un factor de crédito negativo).

En años recientes, hemos atestiguado una mayor dependencia en transacciones fuera de balance. Para poder apreciar totalmente los riesgos asociados, tomamos en cuenta conceptos que puedan no ser incluidos en los estados financieros consolidados del RLG.

De igual modo, los pasivos contingentes pueden depender de la calidad del crédito y pueden deberse a deuda emitida por otras entidades, ya sea a través de garantías, propiedad, o algún otro medio, incluso en ausencia de deuda, si el gobierno considera que las operaciones de la entidad son lo bastante importantes como para respaldarlas.

Factor 4: Administración y Gobierno Interno

Por qué es importante

Nuestra evaluación de la solvencia crediticia de un gobierno incluye la evaluación de la calidad de las decisiones financieras y de su ejecución junto con la revisión de la estructura del gobierno, sus prácticas en materia de gestión fiscal, la transparencia de sus divulgaciones financieras. Algunas de estas características se pueden encontrar en la

legislación local; mientras que otras, en las prácticas institucionales y tradiciones políticas desarrolladas con el tiempo. En algunos casos, la legislación parece fortalecer la solvencia crediticia, mientras que la práctica produciría el efecto opuesto. Se puede tomar en cuenta la calidad de los controles internos y la planificación financiera del sub-soberano. Esto implica determinar si el gobierno tiene las herramientas necesarias para hacer una buena planificación financiera, si tiene costumbre de diseñar un presupuesto realista y balanceado, el monitoreo efectivo del presupuesto y la práctica de hacer ajustes expeditos cuando sea necesario.

Evaluamos la medida en la que el gobierno articula claramente un plan de capital adecuado a sus necesidades, hace uso efectivo de una planeación multianual de gastos operativos y de capital, y tiene experiencia accediendo a los mercados de capital de deuda.

Analizamos si el órgano ejecutivo y el legislativo tienen acceso regular a información y a análisis objetivos sobre los costos y beneficios de los programas de servicios y las implicaciones que tienen los cambios en los impuestos y otros ingresos gubernamentales.

Evaluamos la capacidad del órgano ejecutivo de tramitar su programa fiscal a través de la legislatura de un modo oportuno y luego llevarlo a la práctica con eficacia, tanto en gobiernos en los que los dos órganos se eligen en forma separada, como en gobiernos con sistemas parlamentarios.

También evaluamos las prácticas del gobierno para el manejo del efectivo, de la deuda y de las inversiones, incluyendo el uso de instrumentos derivados, tomando en cuenta qué tan claramente articulados están y si la práctica real se ajusta a las políticas establecidas. La capacidad para evitar problemas en estas áreas de la administración fiscal tiene influencia directa en la fortaleza crediticia.

Por ley, o a veces por costumbre, los gobiernos deben destinar los ingresos que exceden sus montos proyectados a cuentas de reserva para uso en años posteriores cuando los ingresos puedan ser insuficientes. Algunos gobiernos tienen prohibido acumular estas reservas. En nuestro análisis revisamos los antecedentes para determinar cómo son las leyes o prácticas establecidas y cómo es que afectan el desempeño financiero.

Adicionalmente, evaluamos la calidad y transparencia de la divulgación de la información. Esto incluye determinar si el gobierno prepara reportes financieros anuales e interinos de manera oportuna, así como los reportes actuariales de pensiones. Tomamos en consideración si la información es correcta y detallada y si es auditada por contadores independientes. El uso de sólidas prácticas de transparencia y divulgación, incluyendo la generación de reportes correctos y oportunos, se considera un factor crediticio positivo para la calificación.

Paso 2: Evaluar el riesgo sistémico con base en la calificación de bonos soberanos

El segundo elemento para determinar la evaluación del BCA de un RLG es la puntuación de riesgo sistémico. Esto mide los riesgos generales que aplican a todos los RLG dentro de un país determinado y se refiere a su entorno operativo. Aun cuando las BCA para sub-soberanos de Moody's han reflejado por mucho tiempo una evaluación tanto del riesgo idiosincrásico como del riesgo sistémico, esta metodología actualizada busca mejorar la transparencia al presentar explícitamente ambos componentes, es decir, el riesgo idiosincrásico y el riesgo sistémico. Por lo general, utilizamos la calificación de los bonos soberanos del país para determinar la puntuación del riesgo sistémico. Normalmente, es muy poco probable que un sub-soberano sea calificado por encima de la calificación soberana, y siendo así, la calificación de bonos soberana representa un techo efectivo para la calificación del RLG.

Paso 3: Determinar la puntuación de la evaluación de BCA con base en la matriz de combinación del riesgo idiosincrásico con el riesgo sistémico

En este paso se combinan la puntuación de riesgo idiosincrásico con la puntuación de riesgo sistémico, y así determinamos la puntuación del BCA final. Como lo mencionamos anteriormente, Moody's considera que los sub-soberanos están "eternamente ligados" a su soberano respectivo. Como resultado, la calidad crediticia del soberano anclará en gran medida la calidad crediticia del RLG y rara vez excederá la calificación del respectivo soberano.

Paso 4: Considerar cualquier factor adicional relevante y asignar la evaluación de BCA Analizando los factores anteriores, llegamos a un punto de partida para determinar la BCA de un sub-

soberano. Sin embargo, hay veces en las que ciertos eventos o circunstancias específicas pesan más en las decisiones de calificación.

Es posible entonces que consideremos algunos factores además de los descritos en la evaluación del riesgo idiosincrásico que presentamos anteriormente, o factores específicos a algunos emisores que pesan más en la BCA.

Algunos factores adicionales podrían elevar o bajar la BCA en relación al estimado generado con los factores y subfactores que se enlistaron anteriormente. Casi siempre, los factores adicionales pueden modificar la evaluación del BCA sugerida por medio escalón o por un escalón, pero en ciertas circunstancias pueden llegar a modificar la puntuación por varios escalones. Estos factores adicionales incluyen (pero no se limitan a) los siguientes:

- » Una economía muy ajustada, con pocas perspectivas de crecimiento y/o diversificación, o una población en reducción debido a emigración (podría bajar la BCA)
- » Falta de/limitado acceso al mercado y necesidad de refinanciar deuda de corto o largo plazo (podría bajar la BCA)
- » Pagarés de efectivo, pasivos comerciales y otras herramientas de manejo de efectivo que se utilizan debido a una severa restricción de liquidez (podría bajar la BCA)
- » Importantes cantidades de efectivo e inversiones que permiten al RLG prescindir de acceso al mercado por períodos de tiempo prolongados (podría subir la BCA)
- » Indicadores de deuda extremadamente altos en relación a los de los pares, incluyendo importantes pasivos contingentes (podría bajar la BCA)
- » Importantes presiones presupuestarias o considerables pasivos por pensiones no fondeados (podrían bajar la BCA)
- » Historial de incumplimientos (podría bajar la BCA)
- » Riesgo político/de interferencia que pone en riesgo la disposición para cumplir con todas las obligaciones (podría bajar la BCA)
- » Largo historial de una administración financiera conservadora y/o de frecuente estimación de ingresos (podría subir la BCA)
- » Importantes debilidades de las mejores prácticas fiscales, es decir, que consistentemente se sobreestimen los ingresos (podría bajar la BCA)

- » Uso de una administración agresiva de la deuda, es decir, una estructura de deuda riesgosa donde pudiera incluso existir exposición a la modificación de la tasa de interés a niveles elevados (podría bajar la BCA)
- » Pueden existir otros factores diversos específicos de cierto crédito que afectan la evaluación del BCA pero que son tan específicos que no los hemos incluido en el scorecard, A continuación proporcionamos algunos ejemplos.
- » Impacto de un evento, por ejemplo, un terremoto que dañe significativamente la capacidad del sub- soberano para pagar el servicio de su deuda, ya sea por la reducción de sus ingresos o la necesidad de incurrir en gastos importantes (podría bajar la BCA)
- » Puede haber ocasiones en donde la existencia de indicadores débiles en varias áreas podría ocasionar que un comité de calificación ajuste la BCA sugerida por el scorecard. Por ejemplo, si el sub-soberano tiene una carga de deuda muy elevada junto con un riesgo de liquidez elevado, el comité de calificación pudiera ajustar la BCA uno o varios escalones para reflejar el elevado riesgo crediticio que esto implica.

EVALUACIÓN DE LA PROBABILIDAD DE APOYO EXTRAORDINARIO

Después de determinar el riesgo crediticio base de un RLG, el siguiente paso para determinar la calificación de dicho RLG es evaluar la probabilidad de apoyo extraordinario por parte de un gobierno de mayor jerarquía. El apoyo extraordinario se define como la probabilidad de que un gobierno superior ayude a un RLG en caso que enfrente estrés de liquidez extremo o que actúe de manera tal que le ayude a evitar un incumplimiento de sus obligaciones de deuda. El apoyo puede tomar diferentes formas, por ejemplo, una única transferencia de efectivo o cualquier acción que facilite las negociaciones con los acreedores y mejore el acceso a financiamiento interino para el RLG. Al mismo tiempo, la evaluación del BCA de Moody's puede considerarse como la probabilidad de que un sub-soberano requiera dicho apoyo.

Para determinar el apoyo extraordinario, tomamos en cuenta³;

- » La calificación del gobierno que da apoyo;
- » Un estimado de la correlación de incumplimiento entre las dos entidades (dependencia);
- » Un estimado de la probabilidad de apoyo extraordinario del gobierno (apoyo).

CALIFICACIÓN FINAL

Con base en la evaluación del BCA obtenida para el sub-soberano y la probabilidad de apoyo se genera un rango de calificación sugerida que se discute en el consejo de calificación de Moody's junto con el análisis de las características particulares de la emisión o instrumento calificado.

³ El Apéndice 1 de Metodológica de Emisores Relacionados con Gobiernos, agosto de 2017, contiene las generalidades técnicas del Análisis de Incumplimiento Conjunto (JDA).

APÉNDICE. CATEGORÍAS DE CALIFICACIÓN EN ESCALA NACIONAL.

Las Calificaciones en Escala Nacional (NSR, por sus siglas en inglés) de Moody's representan opiniones acerca de la capacidad crediticia relativa de los emisores y las emisiones de un país en particular.

Calificaciones en Escala Nacional: Definición, propósito y características

Las calificaciones en escala nacional (NSR, por sus siglas en inglés) de Moody's Latin America son opiniones de la calidad crediticia relativa de emisores y obligaciones financieras en Argentina.

Moody's asigna NSR en Argentina porque nuestra escala de calificación global no proporciona una diferenciación adecuada entre créditos locales dado el bajo nivel de calificación soberana y techo país, como resultado de lo cual las calificaciones en escala global (GSR, por sus siglas en inglés) de la mayoría de los emisores domésticos están agrupadas dentro de relativamente pocas categorías de calificación ubicadas hacia el extremo inferior de la escala global. Mediante el uso de la escala de calificación argentina, sin embargo, puede utilizarse toda la escala desde Aaa.ar hacia abajo para diferenciar la calidad crediticia.

Las NSR de Argentina se asignan con base en calificaciones en escala global que se han determinado utilizando los manuales de procedimiento de calificación sectoriales y específicos para las distintas clases de activos, que son importantes para los emisores o instrumentos correspondientes. Las NSR se generan realizando una correspondencia a partir de tales GSR y utilizando una correspondencia específica para Argentina. En consecuencia, las NSR de Argentina reflejan los mismos riesgos que sus correspondientes GSR. La diferencia entre una NSR y su correspondiente GSR no indica una diferencia en el riesgo crediticio, sino en la unidad de medición utilizada a lo largo de determinadas partes de la escala.

Con el fin de diferenciar las NSR de las GSR y de las NSR en otros países, las identificamos con un sufijo de dos letras que representa la abreviatura del nombre del país respectivo (por ejemplo, Aaa.ar para Argentina). Algunos de los conceptos que los inversores pueden asociar con calificaciones en escala global no son aplicables a las NSR. No existen las categorías de "grado de inversión" o "grado especulativo" para las NSR. La categoría Baa3.nn de la NSR indica, simplemente, un escalón por encima de la categoría Ba1.nn de la NSR. A continuación se detallan las definiciones de nuestras NSR.

La correspondencia de las NSR de Argentina estará sujeta a revisiones periódicas con el fin de asegurar que siguen proporcionando una diferenciación crediticia adecuada. En general, la correspondencia será revisada junto con cambios en la calificación soberana (salvo determinadas excepciones), ya que esto puede afectar el rango de GSR alcanzable por emisores domésticos. La correspondencia podría también ser revisada después de cambios significativos en la distribución general de las GSR de emisores domésticos, incluso si la calificación soberana no ha cambiado. En algunos casos, las NSR podrían ser colocadas bajo revisión en espera de un cambio en el diseño de la correspondencia.

Para obtener una copia de la correspondencia entre las NSR argentinas y las GSR, por favor acceder a nuestro sitio web www.moodys.com. En la pestaña "Ratings" del sitio web, ingrese en la sección "Methodologies", escriba "Mapping National Scale Ratings from Global Scale Ratings" y, luego, haga clic en el ícono de español para acceder a la versión en español de este documento.

Calificaciones Nacionales

Aaa.nn: Los emisores o emisiones con calificación Aaa.nn muestran la más sólida capacidad de pago con relación a otros emisores locales.

Aa.nn: Los emisores o emisiones con calificación Aa.nn muestran una sólida capacidad de pago con relación a otros emisores locales.

A.nn: Los emisores o emisiones con calificación A.nn muestran una capacidad de pago superior al promedio con relación a otros emisores locales.

Baa.nn: Los emisores o emisiones con calificación Baa.nn muestran una capacidad de pago promedio con relación a otros emisores locales.

Ba.nn: Los emisores o emisiones con calificación Ba.nn muestran una capacidad de pago inferior al promedio con relación a otros emisores locales.

B.nn: Los emisores o emisiones con calificación B.nn muestran una capacidad de pago débil con relación a otros emisores locales.

Caa.nn: Los emisores o emisiones con calificación Caa.nn son de tipo especulativo y muestran una capacidad de pago muy débil con relación a otros emisores locales.

Ca.nn: Los emisores o emisiones con calificación Ca.nn son altamente especulativos y muestran una capacidad de pago extremadamente débil con relación a otros emisores locales.

C.nn: Los emisores o emisiones con calificación C.nn son extremadamente especulativos y muestran la capacidad de pago más débil con relación a otros emisores locales.

Modificadores

Moody's utiliza modificadores numéricos 1, 2 y 3 en cada categoría de calificación genérica desde la Aa.nn a la Caa.nn (por ejemplo, Baa3.nn). El modificador 1 indica que la calificación se ubica en el rango más alto de su categoría; el modificador 2 indica que la calificación se ubica en el rango medio de su categoría y el modificador 3 indica una clasificación en el rango más bajo de esa categoría de calificación genérica.

Calificaciones "en revisión" y Perspectivas

Una revisión indica que una calificación está en consideración para un cambio en el corto plazo. Moody's, podrá incluir una determinada calificación "en revisión" para una suba, baja o menos frecuentemente con dirección incierta. La mayoría de las revisiones se completan en el plazo de 45 a 180 días; sin embargo, algunas revisiones se completan más rápidamente y otras requieren más tiempo. Una revisión puede concluir con una suba en la calificación, con una baja o con la confirmación sin ningún cambio en la calificación. Las calificaciones en revisión suelen estar en el radar ("On Watch") de Moody's.

Por otro lado, una perspectiva de Moody's es una opinión acerca de la posible dirección que seguirá una calificación en el mediano plazo y cuenta con cuatro categorías: Positiva, Negativa, Estable y En Desarrollo. Una Afirmación es un comunicado público acerca de la calificación actual asignada a un emisor u obligación de deuda,

que no está actualmente en revisión y que continúa posicionada de forma apropiada. Una Afirmación es generalmente emitida para comunicar que un determinado evento crediticio de carácter público no tiene un impacto directo en la calificación vigente.

Consideraciones adicionales

En general, la calidad crediticia soberana se la asocia con la posición crediticia de otros emisores domiciliados dentro de un mismo país. El deterioro de la calidad crediticia soberana tiende a ser asociado con el desarrollo macroeconómico y financiero del mercado que son desfavorables para todos los emisores. Si bien muchos emisores estarán afectadas en cierta medida, existen diferencias en la sensibilidad crediticia de los emisores a cambios en la confianza crediticia soberana.

Todos los emisores dentro del mismo entorno soberano están expuestos en cierta medida a la transmisión de choques entre sectores de la economía y el sistema bancario doméstico. Además, son sujeto de acciones soberanas defensivas que pueden incluir medidas de austeridad, cambios en políticas tributarias o regulatorias e interferencia durante una crisis. El estrés financiero en otros sectores puede ocurrir a través de una serie de canales:

- » Desaceleración o contracción de la actividad económica;
- » Restricciones de liquidez y costos de financiación más altos que resultan de una menor confianza de los inversores y disponibilidad de créditos;
- » Salidas de capital que conduzcan a una crisis cambiaria y/o del sistema bancario;
- » Medidas de austeridad por parte del gobierno que reduzcan o retrasen los pagos del gobierno y que puedan reducir el nivel general de actividad económica;
- » Cambios desfavorables o restricciones a movimientos del tipo de cambio, tasas de interés o niveles de precios;
- » Interferencia del gobierno o cambios en la regulación, y cambios en políticas tributarias; y
- » Mayores riesgos de incertidumbre política y conflictos laborales.

Estas influencias se manifiestan incluso en niveles de calificación altos; la experiencia demuestra que los emisores con calificaciones altas no son inmunes a mayores presiones que acompañan una baja en la calidad crediticia soberana.

EQUIVALENCIAS DE CATEGORÍAS

Tabla de Equivalencias de Categorías		
Categorías De Calificación	Categoría Equivalente – ARGENTINA	Categoría Equivalente – BOLIVIA
Aaa.ar	AAA	AAA
Aa1.ar	AA(+)	AA1
Aa2.ar	AA	AA2
Aa3.ar	AA(-)	AA3
A1.ar	A(+)	A1
A2.ar	A	A2
A3.ar	A(-)	A3
Baa1.ar	BBB(+)	BBB1
Baa2.ar	BBB	BBB2
Baa3.ar	BBB(-)	BBB3
Ba1.ar	BB(+)	BB1
Ba2.ar	BB	BB2
Ba3.ar	BB(-)	BB3
B1.ar	B(+)	B1
B2.ar	B	B2
B3.ar	B(-)	B3
Caa1.ar	CCC(+)	-
Caa2.ar	CCC	-
Caa3.ar	CCC(-)	-
Ca.ar	CC	-
C.ar	C	C
D	D	

Para más información sobre la recuperación esperada aproximada asociada a calificaciones para títulos deteriorados o en default, remitimos a la Guía de Símbolos y Definiciones de Calificaciones disponible en www.moodys.com.ar

[Símbolos y Definiciones de Calificaciones](#)

© 2019 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO QUE NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.