

SECTOR IN-DEPTH

20 July 2026



Comparta sus
comentarios

TABLA DE CONTENIDO

Resumen	1
Las políticas gubernamentales de amplio alcance pueden anular las ganancias que obtienen las petroleras gracias a los altos precios	3
La implementación de impuestos y subsidios en Brasil limitará los beneficios de Petrobras	3
Los subsidios a los combustibles en Colombia limitan los beneficios de Ecopetrol derivados del aumento de los precios del petróleo	4
YPF asume la carga financiera derivada de los límites impuestos por el gobierno a los aumentos de precios	5
La política de precios de los combustibles y la extracción de dividendos en Chile elevan los riesgos para Enap	5
La intervención de política en México limita el beneficio de los precios del petróleo para Pemex	6
Las restricciones de liquidez superan la dinámica de precios para Petroperú	7

Contactos

Roxana Munoz +52.55.1253.5721
SVP-Ratings
roxana.munoz@moody's.com

Carolina A Chimenti +55.11.3043.7318
VP-Ratings
carolina.chimenti@moody's.com

Martina Gallardo +54.11.5129.2643
Barreyro
VP-Ratings
martina.gallardobarreyro@moody's.com

Marcos Schmidt +55.11.3043.7310
Exec Dir-Ratings
marcos.schmidt@moody's.com

Petróleo y gas – América Latina y el Caribe

Las ganancias de las petroleras nacionales por los altos precios dependen del alcance de las políticas gubernamentales

Resumen

Los elevados precios de los *commodities* y un sólido desempeño operativo no siempre se traducirán en una mayor calidad crediticia de las empresas petroleras nacionales de América Latina. Las empresas con balances más sólidos y fuentes de ingresos diversificadas pueden absorber con mayor facilidad los *shocks* relacionados con políticas y los retrasos en los pagos soberanos para compensar subsidios que aquellas con liquidez débil.

- » **Los precios más altos del petróleo beneficiarán a [Petróleo Brasileiro](#) (Petrobras, Ba1 estable) a pesar de las restricciones relacionadas con políticas.** La petrolera nacional de [Brasil](#) (Ba1 estable) ha reducido en los últimos años sus operaciones de refinación (*downstream*) de menor margen. Las nuevas medidas del Gobierno de Brasil para combatir la inflación limitarán los beneficios de Petrobras derivados del aumento de los precios de los *commodities*, y la empresa enfrenta un mayor riesgo de intervención política. Aun así, la gestión de su cartera y los sólidos márgenes de producción de petróleo compensan en gran medida ese riesgo.
- » **La política de precios locales de los combustibles en [Colombia](#) (Baa3 estable) ha cobrado mayor importancia para la calidad crediticia de [Ecopetrol](#) (Ba2 negativa) en un contexto de precios elevados del petróleo.** El Gobierno de Colombia ha subsidiado el aumento de los precios de los combustibles, lo que limita la capacidad de Ecopetrol para trasladar el incremento de los costos del petróleo a los precios locales de los combustibles. Si bien este subsidio restringe la generación de flujo de efectivo del segmento *downstream* de Ecopetrol, los mayores precios del petróleo siguen ofreciendo un beneficio neto.
- » **Los altos precios del petróleo tienen implicaciones crediticias mixtas para [YPF](#) (B2 estable).** Incluso tras un cambio nominal reciente hacia ajustes basados en el mercado, el riesgo de intervención gubernamental para proteger la frágil economía de [Argentina](#) (Caa1 estable) sigue limitando la calidad crediticia intrínseca de YPF. Sin embargo, YPF también ha demostrado estar dispuesta a priorizar la reinversión y los objetivos del gobierno por encima de las distribuciones a los accionistas.

Este reporte es una traducción del original titulado [Oil & Gas – Latin America & Caribbean: National oil companies' gains from high prices depend on government policy reach](#) publicado el 20 julio 2026.

- » **Las decisiones de [Chile](#) (A2 estable) sobre precios de los combustibles y dividendos señalan los límites de la autonomía financiera de la [Empresa Nacional del Petróleo](#) (Enap, Baa3 estable).** El fuerte aumento de los precios del petróleo a principios de 2026 llevó al Gobierno de Chile a modificar su mecanismo de estabilización de precios de los combustibles, lo que generó un incremento sin precedentes del 44%-54% en los precios locales de los combustibles y transfirió efectivamente el riesgo soberano de Chile a su petrolera nacional.
- » **[Petróleos Mexicanos](#) (Pemex, B1 estable) generará un flujo de efectivo libre negativo al menos hasta 2028.** [México](#) (Baa3 estable) limita efectivamente el beneficio de Pemex derivado del aumento de los precios internacionales del crudo al restringir el traslado de mayores costos de refinación a los consumidores de gasolina y diésel. Pemex continuará necesitando un apoyo significativo del gobierno en un contexto de necesidades persistentes de refinanciamiento.
- » **La liquidez y la continuidad operativa, más que los controles de precios, siguen siendo los principales riesgos crediticios para [Petróleos del Perú](#) (Petroperú, Caa1 negativa).** Mayores márgenes de refinación están ayudando a Petroperú, pero su liquidez sigue siendo débil y el apoyo crítico del [Gobierno de Perú](#) (Baa1 estable) es incierto.

Esta publicación no anuncia una acción de calificación crediticia. Para cualquier calificación crediticia a la que se hace referencia en esta publicación, vea la página del emisor/transacción en <https://ratings.moody.com> para consultar la información de la acción de calificación crediticia más actualizada y el historial de calificación.

Las políticas gubernamentales de amplio alcance pueden anular las ganancias que obtienen las petroleras gracias a los altos precios

Los elevados precios de los *commodities* y un sólido desempeño operativo no siempre se traducirán en una mayor calidad crediticia de las petroleras nacionales de América Latina. La intervención del gobierno en la fijación de precios de los combustibles para proteger a los consumidores supone diversos grados de riesgo para las petroleras nacionales, con implicaciones directas sobre la visibilidad del flujo de efectivo, la liquidez y la política financiera. Si bien los controles de precios, subsidios o mecanismos de estabilización pueden respaldar objetivos sociales y macroeconómicos, a menudo trasladan la volatilidad de los precios a los balances de las petroleras nacionales, lo que incrementa los requerimientos de capital circulante y debilita la previsibilidad y puntualidad del apoyo gubernamental.

La interacción entre la política energética, la capacidad soberana y la fortaleza financiera corporativa seguirá siendo un factor central para la calidad crediticia de las petroleras nacionales de la región. Aquellas con balances más sólidos, fuentes de ingresos diversificadas y políticas internas claras de fijación de precios pueden absorber mejor los *shocks* relacionados con políticas. Por el contrario, la liquidez débil, los retrasos en los pagos soberanos y una mayor interferencia política pueden exacerbar las vulnerabilidades de las petroleras nacionales incluso cuando los precios de los *commodities* son favorables (ver la Figura 1).

Figura 1

Las ganancias de las petroleras nacionales por los altos precios dependen del alcance de las políticas gubernamentales

Riesgo: ● Bajo ● Moderado ● Alto

Empresa	Riesgo crediticio neto	Exposición upstream	Exposición downstream	Intensidad de intervención de políticas
Petrobras	●	●	●	●
Ecopetrol	●	●	●	●
YPF	●	●	●	●
Enap	●	●	●	●
Pemex	●	●	●	●
Petroperú	●	●	●	●

Fuente: Moody's Ratings

La implementación de impuestos y subsidios en Brasil limitará los beneficios de Petrobras

Los precios más altos del petróleo benefician de forma inmediata el segmento de exploración y producción (E&P) de Petrobras, lo que le permitirá eventualmente trasladar los altos precios a su segmento *downstream*. Las nuevas medidas del Gobierno de Brasil para combatir la inflación limitarán el beneficio de Petrobras derivado del aumento de los precios del petróleo y los combustibles. Aun así, la gestión de cartera y los sólidos márgenes de producción de petróleo compensan en gran medida ese riesgo.

El flujo de efectivo operativo de Petrobras aumenta en USD5,000 millones por cada incremento de USD10/barril (bbl) en el precio del Brent, el crudo de referencia internacional. Su flujo de efectivo operativo también aumenta en USD1,900 millones por cada incremento de USD10/litro en los precios del diésel, y en USD1,000 millones por cada aumento de USD10/litro en los precios de la gasolina.

Sin embargo, el Gobierno de Brasil también está buscando reducir los efectos inflacionarios del aumento de los precios del petróleo, subsidiando el diésel en BRL1.12/litro (USD0.21) y la gasolina en BRL0.44/litro y aplicando un impuesto temporal del 12% a las exportaciones de crudo. Ambas medidas limitarán los beneficios de Petrobras derivados del aumento de los precios del petróleo. La empresa deberá pagar el impuesto adicional sobre las exportaciones de crudo, y el subsidio al diésel reducirá efectivamente el precio de paridad de importación a partir del cual Petrobras fija sus propios precios de los combustibles.

Petrobras enfrenta un riesgo de intervención política, ya que ha retrasado el traslado de los mayores precios de los combustibles a los clientes. Tras los aumentos de precios anunciados por Petrobras, estimamos que los precios de la gasolina y del diésel en Brasil se encontrarán en paridad, teniendo en cuenta la banda de precios según la política de Petrobras. Dado que Petrobras busca alcanzar la paridad sobre una base anual promedio, es probable que la empresa deba aumentar los precios de los combustibles de manera gradual en 2026 si se eliminan los subsidios. Al haber reducido su negocio *downstream* en los últimos años, Petrobras necesita cierta correlación entre los precios locales e internacionales de los combustibles para evitar operaciones comerciales que generen nuevos desequilibrios en el mercado local.

Si bien la incertidumbre política en torno a la política de precios de los combustibles supone cierto riesgo para los márgenes de refinación de Petrobras, su gestión de la cartera y sus sólidos márgenes del segmento *upstream* reducen el riesgo derivado de la volatilidad de los precios de los combustibles. En los últimos años, Petrobras ha reducido su capacidad de refinación en alrededor de un 20%, y actualmente la refinación representa solo una pequeña parte de su ebitda total, tres cuartas partes del cual provenían de la actividad de E&P a finales de 2025. Las métricas crediticias de Petrobras se mantienen sólidas, con una deuda total de aproximadamente USD74,000 millones, incluyendo nuestros ajustes estándares, y USD9,000 millones en efectivo más USD7,000 millones en créditos revolventes a diciembre de 2025. Suponiendo un precio promedio del Brent de USD60-USD75/bbl en 2026-2027, el ratio de deuda/ebitda de Petrobras se mantendrá en el rango de 1.5x-2.0x hasta mediados o finales de 2027, incluso si la empresa absorbe algunas pérdidas en el segmento de refinación.

Los subsidios a los combustibles en Colombia limitan los beneficios de Ecopetrol derivados del aumento de los precios del petróleo

La política de precios locales de los combustibles en Colombia ha cobrado mayor importancia para la calidad crediticia de Ecopetrol en un contexto de precios elevados del petróleo. Dado que Colombia no ajusta completamente los precios locales de los combustibles de manera acorde con los referentes internacionales, el gobierno compensa parte del aumento a través del Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles (FEPC). Este subsidio limita la capacidad de Ecopetrol para trasladar a los clientes los mayores precios del petróleo que paga para producir combustibles, lo que reduce su generación de flujo de efectivo derivada del *downstream*. No obstante, el aumento de los precios del petróleo sigue suponiendo un beneficio neto para Ecopetrol.

Los altos precios del petróleo están ampliando la brecha entre la paridad internacional y los precios regulados de los combustibles en Colombia, lo que genera déficits mensuales en el FEPC de aproximadamente COP1.0 billones-COP1.8 billones (USD286 millones-USD514 millones). Los déficits anuales superarán los COP10 billones si se retrasan los ajustes de los precios locales. Un precio del Brent promedio de USD93/bbl durante el año elevaría el déficit a aproximadamente COP22 billones-COP24 billones.

Normalmente, la mejora en los márgenes de refinación de Ecopetrol —alrededor de USD14-USD15/bbl en los últimos trimestres— respaldaría la rentabilidad de su segmento *downstream*. No obstante, la política gubernamental orientada a proteger a los consumidores atenúa parcialmente ese beneficio para Ecopetrol, que debe vender sus productos refinados a precios regulados en lugar de a plena paridad de mercado.

Por otra parte, los retrasos en los reembolsos del FEPC limitan la liquidez de Ecopetrol al hacer que sus necesidades de capital circulante sean menos predecibles. El gobierno le adeudaba a Ecopetrol unos COP1.6 billones correspondientes al primer trimestre de 2025, monto que liquidará en gran medida en diciembre de 2026 mediante títulos de deuda pública local conocidos como títulos de Tesorería (TES) y un pago inicial mínimo en efectivo. Este enfoque reduce la visibilidad del flujo de efectivo de Ecopetrol en el corto plazo. Aunque el gobierno pagó en junio el saldo del FEPC correspondiente al segundo trimestre de 2025 por aproximadamente COP1 billón, la previsibilidad de las necesidades de capital circulante de Ecopetrol seguirá dependiendo del cronograma de reembolsos futuros del FEPC.

A pesar de estos riesgos, los altos precios sostenidos del petróleo benefician en gran medida a Ecopetrol, que exporta alrededor del 50% de su producción y, por lo tanto, se beneficia directamente de los precios internacionales. La empresa estima que un aumento anual de USD1/bbl en el precio del Brent se traduce en aproximadamente USD170 millones-USD180 millones en ebitda anual y alrededor de USD80 millones-USD90 millones en flujo de efectivo operativo.

Las sólidas ganancias de Ecopetrol, incluidas las exportaciones de petróleo, ayudan a compensar el riesgo derivado de los controles de precios y subsidios del gobierno en su segmento de refinación y su liquidez global. Incluso con las fluctuaciones en el capital

circulante vinculadas a las cuentas por cobrar relacionadas con el FEPC, las métricas crediticias de Ecopetrol seguirán siendo sólidas en 2026-2027, con un ratio de deuda/ebitda inferior a 3.0x, una cobertura ebitda/intereses de aproximadamente 2.5x-3.0x y un flujo de efectivo acumulado/deuda neta cercano al 20%.

YPF asume la carga financiera derivada de los límites impuestos por el gobierno a los aumentos de precios

Los altos precios del petróleo tienen implicaciones crediticias mixtas para YPF. La política de precios de los combustibles en Argentina influye de manera significativa en la calidad crediticia de YPF. Incluso tras un reciente cambio nominal hacia ajustes basados en el mercado, los precios locales de los combustibles siguen sujetos a ajustes ad hoc cuando aumentan las tensiones macroeconómicas. Asimismo, YPF sigue estando muy expuesta a la influencia de políticas debido al control estatal y a su papel estratégico en el suministro interno de combustibles.

Tras el aumento de aproximadamente el 25% en los precios de la gasolina y el diésel en Argentina a principios de 2026, YPF y otros productores y refinerías acordaron en abril mantener sin cambios los precios minoristas de los combustibles durante 45 días. La medida temporal respondió a riesgos externos e internos, incluido el fuerte aumento de los precios del petróleo, el debilitamiento de la demanda de combustibles y la inflación del sector de consumo. Si bien el acuerdo supuso un alivio de precios a corto plazo, también implicó que YPF absorbiera parte del costo, lo que trasladó efectivamente la carga a la empresa en forma de ganancias diferidas y mayores necesidades de capital circulante.

Al mismo tiempo, YPF ha priorizado la reinversión y el desapalancamiento por sobre las distribuciones a los accionistas. La empresa no ha repartido dividendos recientemente, ya que ha destinado una parte significativa de su inversión de capital al desarrollo de la formación de esquisto de Vaca Muerta, lo que respalda el crecimiento a mediano plazo, pero limita su fortaleza financiera a corto plazo.

La trayectoria crediticia de YPF dependerá de su capacidad para equilibrar sus ambiciones de crecimiento con una gestión financiera prudente en un entorno de persistente incertidumbre política y económica. Las medidas adoptadas por la actual administración para normalizar los precios de la energía —y fomentar la inversión mediante la flexibilización de los controles de capital y la ampliación de los incentivos fiscales— mejorarían gradualmente la autonomía de YPF en materia de flujo de efectivo. No obstante, la fragilidad macroeconómica de Argentina y la sensibilidad de los consumidores a las subidas de precios de los combustibles probablemente siga limitando el ritmo de los ajustes de precios, sobre todo en períodos de volatilidad externa. Como la mayor empresa petrolera de Argentina, YPF sigue siendo estratégicamente importante y probablemente recibiría apoyo del gobierno en caso de ser necesario, aunque la capacidad del gobierno para brindar dicho apoyo continúa siendo limitada.

La política de precios de los combustibles y la extracción de dividendos en Chile elevan los riesgos para Enap

Las decisiones sobre precios de los combustibles y dividendos en Chile reflejan los límites de la autonomía financiera de la Enap. La fuerte subida de los precios del petróleo a principios de 2026 llevó al gobierno a modificar con carácter de urgencia su Mecanismo de Estabilización de Precios de los Combustibles (Mepco), lo que provocó un aumento sin precedentes del 44%-54% en los precios locales de los combustibles. Este ajuste repentino frenó el drenaje de fondos públicos, pero evidenció cómo un cambio en la política energética puede efectivamente trasladar el riesgo soberano de un país a su petrolera nacional.

El gobierno depende en gran medida de la Enap cuando los precios de los *commodities* son altos, y extrajo el 70% de las utilidades récord de la Enap en 2025 como dividendos para el Tesoro. Si bien las sólidas ganancias de la Enap y un bajo ratio de deuda bruta/ebitda de alrededor de 2.2x respaldan su fortaleza a corto plazo, el pago extraordinario presiona la capacidad financiera de la Enap para reducir su apalancamiento o postergar inversiones de capital. Esta influencia del Estado sobre la política financiera de la Enap hace que la asignación futura de su flujo de efectivo sea menos predecible, lo que refuerza la interferencia gubernamental como una consideración crediticia.

Aun así, el marco del Mepco permitió, en última instancia, que los precios locales de los combustibles convergieran más estrechamente con los referentes globales, lo que limitó el deterioro de los márgenes del *downstream* de la Enap. La importancia estratégica de la Enap como única petrolera nacional de Chile implica un posible respaldo soberano en caso de ser necesario, lo que sustenta su calidad crediticia pese a la volatilidad de las políticas. La futura supervisión crediticia de la Enap dependerá de su capacidad para equilibrar

mecanismos de compensación transparentes y oportunos y una supervisión prudente de las inversiones con los objetivos sociales del gobierno.

La intervención de política en México limita el beneficio de los precios del petróleo para Pemex

El aumento de los precios del petróleo apenas supone un beneficio crediticio sustancial para Pemex, ya que el Gobierno de México limita efectivamente el beneficio de la empresa en términos de flujo de efectivo derivado del alza de los precios internacionales del crudo y los combustibles. Los mayores precios del petróleo incrementan la carga fiscal de Pemex más de lo que mejoran su rentabilidad derivada del *downstream*, por lo que Pemex seguirá necesitando un apoyo considerable del gobierno.

México ha tomado medidas para estabilizar los precios de los combustibles mediante el ajuste del Impuesto Especial sobre Producción y Servicios (IEPS), entre otras medidas de estímulo fiscal. Estas medidas restringen la capacidad de Pemex para trasladar sus mayores costos a los consumidores de gasolina y diésel, lo que limita los márgenes del *downstream* en períodos de precios elevados. Las medidas de política recientes implican aproximadamente MXN4.6/litro (USD0.26) en subsidios para el diésel y MXN3.3/litro para la gasolina, por lo que Pemex se mantiene expuesta a la política de precios locales en lugar de a los precios de mercado.

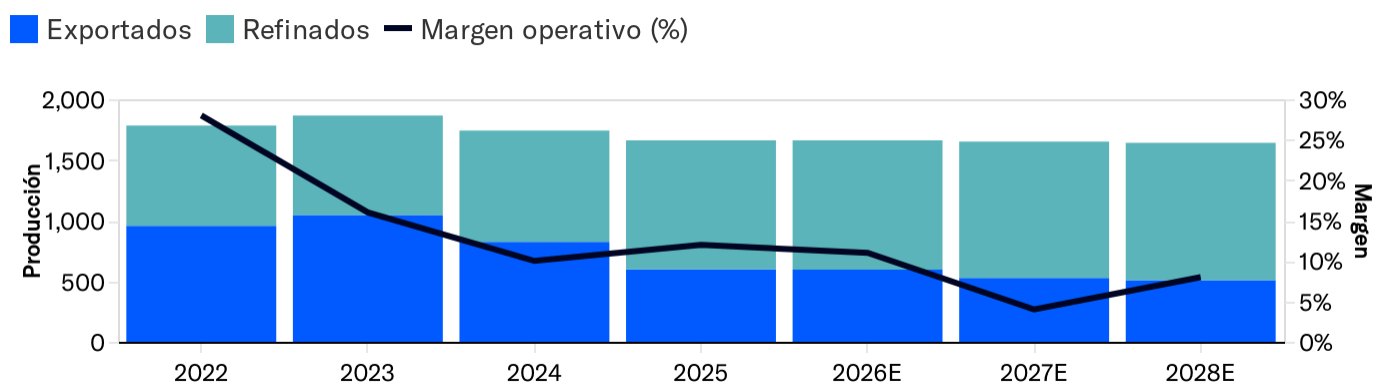
La política gubernamental también sigue distorsionando la economía operativa de Pemex. Actualmente, Pemex le paga al gobierno un gravamen de alrededor del 30% sobre el valor de mercado de los hidrocarburos extraídos, los cuales, por ley, son propiedad federal. Pemex también debe vender sus productos refinados a precios fijados por el Estado, aunque los costos de sus insumos para el combustible reflejan el costo de producción del petróleo en lugar de los precios del mercado internacional.

Estas asimetrías debilitan la capacidad de Pemex para beneficiarse de los precios elevados. Los pagos de impuestos federales de Pemex por la producción de petróleo reflejan los precios de mercado, y la regulación de los precios de los combustibles, junto con los escasos márgenes, impiden que su segmento *downstream* recupere ese valor. Estas políticas comprimen la generación de flujo de efectivo consolidado de Pemex y limitan el beneficio de los precios favorables de los *commodities*.

Por su parte, la estrategia de soberanía energética de México prioriza la refinación local por sobre las exportaciones de crudo, lo que reduce las ganancias de Pemex en los mercados de exportación con precios elevados. Las exportaciones de crudo de Pemex cayeron un 28% en 2025 a alrededor de 581,000 bbl/día, lo que aumentó su dependencia de los márgenes estructuralmente más débiles y los altos costos operativos del *downstream* (ver la Figura 2).

Figura 2

La producción de Pemex prioriza la refinación por sobre las exportaciones del *upstream*, en detrimento del margen operativo
Producción de petróleo/gas, bbl equivalentes de petróleo/día (miles)



E: estimado

Fuentes: Pemex y Moody's Ratings

Pemex generará flujo de efectivo libre negativo al menos hasta 2028, lo que refuerza su dependencia del Estado ante una débil generación de efectivo intrínseca y necesidades de refinanciamiento persistentes. El gobierno brindó apoyo por más de USD40,000 millones en 2025 y presupuestó alrededor de USD14,000 millones en 2026 (0.7% del PIB) para cubrir sus vencimientos a corto plazo.

Las restricciones de liquidez superan la dinámica de precios para Petroperú

La liquidez, los altos niveles de deuda y la continuidad operativa, más que los controles de precios de los combustibles, siguen siendo los principales riesgos crediticios para la empresa estatal Petroperú. A pesar de la mejora en su desempeño operativo, la calidad crediticia de Petroperú sigue reflejando un estrés agudo de liquidez, elevadas necesidades de capital circulante y dependencia de una intervención oportuna del Gobierno peruano.

Los mayores márgenes de refinación le ayudaron a Petroperú a generar aproximadamente USD273 millones en ebitda en el primer trimestre de 2026, en comparación con niveles cercanos al punto de equilibrio del año anterior. Sin embargo, su liquidez continúa siendo débil, con solo alrededor de USD34 millones en efectivo disponible y un ratio actual de cobertura de intereses (ebitda/gastos por intereses) de aproximadamente 0.8x, mientras que las cuentas por pagar elevadas siguen financiando las operaciones. El apalancamiento también sigue siendo muy alto, con un ratio de deuda/ebitda de alrededor de 24x a marzo de 2026, lo que refleja la expansión de la refinería de Talara financiada con deuda, que experimentó retrasos y solo recientemente comenzó a contribuir a las ganancias.

Perú vincula en términos generales los precios locales de la gasolina y el diésel a las referencias internacionales —normalmente los de la costa del Golfo de EE. UU.—, con ajustes por flete, logística, impuestos y márgenes de comercialización. Esta práctica limita las distorsiones directas en los precios y le permite a Petroperú beneficiarse de mayores precios internacionales gracias a los efectos sobre los márgenes e inventarios.

Sin embargo, al ser un importador neto de crudo y productos refinados, Petroperú también se ve estructuralmente expuesto a mayores costos de los insumos cuando suben los precios del petróleo. Los elevados precios del petróleo reducen el beneficio neto derivado de la mejora de los márgenes de refinación. Los mayores costos de los insumos incrementan las necesidades de capital circulante de Petroperú y absorben parte de sus ganancias operativas, particularmente en un contexto de liquidez limitada.

El apoyo gubernamental sigue siendo esencial para Petroperú, pero su ejecución es incierta. Un decreto de emergencia de mayo de 2026 autorizó al gobierno a adoptar medidas financieras extraordinarias, incluida la creación de un vehículo de propósito específico y hasta USD2,000 millones en apoyo gubernamental para garantizar la continuidad operativa y el capital circulante. Sin embargo, el momento, la estructura de financiamiento y los mecanismos de desembolso del decreto de emergencia siguen siendo inciertos, lo que limita la visibilidad de los inversores sobre la eficacia y la puntualidad de cualquier apoyo estatal a Petroperú.

© 2026 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 LAS FILIALES DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS OPINIONES ACTUALES. 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 SÍMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LOS MATERIALES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES 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. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO LEGAL, DE CUMPLIMIENTO, FINANCIERO, DE INVERSIÓN NI OTRO ASESORAMIENTO PROFESIONAL, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN 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 PERO NO LIMITADA A LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

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 o evaluación 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 crediticia o evaluación o en la elaboración de los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquier persona o entidad con relación a pérdidas o daños directos, 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 directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia o evaluación concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, 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 directores, oficiales, 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, COMERCIALIZABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, subsidiaria de propiedad total 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. MCO y todas las entidades de MCO que emiten calificaciones bajo la marca "Moody's Ratings" ("Moody's Ratings") también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Ratings. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en ir.moody.com bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Charter and Governance Documents – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones con Inversores – Gestión Corporativa – Documentos Constitutivos y de Gobernanza – Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A., Moody's Local CR Clasificadora de Riesgo S.A., Moody's Local ES S.A. de CV Clasificadora de Riesgo, Moody's Local RD Sociedad Clasificadora de Riesgo S.R.L. y Moody's Local GT S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

Términos adicionales solo para Australia: Cualquier publicación en Australia de este documento se realiza 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 una obligación de deuda del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento que se encuentre a disposición de clientes minoristas.

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales con respecto a las Opiniones de Segunda Parte y las Evaluaciones de Cero Emisiones Netas (según se definen en los Símbolos y Definiciones de Calificaciones de Moody's Ratings): Por favor notar que ni una Opinión de Segunda Parte ("OSP") ni una Evaluación de Cero Emisiones Netas ("NZA") son "calificaciones crediticias". La emisión de OSP y NZA no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur. UE: En la Unión Europea, Moody's Deutschland GmbH y Moody's France SAS prestan servicios como revisores externos de conformidad con los requisitos aplicables del Reglamento de Bonos Verdes de la UE. JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSP y NZA se clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.

NÚMERO DE REPORTE

1490765

CLIENT SERVICES

Americas	1-212-553-1653
Asia Pacific	852-3551-3077
Japan	81-3-5408-4100
EMEA	44-20-7772-5454