

## COMENTARIO DE SECTOR

Sub-Soberanos - Global

# El bajo precio del petróleo presiona a sub-soberanos en países productores de petróleo

### Tabla de Contenido:

RESUMEN	1
LA DEPENDENCIA DEL PETRÓLEO Y LA CAPACIDAD PARA ABSORBER CHOQUES DETERMINAN EL IMPACTO DE LA CAÍDA DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO	3
LA MÁS BAJA FLEXIBILIDAD FISCAL EN NIGERIA Y MÉXICO Y LA MÁS ALTA EN CANADÁ	4
EL APOYO FEDERAL PROPORCIONA UNA PROTECCIÓN FISCAL	7
INFORMES RELACIONADOS DE MOODY'S	8

### Contactos de Analistas:

CIUDAD DE MÉXICO	+52.55.1253.5700
Maria del Carmen Martínez-Richa	+52.55.1253.5729
Vice President - Senior Analyst	mariadelcarmen.martinez-richa@moodys.com
SAO PAULO	+55.11.3043.7300
Paco Debonnaire	+55.11.3043.7341
Analyst	paco.debonnaire@moodys.com
TORONTO	+1.416.214.1635
Adam Hardi	+1.416.214.3636
Assistant Vice President - Analyst	adam.hardi@moodys.com
MOSCÚ	+7.495.228.6060
Vladlen Kuznetsov	+7.495.228.6063
Vice President - Senior Analyst	vladlen.kuznetsov@moodys.com

» contacts continued on the last page

### RESUMEN

La capacidad de los gobiernos sub-soberanos en países productores de petróleo para hacer frente a la caída de los precios del crudo está sujeta a su dependencia de los ingresos petroleros y a si estos gobiernos tienen suficiente flexibilidad financiera para absorber una caída de sus ingresos. Las entidades sub-soberanas en Nigeria (Ba3, revisión a la baja), que son altamente dependientes del petróleo y tienen capacidad limitada para absorber choques fiscales, serán los más afectados, seguido por sus pares en Rusia (Ba1, revisión a la baja) y México (A3, estable). El impacto en Brasil (Ba2, negativa) y Canadá (Aaa, estable) se limitará en gran parte a los sub-soberanos productores de petróleo.

- » **La dependencia del petróleo y la capacidad para absorber choques determinan el impacto de la caída de los precios del petróleo.** Usamos dos variables para evaluar la exposición de los gobiernos sub-soberanos a la caída en los precios del petróleo: (i) la proporción que representan los ingresos petroleros en los ingresos totales, y (ii) su capacidad para adaptarse a ingresos petroleros más bajos a través de recortes al gasto o al aumento de los ingresos provenientes de otras fuentes. De las entidades cubiertas en nuestros análisis, los gobiernos sub-soberanos nigerianos son los más afectados, mientras que sus pares canadienses tienen el más alto nivel de protección crediticia contra la caída del precio del petróleo.
- » **La más baja flexibilidad fiscal en Nigeria y México y la más alta en Canadá.** Los gobiernos sub-soberanos de Nigeria y México tienen la capacidad más baja para recortar el gasto o desarrollar fuentes alternativas de ingreso, aunque los gobiernos mexicanos cuentan con un fondo de contingencia federal que provee una solución de corto plazo. Los sub-soberanos canadienses son los mejor posicionados para hacer frente a un período prolongado de precios del petróleo bajos, ya que tienen una capacidad significativa de recortar gastos y acceder a los mercados de deuda.
- » **El apoyo federal proporciona una protección fiscal.** Los sub-soberanos de Nigeria, Brasil, y Rusia han estado protegidos en distintos grados, de la caída de los precios del petróleo a través del incremento del gasto federal o de una reestructura de deuda con los gobiernos federales de esos países. No es claro que este apoyo por parte del gobierno soberano pueda mantenerse en el largo plazo

### Aguda caída de los precios del petróleo desde mediados de 2014

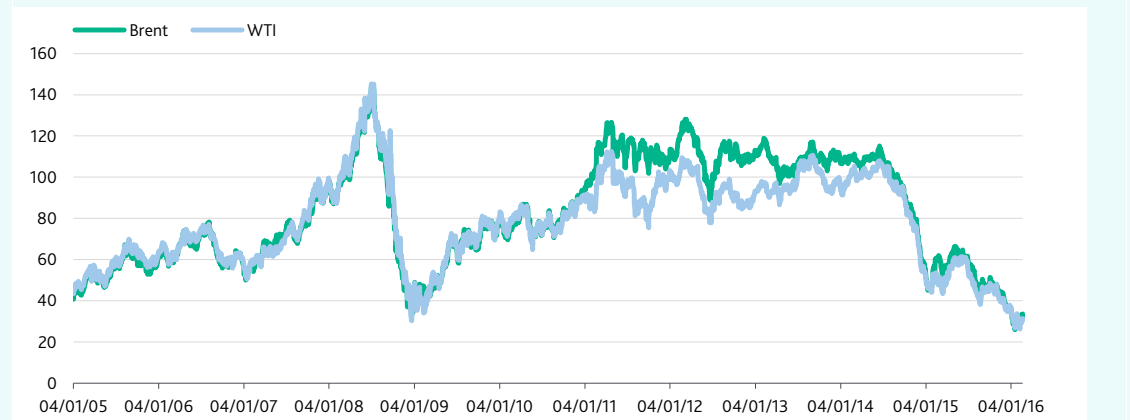
Los precios mundiales del petróleo han caído drásticamente en los últimos 19 meses, afectados por la combinación de una demanda global más débil de lo esperado y una producción persistentemente alta.

El precio del crudo Brent fue de alrededor de USD 39 el barril a principios de marzo de 2016, una caída de un precio de más de USD 100 a mediados de 2014 (ver la gráfica 1). La caída ha afectado directamente los ingresos de todos los países y regiones exportadores de petróleo, y no se espera una rápida recuperación. Moody's asume que los precios del petróleo Brent y WTI (West Texas Intermediate) tendrán un precio promedio de USD 33 el barril este año, con un leve aumento a USD 37 en 2017.

Los gobiernos sub-soberanos de los cinco países cubiertos en este reporte están expuestos a la caída de los precios del petróleo (ver gráfica 2). El sector de petróleo y gas no es solamente una fuente directa de recursos para los gobiernos sub-soberanos; también genera demanda de inversión, la cual, a su vez, apoya a otras industrias, el gasto gubernamental y el ingreso de los hogares.

GRÁFICA 1

#### Precios del Petróleo Enero 2005-Febrero 2016



GRÁFICA 2

#### Producción Total de Petróleo y Otros Líquidos, 2014

Pais	Miles de bariles por día	Porcentaje del Total Mundial
Rusia	10,847	12
Canadá	4,383	5
Brasil	2,966	3
México	2,812	3
Nigeria	2,428	3

Fuente: Administración de Información Energética (EIA) de Estados Unidos

Esta publicación no anuncia una acción de calificación de crédito. Para cualquier calificación crediticia hace referencia en esta publicación, por favor vea la pestaña de calificaciones en la página del emisor / entidad en [www.moodys.com](http://www.moodys.com) para consultar la información de la acción de calificación de crédito más actualizada y historial de calificación.

## La dependencia del petróleo y la capacidad para absorber choques determinan el impacto de la caída de los precios del petróleo

Usamos dos variables para medir la exposición de los sub-soberanos a la caída en el precio del petróleo: (i) la proporción de sus ingresos totales generada del petróleo, y (ii) su capacidad para adaptarse a ingresos petroleros más bajos a través de recortes al gasto o el aumento de otras fuentes de ingreso. De las entidades cubiertas en nuestro análisis, los gobiernos nigerianos sub-soberanos son los más expuestos mientras que sus pares canadienses tienen la mayor protección crediticia contra la caída de los precios del petróleo (ver gráfica 3).

Esto se debe a que los gobiernos sub-soberanos de Nigeria tienen tanto una alta dependencia de los ingresos petroleros como una capacidad limitada para adaptarse a su caída. Por el contrario, las tres provincias canadienses productoras de petróleo, aunque en promedio son más dependientes del petróleo que sus pares brasileños y mexicanos, están respaldadas por su considerable flexibilidad financiera.

El impacto de la caída de los precios del petróleo no es equitativo entre los gobiernos sub-soberanos cubiertos en nuestro análisis. En Nigeria y México, los sub-soberanos no tienen poder para recaudar sus propios recursos del petróleo, y consecuentemente sienten el impacto de una caída en los precios del petróleo mediante una caída en transferencias federales, la cual afecta a todos los niveles de gobierno. Por otro lado, en Brasil y Canadá, las regiones productoras de petróleo recaudan considerables ingresos propios de la industria petrolera y por lo tanto sufren una caída en ingresos más importante que la de sus pares nacionales que no producen petróleo, cuando los precios caen.

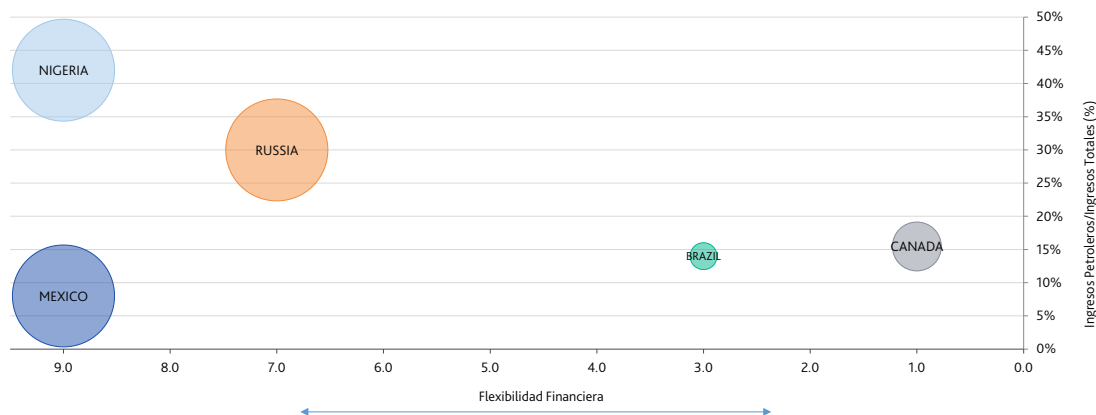
Las cifras de la proporción de los ingresos petroleros de los sub-soberanos no es directamente comparable entre los países en los que el shock petrolero es compartido por todos los entes, como en Nigeria, México y en menor medida Rusia, y en aquellos en los que se concentra en regiones productoras de petróleo, como en Canadá y Brasil.

La distinción entre estas dos categorías de países se presenta en el gráfico 3 mediante el tamaño de las esferas, la cual varía en función de la proporción de los gobiernos sub-soberanos afectados directamente por la caída de los ingresos petroleros.

GRÁFICO 3

**Nigeria es el país más expuesto, mientras que Canadá tiene la mayor protección crediticia**

El tamaño de la esfera del país varía en función del porcentaje de sub-soberanos sujetos a presiones financieras como resultado de la caída de los precios del petróleo: 100% para Nigeria, México y Rusia, 23% Canadá y 7% Brasil.



Para Canadá y Brasil, los ingresos del petróleo a los ingresos totales es el promedio de las regiones productoras de petróleo en 2015.

Para México y Nigeria, los ingresos del petróleo a los ingresos totales se calcula indirectamente: la proporción de los ingresos del petróleo a las transferencias federales, y luego a los ingresos totales en 2015.

Para Rusia, únicamente se realizan cálculos para las entidades calificadas en 2015. El rango de 22% a 27% de los ingresos del petróleo a los ingresos totales del petróleo incluye ingresos directos del petróleo e ingresos relacionados con la refinería del petróleo, así como también las transferencias federales promedio financiadas por los ingresos del petróleo.

La flexibilidad financiera mide la capacidad para ajustar los ingresos y/o gastos.<sup>1</sup> Se mide en un rango de 1 a 9, donde uno es fuerte y 9 es débil.

Fuente: Moody's Investors Service, estados financieros

De los gobiernos sub-nacionales considerados en este análisis, los de Nigeria son los más dependientes del petróleo, con ingresos petroleros contribuyendo en promedio con 42% de los ingresos totales. En Rusia, estimamos que el petróleo representa entre 22 y 27% de los ingresos totales para las regiones calificadas por Moody's. No obstante, la dependencia petrolera varía ampliamente entre las regiones rusas. Para Khanty-Mansiyst AO (Ba2, revisión a la baja), la región rusa con mayor producción de petróleo, más del 50% de los ingresos totales provienen del petróleo.

El ingreso proveniente del petróleo representa 15.5% de los ingresos totales en promedio para las tres provincias canadienses productoras de petróleo (Alberta, Aaa negativa; Saskatchewan, Aaa estable; y Newfoundland & Labrador, Aa2 negativa). Esto es poco más que el 14% de los dos estados brasileños productores de petróleo (Rio de Janeiro y Espirito Santo). Los sub-soberanos mexicanos tienen una dependencia relativamente baja, ya que el petróleo contribuye aproximadamente con 8% de sus ingresos totales en promedio.

### La más baja flexibilidad fiscal en Nigeria y México y la más alta en Canadá

La flexibilidad financiera de los sub-soberanos productores de petróleo determina su habilidad para absorber el shock fiscal creado por una caída sostenida de los precios del petróleo. Medimos la capacidad de los gobiernos para compensar la caída de los ingresos petroleros mediante al aumento de impuestos u otras formas de ingresos provenientes de sectores económicos no relacionados con el petróleo. También medimos la capacidad de los sub-soberanos para ajustar el gasto.

<sup>1</sup> Favor de consultar la [Metodología para Gobiernos Locales y Regionales](#) para información adicional.

De las entidades consideradas en nuestro análisis, las nigerianas tienen la menor flexibilidad financiera. Las fuentes de ingresos estatales que no sean transferencias federales permanecen subdesarrolladas, y la adopción e implementación de medidas de ajuste para diversificar la base de los ingresos tomará tiempo. Esto deja a los estados dependientes de apoyo federal para sostener sus requerimientos de flujo de efectivo.

El bajo precio del petróleo desencadenó una caída del 30% en las transferencias federales a los estados nigerianos en 2015. Los ingresos del petróleo representan el 70% de los ingresos centralizados que financia a todos los niveles del gobierno de Nigeria, conocida como la Cuenta de la Federación (Federation Account). Los estados nigerianos también tienen un nivel de deuda alto, lo cual limita su capacidad para contratar deuda adicional.

En Brasil, los sub-soberanos tienen un grado significativo de flexibilidad financiera ya que el indicador de ingresos propios respecto a los ingresos totales es alto comparado con sus pares. El estado de Espírito Santo, que representa alrededor del 15% de la producción petrolera nacional, tomó medidas para aumentar su base impositiva a inicios de 2015. Esto limitó la caída en sus ingresos totales a 2% en ese año, a pesar de una caída del 25% en sus ingresos petroleros. Por el contrario, el estado de Rio de Janeiro (74% de la producción petrolera nacional) no ha sido capaz de ajustar en la misma proporción. En 2015, los ingresos de Rio derivados de transferencias petroleras cayeron 28% y sus ingresos totales en 19%, lo cual resultó en un déficit operativo alrededor del 20 de los ingresos operativos.

En Rusia, las regiones por lo general tienen flexibilidad fiscal limitada. Los gobiernos regionales rusos no tienen la facultad de introducir nuevos impuestos, ni aumentar substancialmente las tasas impositivas existentes. Sus gastos operativos también carecen de flexibilidad. No obstante, la mayoría de las regiones dependientes del petróleo tienen una amplia facultad de recortar sus gastos dado que sus gastos de capital tienden a ser elevados.

Las regiones rusas han estado protegidas del impacto de los débiles precios del petróleo por una devaluación del rublo. Esto ha aumentado las ganancias denominadas en rublo de las exportaciones petroleras, las cuales están denominadas en dólares. El rublo más débil y el continuo gasto federal limitará el declive en el impuesto sobre la renta de personas morales en 2016 a entre 5 y 10%.

En México, los gobiernos estatales estuvieron protegidos del impacto de la caída de los precios petroleros gracias a un cambio en la composición de sus transferencias no etiquetadas, conocidas como participaciones<sup>2</sup>. Las participaciones representan 35% de los ingresos estatales totales en promedio.

El impacto de los bajos precios petroleros se transmite a los estados principalmente a través de las participaciones, ya que se fondean en parte por ingresos petroleros. Los ingresos totales de los estados mexicanos calificados creció en alrededor de 4% en 2015.

Al otro extremo del espectro, las tres provincias productoras de petróleo de Canadá están mejor posicionadas para hacer frente a la caída de los precios del petróleo ya que pueden recortar significativamente el gasto, contratar deuda o aumentar impuestos. En 2014-15, los niveles de deuda de las tres provincias fueron bajos y su liquidez era fuerte, con la deuda directa e indirecta promediando 49% de los ingresos, y el efectivo e inversiones netos de ingresos comprometidos, promediaron 110% de la deuda directa e indirecta.

<sup>2</sup> En 2015, las participaciones por primera vez también incluyeron una contribución de los impuestos sobre la renta recaudado a los trabajadores de las administraciones públicas estatales y municipales, así como ingresos de un impuesto al consumo sobre la gasolina (IEPS), el cual tiene lugar cuando los precios del petróleo son bajos.

Aunque comparativamente bien posicionadas para lidiar con precios petroleros más bajos, las tres provincias canadienses llevan la peor parte de los efectos negativos del exceso de oferta de petróleo. El agudo deterioro de sus equilibrios fiscales va a retrasar el equilibrio presupuestal. Newfoundland and Labrador y Alberta tienen el más alto nivel de regalías del petróleo respecto a los ingresos totales, por lo que son las provincias que enfrentarán las mayores presiones.

GRÁFICA 4

**Principales indicadores por País**

<b>País</b>	<b>Crecimiento en Regalías Petroteras (%) 2015</b>	<b>Crecimiento en Transferencias Federales (%) 2015</b>	<b>Crecimiento Ingreso Total (%) 2015</b>	<b>Superávit (Déficit) Financiero / Ingresos Totales (%) 2015E</b>
Nigeria	NA	-30.0%	-14.0%	NA
México	NA	7.6%	4.0%	-2.5%
Rusia	NA	-3.0%	5.0%	-1.6%
Canadá (promedio de tres regiones)	-15.8%	NA	-3.3%	-14.7%
Alberta	-5.2%	NA	0.1%	-14.0%
Saskatchewan	-15.5%	NA	-2.5%	2.0%
Newfoundland and Labrador	-26.5%	NA	-7.5%	-32.0%
Brasil (promedio de dos regiones)	-26.5%	NA	-10.5%	-7.0%
Rio de Janeiro	-28.0%	NA	-19.0%	-20.0%
Espirito Santo	-25.0%	NA	-2.0%	6.0%

El año fiscal en Canadá es el 31 de marzo, en el resto de los países es el 31 de diciembre. Para Canadá las transferencias federales se refieren sólo a las transferencias federales de equalización.

Fuente: Moody's Investors Service, Estados financieros

## El apoyo federal proporciona una protección fiscal

Los sub-soberanos en Nigeria, Brasil y Rusia se han beneficiado de apoyo de sus gobiernos centrales, lo cual los han protegido parcialmente del impacto de la caída de los precios del petróleo. Este apoyo se ha dado en forma de reestructuración de la deuda para aliviar su pago, o en el otorgamiento de nuevos créditos federales. No es claro que este apoyo sea sostenible en el largo plazo.

La intervención del gobierno federal en Nigeria se ha enfocado en la reestructura de la deuda sub-soberana. A noviembre de 2015, 27 de los 36 estados habían participado en una reestructura que llegó a NGN 662 mil millones (USD 3,300 millones) de préstamos, equivalente a 30% de su deuda total al cierre de 2014.

En Brasil, el gobierno federal están considerando permitir que los estados petroleros contraten más deuda sin contabilizarla como parte de los límites fijados en la Ley de Responsabilidad Fiscal. En febrero de 2016, el Banco de Brasil, propiedad del gobierno, otorgó un préstamo de BRL 1,000 millones (USD250 millones) al Estado de Rio de Janeiro para cubrir las obligaciones por pensiones del gobierno estatal.

El efecto de la caída en los precios de petróleo en los ingresos de los sub-soberanos en Rusia ha sido moderada, gracias a un rublo más bajo y al aumento del gasto federal para apoyar los sectores de la construcción, inmobiliario, manufacturero y agrícola. En 2016, el gobierno federal ruso también otorgará préstamos de bajo costo por RUB 310 mil millones (USD 4,500 millones, equivalente a 13% del total de la deuda regional total al cierre de 2015) para ayudar a las regiones a refinanciar deuda contratada a precios de mercado. Esto viene además de una reestructura en 2015, la cual suspendió los pagos de deuda previamente otorgada por el gobierno federal que representa 4% de la deuda total. La mora estará en vigor hasta que un nuevo período de amortización de 9 años comience en 2025.

Aunque no es un ejemplo de apoyo directo por parte del gobierno federal, los gobiernos sub-soberanos mexicanos tienen acceso a un fondo de estabilización federal (FEIEF), el cual fue creado para compensar caídas en las participaciones. Al cierre de 2015, el FEIEF ascendió a MXN 35,000 millones (USD 1,900 millones), lo suficiente para cubrir una disminución del 5.5% en las participaciones en 2016. La perspectiva de la prolongación de los bajos precios del petróleo y la disminución de la producción nacional de petróleo aumentan el riesgo de que este fondo puede llegar a agotarse en 2016.

Una vez que este fondo se agote, los sub-soberanos mexicanos tendrán una flexibilidad fiscal muy limitada. Su capacidad para incrementar ingresos es débil, con los ingresos propios representando sólo el 8.5 % de los ingresos totales. El margen de los estados para implementar recortes al gasto también está limitada, ya que es políticamente difícil recortar el gasto en educación y salud.

En Canadá, el gobierno federal ha proporcionado ayuda marginal a las provincias para compensar el bajo precio del petróleo. Sin embargo, las provincias cuya capacidad de generar ingresos está por debajo del promedio nacional se benefician de pagos equalizadores del gobierno federal diseñados para compensar el desbalance. No obstante, dado que la fórmula del fondo de equalización se basa en un promedio móvil de 3 años para evitar aumentos repentinos en los pagos, las tres provincias productoras de petróleo no calificarán para recibir pagos en los ejercicios fiscales 2015-16 y 2016-17. Apoyo indirecto adicional a las provincias podría ser otorgada. Por ejemplo, el gobierno federal ha recientemente anunciado un paquete de estímulo en gasto en infraestructura para las provincias canadienses, incluyendo CAD 1 mil millones específicamente para Alberta y Saskatchewan.

## Informes Relacionados de Moody's

- » [Oil -Exporting Sovereigns - Global: Key Drivers of Rating Actions on 18 Issuers to Assess Impact of Sharp Fall in Oil Prices, March 2016.](#)
- » [Global Macro Outlook 2016-17, Global growth faces rising risks at time of policy constraint, February 2016.](#)
- » [The drop in participaciones and the recent rise in the interest rate is credit negative for Mexican Sub-Sovereigns, February 2016.](#)
- » [Brazilian States' Debt Restructuring Plan Will Improve Liquidity and Enforce Fiscal Discipline, February 2016.](#)
- » [Brazil Nears Limit on Federal Guarantees It Provides to Local Governments, a Credit Negative, February 2016.](#)
- » [Gasoline Liberalization is Credit Positive for Mexican States, January 2016.](#)
- » [More Canadian provinces may miss budget targets as growth disappoints, October 2015.](#)
- » [Russia's oil rich regions are relatively equipped to cope with oil price drop, March 2015.](#)



» contacts continued from page 1

## Contactos de Analistas:

## JOHANNESBURG +27.11.217.5470

Daniel Mazibuko +27.11.217.5481  
Associate Analyst  
daniel.mazibuko@moodys.com

## CIUDAD DE MÉXICO +52.55.1253.5700

Francisco Vazquez-Ahued +52.55.1253.5735  
Assistant Vice President - Analyst  
francisco.vazquez-ahued@moodys.com

## CIUDAD DE MÉXICO +52.55.1253.5700

Alejandro Olivo +52.55.1253.5742  
Associate Managing Director  
alejandro.olivo@moodys.com

## TORONTO +1.416.214.1635

Michael Yake +1.416.214.3865  
Vice President - Senior Analyst  
michael.yake@moodys.com

## LONDRES +44.20.7772.5454

David Rubinoff +44.20.7772.1398  
Managing Director - Sub Sovereigns  
david.rubinoff@moodys.com

Report Number: 188601

## Autores

Maria del Carmen Martinez-Richa  
Paco Debonnaire  
Adam Hardi  
Vladlen Kuznetsov  
Daniel Mazibuko  
Francisco Vazquez-Ahued

Senior Production Associate  
Sudhagar V.

© 2016 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 VALORES DE DEUDA O TÍTULOS VALORES, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACIÓN ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O VALORES DE DEUDA O TÍTULOS VALORES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD PUEDA NO ASUMIR LAS OBLIGACIONES CONTRACTUALES O FINANCIERAS A SU VENCIMIENTO ASÍ COMO CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO ABORDAN OTROS RIESGOS, INCLUYENDO PERO NO LIMITADO: RIESGOS DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DEL PRECIO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUYENDO LAS PUBLICACIONES NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PUEDEN ASIMISMO INCLUIR VALORACIONES BASADAS EN MODELOS CUANTITATIVOS DE RIESGO DE CRÉDITOS Y OPINIONES RELACIONADAS O COMENTARIOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O EN INVERSIONES, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS PUBLICACIONES MOODY'S NO SON NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O TENER CIERTOS VALORES. NINGUNA CALIFICACIÓN CREDITICIA NI UNA PUBLICACIÓN DE MOODY'S COMENTAN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR ESPECÍFICO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA LAS PUBLICACIONES CON LA EXPECTACIÓN Y ENTENDIMIENTO QUE CADA INVERSOR HARÁ, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DE CADA VALOR QUE SE CONSIDERE PARA SU COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y SUS PUBLICACIONES NO ESTÁN DIRIGIDAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO PARA LOS MINORISTAS QUE USEN ESTAS CALIFICACIONES CREDITICIAS O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S EN SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. SI SE ENCUENTRA EN DUDA, DEBE CONTACTAR CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO A MODO DE EJEMPLO, LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NADA DE DICHA INFORMACIÓN PUEDE SER COPIADA O REPRODUCIDA, REPLANTEADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIVULGADA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ALMACENADA PARA USO POSTERIOR PARA CUALQUIER PROPÓSITO, EN TODO O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE MOODY'S.

Toda la información aquí contenida es obtenida por MOODY'S de fuentes correctas y fiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de errores humanos o mecánicos así como por otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO CORRESPONDA" sin ningún tipo de garantía.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que usa en la asignación de una calificación crediticia sea de calidad suficiente y de fuentes que MOODY'S considera fiables incluyendo, cuando sea apropiado, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, MOODY'S no es una firma de auditores y no puede en todas las instancias verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o en la preparación de las Publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directores, ejecutivos, empleados, agentes, representativos, licenciadores y proveedores exoneran de responsabilidad a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida indirecta, especial, consecucional o incidental o cualesquiera daños que deriven de o en relación con la información aquí contenida o el uso de o incapacidad para utilizar dicha información, incluso si MOODY'S o cualquier de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representativos, licenciadores o proveedores es informado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo pero no limitado a: (a) cualquier pérdida de beneficios presentes o potenciales o (b) cualquier pérdida o daño que derive donde el instrumento financiero correspondiente no sea el sujeto de un rating crediticio específico por MOODY'S.

Hasta el límite permitido por la ley, MOODY'S y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representativos, licenciadores y proveedores exoneran de responsabilidad por cualquier pérdida directa o compensatoria o daños causados a cualquier persona o entidad, incluyendo pero no limitado a por cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, mala conducta deliberada o cualquier otro tipo de responsabilidad que, para evitar cualquier duda, por ley no puede ser excluida) en parte de, o cualquier contingencia en el ámbito o fuera del control de MOODY'S o cualquier de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representativos, licenciadores y proveedores que proceda de o en relación a la información aquí contenida o el uso de o incapacidad para el uso de dicha información.

NINGUNA GARANTÍA, EXPRESA O IMPLÍCITA, EN CUANTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, PLENITUD, COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA CUALQUIER USO ESPECÍFICO DE DICHA CALIFICACIÓN U OTRA OPINIÓN O INFORMACIÓN ES OTORGADA O LLEVADA A CABO POR MOODY'S EN CUALESQUIERA FORMAS.

Moody's Investors Service, Inc. agencia de calificación crediticia, propiedad en su totalidad de Moody's Corporation ("MCO"), aquí expone que la mayoría de los emisores de valores de deuda (incluyendo bonos corporativos o municipales, obligaciones, notas y pagarés) y capital preferente valorado por Moody's Investors Service, Inc. tienen, previo a la asignación de cualquier rating, acordado pagar a Moody's Investors Service, Inc. por los servicios de valoración y calificación prestados por sus honorarios entre 1.500\$ y 2.500.000\$ aproximadamente. MCO y MIS asimismo mantienen políticas y procedimientos dirigidos a la independencia de los ratings de MIS y procedimientos de calificación. La información sobre ciertas afiliaciones que puedan existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen calificaciones de MIS y asimismo tienen presentado al SEC una participación accionarial de más del 5%, se publica anualmente en [www.moodys.com](http://www.moodys.com) bajo el título "Relaciones de Inversores -- Gobierno Corporativo-- Política de afiliación de directores y socios"

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. Sería peligroso que los inversores minoristas tomaran decisiones de inversión basadas en calificaciones crediticias de MOODY'S. En caso de duda, deberá ponerse en contacto con su asesor financiero u otro asesor profesional.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJJK") 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 MJJK. 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 se cualificará para ciertos tipos de tratamiento en virtud de leyes de EE.UU. MJJK 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 FSA Comisionado (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJJK 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 MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los JPY200.000 y aproximadamente los JPY350.000.000.

MJJK y MSFJ asimismo mantienen políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.