

OUTLOOK

7 May 2019

 Califique este reporte

TABLE OF CONTENTS

La recesión económica limitará el crecimiento de las primas	3
Alta inflación ejercerá presión sobre los resultados técnicos e incrementará la dependencia en los potencialmente volátiles resultados de inversiones	5
A pesar de los avances regulatorios, la Argentina aún se encuentra rezagada en términos de requisitos de solvencia basados en riesgo	6
El perfil crediticio de las aseguradoras de riesgos de trabajo continuará mejorando gradualmente a medida que se reduce la litigiosidad, aunque los riesgos continúan siendo significativos	6
Las InsurTechs crecen rápidamente, aunque no generarán una disrupción en el horizonte de la perspectiva	7
Publicaciones relacionadas de Moody's	9

Analistas de Contacto

Marcelo De Gruttola +54.11.5129.2624
AVP-Analyst
marcelo.degruttola@moody.com

Diego Nemirovsky +54.11.5129.2627
VP-Sr Credit Officer
diego.nemirovsky@moody.com

Florencia Eisner +54.115.129.2616
Associate Analyst
florence.eisner@moody.com

Eliana Gomez +54.11.5129.2625
Barreca
Associate Analyst
eliana.gomezbarreca@moody.com

Marc R. Pinto, CFA +1.212.553.4352
MD-Financial
Institutions
marc.pinto@moody.com

Seguros — Argentina

Ambiente operativo desafiante conduce a una perspectiva negativa

Hemos cambiado nuestra perspectiva para la industria de seguros argentina a negativa desde estable, reflejando nuestra expectativa de que el deterioro en el ambiente operativo del país, incluyendo la recesión económica y alta inflación, debilitará los fundamentos financieros de las aseguradoras en los próximos 12-18 meses. A pesar de que las altas tasas de interés locales podrían ayudar a preservar la rentabilidad de las aseguradoras, éstas aumentarán la dependencia de la industria en los volátiles retornos de las inversiones.

La recesión reducirá el crecimiento de las primas; alta inflación y la reciente devaluación del peso ejercerán presión sobre los resultados técnicos. El PBI real se redujo aproximadamente un 2,5% en 2018, y esperamos se reduzca un 1,5% adicional en 2019 antes de que comience su recuperación, limitando el crecimiento de primas tanto en los productos de seguros generales como en los de personas. Los recientes aumentos de incentivos impositivos impulsarán un crecimiento del mercado de seguros de personas en el mediano plazo. La alta inflación y una moneda mucho más débil aumentarán los costos de siniestros y gastos generales, reduciendo la rentabilidad técnica de las aseguradoras patrimoniales.

La rentabilidad continuará dependiendo fuertemente de los resultados de las inversiones. Las extraordinariamente altas tasas de interés son positivas para la rentabilidad general, pero conllevarán a las aseguradoras a depender de los resultados de las inversiones para compensar sus pérdidas técnicas, lo cual se traducirá en un aumento de la exposición a la volatilidad de mercado. La rentabilidad real probablemente no sea suficiente para restablecer los niveles de capital, dados los constantes niveles de inflación de dos dígitos.

El nuevo marco regulatorio mitigará en cierta medida el riesgo de litigios de las aseguradoras de riesgos del trabajo. A medida que más jurisdicciones adhieren a la nueva ley de riesgos del trabajo aprobada en 2017, esperamos que la cantidad de juicios continúe decreciendo en todo el país. Sin embargo, el alto volumen de juicios presentados durante la legislación anterior aún plantea un riesgo significativo que continuará afectando a la adecuación de reservas y la capitalización de las aseguradoras.

Este reporte es una traducción del original titulado [Insurance — Argentina:Challenging operating environment drives negative outlook](#) publicado el 07 mayo 2019.

Las InsurTechs crecen rápidamente, aunque no generarán una disrupción en el horizonte de esta perspectiva. Esta tendencia ayudará a modernizar la industria en los próximos años, aunque en el horizonte de la perspectiva de la industria de seguros de Argentina, no esperamos una disrupción dado que continúa dependiendo de los canales de distribución tradicionales (estos son, productores y brokers).

¿Qué podría cambiar la perspectiva? Una mejora en el ambiente operativo de las aseguradoras, incluyendo un crecimiento económico mayor al esperado, y una baja en la inflación, podrían cambiar la perspectiva a estable. Dadas las interrelaciones entre el ambiente operativo de las aseguradoras locales y el perfil crediticio del gobierno argentino, y la alta concentración en bonos soberanos que tienen las inversiones de las aseguradoras, un cambio en la perspectiva del rating soberano podría significar un cambio en la perspectiva de la industria de seguros.

Esta publicación no anuncia una acción de calificación de crédito. Para cualquier calificación crediticia a la que se haga referencia en esta publicación, por favor vea la pestaña de calificaciones en la página del emisor / entidad en www.moody.com para consultar la información de la acción de calificación de crédito más actualizada y el historial de calificación.

Definición de una Perspectiva de la Industria

La Perspectiva de la Industria (positiva, estable o negativa) indica nuestra evaluación prospectiva de las condiciones crediticias fundamentales que afectarán la solvencia de la industria de seguros argentina en los próximos 12-18 meses. Como tal, la perspectiva ofrece nuestra visión de cómo el ambiente operativo de la industria, incluyendo las tendencias macroeconómicas, de competencia y regulatorias, afectará, entre otras cosas, la calidad de los activos, el capital, la capacidad de fondeo, la liquidez y la rentabilidad. Dado que las perspectivas representan nuestra visión a futuro de las condiciones crediticias consideradas en nuestras calificaciones, una perspectiva negativa (positiva) sugiere que las acciones de calificación negativas (positivas) tienen en promedio mayor probabilidad. Sin embargo, la perspectiva no representa una suma de subas de calificación, bajas de calificación, o calificaciones en revisión, ni tampoco un promedio de las perspectivas de las calificaciones de los emisores de la industria, sino que representa nuestra evaluación de los lineamientos generales de los fundamentos crediticios dentro de la industria.

Exhibit 1

Primeras 20 aseguradoras argentinas y todas las aseguradoras calificadas por Moody's en el país (millones de pesos) Información al 30 de junio de 2018

Posición	Compañía	GLC IFSR /Perspectiva [1][2]	NS IFSR /Perspectiva [1][2]	Prima Bruta Suscripta	Total Activo	Patrimonio Neto	Participación de mercado por segmento			
							Participación de Mercado Total	Seguros Generales	ART	Vida
1	Federación Patronal Seguros	NC	NC	24,557	54,649	7,606	7%	10%	6%	2%
2	Caja de Seguros	Ba3/EST	Aaa.ar/EST	19,502	20,801	5,061	6%	9%	0%	6%
3	Prevención ART	NC	NC	18,992	23,389	3,673	6%	0%	20%	0%
4	Provincia ART	NC	NC	18,078	25,547	790	5%	0%	19%	0%
5	Sancor Cooperativa de Seguros Limitada	NC	NC	15,697	19,161	9,480	5%	7%	0%	5%
6	Galeno ART	NC	NC	11,580	19,744	2,318	3%	0%	12%	0%
7	Experta ART	NC	NC	10,753	18,810	2,867	3%	0%	11%	0%
8	San Cristóbal Sociedad Mutual de Seguros Generales	B1/EST	Aa2.ar/EST	10,043	19,240	9,886	3%	5%	0%	1%
9	Seguros Bernardino Rivadavia Cooperativa Limitada	NC	NC	9,942	14,923	5,438	3%	5%	0%	0%
10	Nación Seguros	NC	NC	9,305	13,333	4,240	3%	3%	0%	6%
11	Provincia Seguros	B2/EST	A1.ar/EST	9,300	9,687	1,106	3%	3%	0%	6%
12	La Segunda Cooperativa Limitada de Seguros Generales	B1/EST	Aa2.ar/EST	9,033	15,967	6,789	3%	5%	0%	0%
13	Allianz Argentina Compañía de Seguros	Ba2/EST	Aaa.ar/EST	8,468	12,289	3,068	3%	4%	0%	1%
14	Asociart ART	NC	NC	8,106	16,731	1,921	2%	0%	9%	0%
15	Compañía de Seguros La Mercantil Andina	NC	NC	7,474	7,787	1,289	2%	4%	0%	0%
16	OBE Seguros La Buenos Aires	Ba2/EST	Aaa.ar/EST	7,435	8,314	1,292	2%	4%	0%	0%
17	Seguros Sura	Ba3/EST	Aa1.ar/EST	7,179	8,967	1,499	2%	3%	0%	2%
18	La Segunda ART	B1/EST	Aa2.ar/EST	7,164	10,081	1,494	2%	0%	8%	0%
19	Zurich Argentina Compañía de Seguros	NC	NC	6,852	7,570	1,080	2%	3%	0%	1%
20	Swiss Medical ART	NC	NC	6,786	10,616	1,324	2%	0%	7%	0%
26	Chubb Seguros Argentina	Ba2/EST	Aaa.ar/EST	2,995	3,729	1,177	1%	1%	0%	1%
34	BBVA Consolidar Seguros	Ba2/EST	Aaa.ar/EST	2,335	3,009	1,337	1%	1%	0%	3%
68	La Segunda Compañía de Seguros de Personas	B1/EST	Aa2.ar/EST	693	1,131	308	0%	0%	0%	1%
73	Origenes Seguros	B1/EST	Aa3.ar/EST	574	294	145	0%	0%	0%	1%
86	Fianzas y Credito Compañía de Seguros	B2/EST	A2.ar/EST	433	332	82	0%	0%	0%	0%

[1] Las calificaciones de fortaleza financiera de seguros (IFSR, por sus siglas en inglés) son las vigentes a la fecha de publicación del presente informe

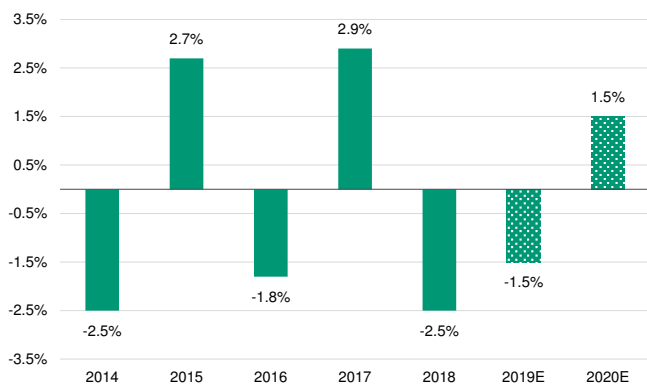
[2] NC: No calificada

Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación, Moody's Investors Service

La recesión económica limitará el crecimiento de las primas

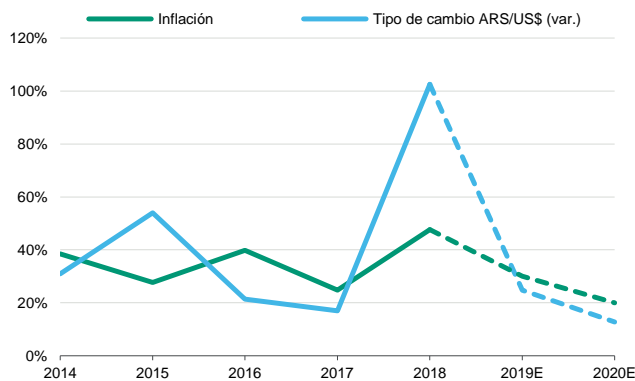
Las condiciones macroeconómicas de las aseguradoras argentinas continúan siendo difíciles, restringidas por la creciente inflación (48% en 2018, desde 25% en 2017, y la expectativa de que se mantenga alta en 2019), la debilidad de la moneda local (la cual se depreció en relación al dólar americano cerca del 50% en 2018 y un 15% adicional en lo que va del 2019), las extraordinariamente altas tasas de interés, con el rendimiento de las letras emitidas por el Banco Central actualmente alcanzando el 74% (tasa del 108% efectiva anual), y con la resultante caída de la actividad económica que comenzó en 2018 y que se espera continúe en 2019 (Figuras 2 y 3).

Figura 2
La actividad económica sólo se recuperará modestamente en 2020
Crecimiento interanual del PBI



Fuente: Moody's Investors Service

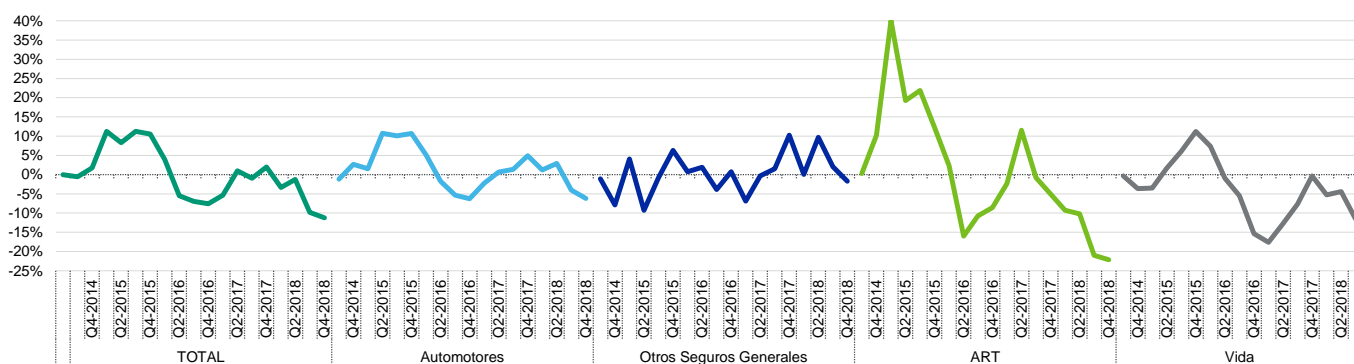
Figura 3
La inflación continuará alta en el transcurso del horizonte de la perspectiva y el tipo de cambio real se recuperará lentamente
Variación interanual del índice de precios al consumidor y del tipo de cambio



Fuente: Moody's Investors Service

La recesión económica redujo los volúmenes de primas de las aseguradoras a partir de la segunda mitad de 2018, y esperamos que esta tendencia continúe en 2019 mientras se mantenga la recesión. El total de primas netas de la industria de seguros generales se contrajo un 4% luego -en moneda constante- en la segunda mitad del 2018, en relación al mismo período de 2017 (Figura 4). Automóviles, el mayor ramo de la industria, representando el 73% de las primas netas de seguros generales del 2018, se contrajo un 5%, parcialmente compensado por otras líneas de negocio que se beneficiaron de la depreciación del peso, como los ramos rurales, transporte, incendio y ramos técnicos. Las coberturas de riesgos del trabajo, cuyas primas se contrajeron un 22%, fueron afectadas tanto por la recesión como por una baja en las tasas de primas de seguros, dado que la menor litigiosidad se tradujo en precios más bajos para esas coberturas. También se vio una caída en las primas de seguros de vida, las cuales disminuyeron un 13%, principalmente debido a una baja en la emisión de coberturas de saldo deudor como consecuencia del cambio en la regulación en 2016 que eliminó la obligatoriedad para los bancos de contratar coberturas de saldo deudor.

Figura 4
La recesión afecta a las primas de seguros
Crecimiento trimestral interanual de las primas netas ajustadas por inflación



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación, Moody's Investors Service

A pesar de nuestra proyección sobre una modesta recuperación económica en Argentina en 2020, la actividad económica continuará siendo débil en los próximos 12-18 meses, lo cual reducirá la demanda de seguros patrimoniales y de personas. Por consiguiente, esperamos continúen las caídas en las primas ajustadas por inflación para la mayoría de los ramos en 2019, en línea con la expectativa de caída en el PBI, con una leve recuperación en 2020. Compensa parcialmente esta tendencia negativa la expectativa de crecimiento

de los ramos rurales, dado que se espera una buena cosecha para el 2019 y que a su vez, la depreciación del peso argentino continuará beneficiando a los negocios denominados en dólares cuando se mide en términos ajustados por inflación, aunque se espera que los volúmenes reales continúen decreciendo aún en estos casos.

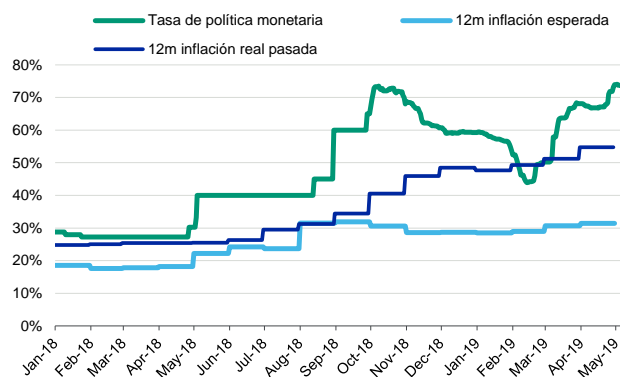
El gobierno argentino aumentó recientemente los incentivos impositivos para las compañías de seguros de vida y retiro por primera vez desde 1992. Esperamos que este cambio con implicancias crediticias positivas, aumente el volumen de primas emitidas de estos negocios en Argentina, el cual ha sido históricamente muy bajo en comparación con otros países de la región, y a su vez ayudará a desarrollar el mercado de capitales local. Sin embargo, la devaluación del peso y la acelerada inflación ha reducido el atractivo por los productos de seguros de largo plazo, especialmente aquellos con componentes de ahorro. Mientras que la perspectiva macroeconómica se mantenga inestable, la posibilidad de expansión de los negocios de vida y retiro seguirá restringida.

Alta inflación ejercerá presión sobre los resultados técnicos e incrementará la dependencia en los potencialmente volátiles resultados de inversiones

Una mayor inflación acompañada por una moneda local débil y tasas de interés extraordinariamente altas resultarán en aumentos de los costos de siniestros y gastos generales, presionando la rentabilidad y la adecuación del capital de las aseguradoras patrimoniales y limitando el crecimiento potencial para los productos de vida y retiro. Como resultado, los resultados técnicos de las aseguradoras seguirán debilitándose, aumentando la dependencia en los resultados de las inversiones, los cuales tienen rendimientos extraordinariamente altos gracias a la actual política monetaria restrictiva (Figura 5). Dicha dependencia tiene implicancias crediticias negativas para las aseguradoras dado que genera un potencial riesgo de volatilidad en los resultados (Figura 6), especialmente considerando que los portafolios de inversiones de las compañías de seguros de Argentina están mayormente concentrados en inversiones con grado especulativo. Las aseguradoras de automóviles (las cuales están sujetas a siniestros de responsabilidad civil de cola larga y son, a su vez, sensibles a las variaciones de los costos de los repuestos importados) y las aseguradoras de riesgos del trabajo (las cuales también están expuestas a siniestros de cola larga) estarán entre las más vulnerables al riesgo de inversiones.

Figura 5

El ajuste monetario generó tasas de interés reales extraordinariamente altas

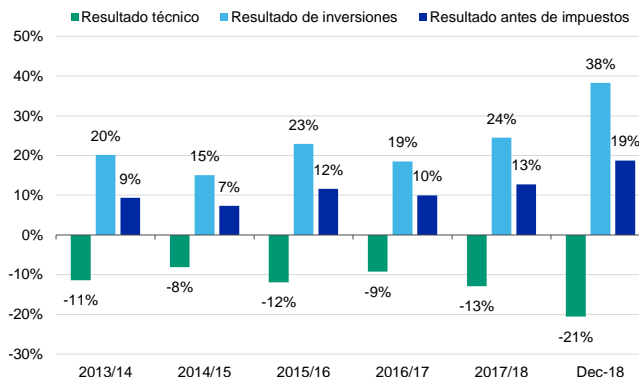


Fuente: Banco Central de la República Argentina

Figura 6

Las aseguradoras dependen cada vez más de los resultados de inversiones

Resultados como porcentaje de las primas netas devengadas

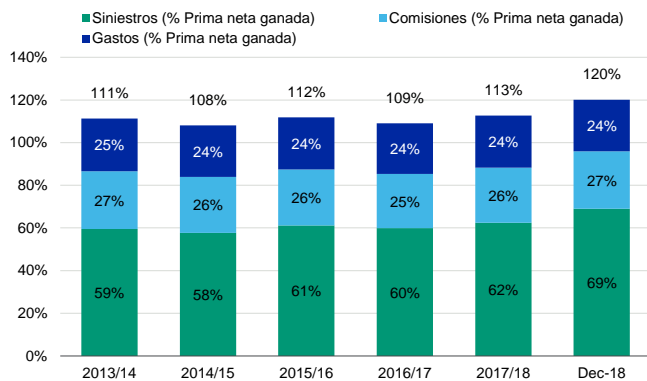


Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

En este contexto, las aseguradoras patrimoniales deberán aumentar sus primas lo suficientemente rápido como para seguir el ritmo de suba de costos asociados a la alta inflación y a una moneda más débil. A su vez, la inflación generalmente genera una brecha entre el valor final que se paga por los costos del seguro y el monto que las aseguradoras han reservado inicialmente, ejerciendo aún más presión sobre la rentabilidad y adecuación del capital. Como resultado, el ratio combinado de las aseguradoras patrimoniales, el cual es un indicador del desempeño de las compañías, ha aumentado en los últimos dos años (Figura 7), indicando que los costos están creciendo a un ritmo más alto que los ingresos. El aumento de este ratio ha sido más pronunciado en el segmento de automóviles, el cual es el segmento más grande de la industria de seguros de Argentina. En este contexto, los crecientes retornos de las inversiones no son suficientes para generar retornos sobre el capital ajustados por inflación positivos (Figura 8).

Figura 7

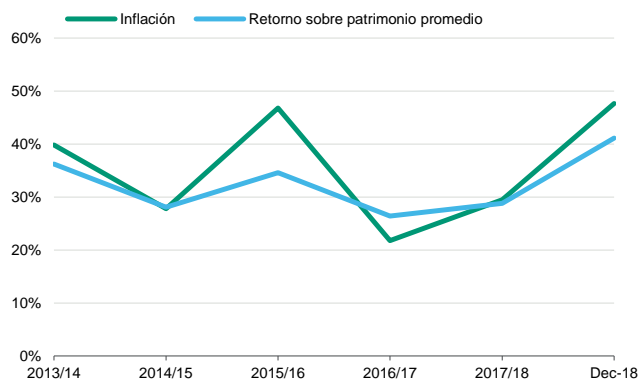
Las pérdidas técnicas de las aseguradoras llegaron a un máximo en diciembre 2018 mientras la inflación alcanzó su máximo en 20 años. Resultados como porcentaje de las primas netas devengadas (seguros generales)



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

Figura 8

A pesar de los altos rendimientos sobre inversiones, el retorno sobre patrimonio es menor a la inflación. Total de la industria de seguros



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación, Moody's Investors Service

A pesar de los avances regulatorios, la Argentina aún se encuentra rezagada en términos de requisitos de solvencia basados en riesgo

La Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN), ha incorporado recientemente lineamientos de gobierno corporativo, aumentos de requerimientos de capitales mínimos y requerimiento de estados financieros ajustados por inflación (desde junio 2019), las cuales son todas medidas con implicancias crediticias positivas dado que mejoran la adecuación del capital y buscan promover un mejor manejo del riesgo, funciones de control y transparencia dentro de las aseguradoras.

Sin embargo, a el marco regulatorio argentino carece de requerimientos de solvencia basados en riesgo, para capturar la exposición que tienen las aseguradoras a los riesgos de suscripción, mercado, crédito y operacional. Dichos requerimientos ajustarían el capital acorde a estos riesgos, lo cual reflejaría de mejor manera los riesgos de las aseguradoras y probablemente conllevaría a incrementos en el capital y mejoras en la solvencia. La ausencia de estos requerimientos es un aspecto negativo de la industria de seguros argentina dado que esta compuesta por 175 compañías, muchas de las cuales son muy pequeñas y carecen de personal propio capacitado en mejores políticas internacionales del manejo del riesgo.

Esperamos que el regulador de seguros de Argentina, como se ha anunciado públicamente, busque avanzar hacia un enfoque de capital basado en riesgo para los requerimientos mínimos de solvencia, aunque este proceso será gradual y probablemente transcurran años hasta su implementación. Esperamos que ese marco requiera un incremento de capital para muchas aseguradoras, lo cual podría ser una dificultad para aquellas aseguradoras con niveles menores de rentabilidad y por consiguiente, menor capacidad para general capital interno, resultando en mayores fusiones y adquisiciones.

El perfil crediticio de las aseguradoras de riesgos de trabajo continuará mejorando gradualmente a medida que se reduce la litigiosidad, aunque los riesgos continúan siendo significativos

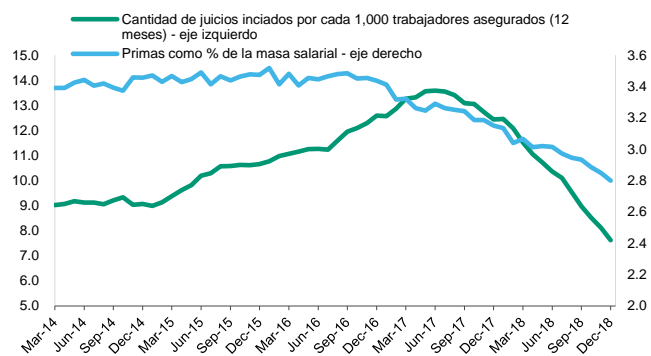
El número de juicios contra las aseguradoras de riesgos del trabajo medido en relación a la cantidad de asegurados se ha duplicado en los últimos cinco años previos a 2017, cuando se promulgó una ley que establece evaluaciones obligatorias a los empleados por parte de comisiones médicas previa presentación del reclamo en el sistema judicial. Desde la introducción de esta ley, la cantidad de juicios presentados ha caído significativamente, lo cual ha causado, a su vez, una caída en las primas cobradas por las aseguradoras por este tipo de coberturas (Figura 9). El segmento de riesgos del trabajo es el segundo mayor en importancia dentro del mercado de seguros de Argentina, representando casi el 30% del volumen total de primas.

Previo a la nueva ley, los altos niveles de litigiosidad causaron incrementos en los costos, afectaron las condiciones financieras de las aseguradoras y amenazaron a la viabilidad del sistema, causando que muchos demandantes busquen - y generalmente obtengan - mejores compensaciones que las que prevé el actual marco legal, poniendo en duda la estabilidad y sustentabilidad del sistema de seguros de riesgos del trabajo. Además, los beneficios definidos por fallos judiciales han variado extensamente dependiendo de la jurisdicción y, en muchos casos, éstos no han seguido los lineamientos legales actuales para riesgos del trabajo. Esto no solo ha causado un aumento en los costos de las aseguradoras, sino que también ha dificultado la capacidad de las compañías de estimar los costos siniestrales finales, conllevando a que éstas dependan altamente de sus resultados de inversiones para compensar las pérdidas técnicas. La mayoría de las aseguradoras de riesgos del trabajo registran ratios combinados, que miden siniestros y gastos en relación a las primas, que exceden ampliamente el 100%, lo cual significa que las primas no cubren los costos.

Dicho esto, la caída en los siniestros ha ayudado a frenar el deterioro de la adecuación de capital de las aseguradoras de riesgos del trabajo y, como resultado, el apalancamiento técnico bruto cayó a 9,7x a diciembre de 2018 desde un máximo del 11,5x en el año fiscal 2017 (Figura 10). Sin embargo, la adecuación del capital continúa siendo débil y se encuentra restringida por la pobre adecuación de las reservas de las compañías, dada la incertidumbre que existe respecto del valor final de los costos relacionados a los juicios pendientes de las aseguradoras.

Figura 9

Nueva regulación produjo una pronunciada caída en los juicios y en las tasas de primas

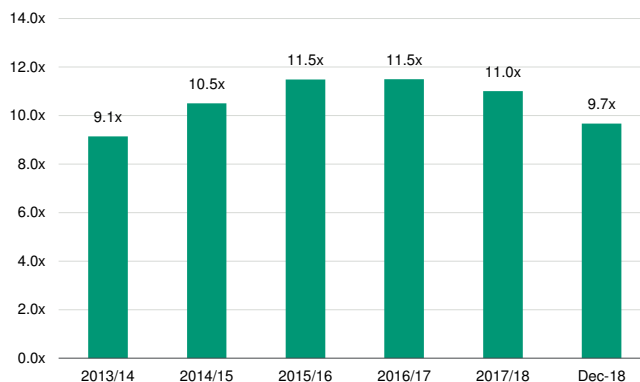


Source: Superintendencia de Riesgos del Trabajo, Moody's Investors Service

Figura 10

Baja de litigios condujo a mejoras en la adecuación del capital, aunque continúa siendo una debilidad clave para la industria

Apalancamiento técnico bruto



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación, Moody's Investors Service

Mientras más jurisdicciones se adhieran a la nueva ley de riesgos del trabajo, los juicios continuarán decreciendo a lo largo de todo el país. Sin embargo, el gran volumen de siniestros pendientes presentadas bajo la legislación anterior todavía implica un riesgo significativo y continuará restringiendo la adecuación de las reservas y capitalización de las compañías. El cambio de normativa implica un proceso estandarizado para evaluar las lesiones resultantes de accidentes del trabajo y provee de una guía para un nivel de compensaciones adecuado. Previamente, y actualmente en algunas jurisdicciones, la falta de una evaluación estandarizada confiable sobre la gravedad de las lesiones relacionadas con accidentes del trabajo imposibilitaba que los jueces puedan tener fundamentos sólidos en los que basar sus fallos, lo cual incentivaba el aumento en la cantidad de juicios.

Las InsurTechs crecen rápidamente, aunque no generarán una disrupción en el horizonte de la perspectiva

Las InsurTechs están creciendo rápidamente, tanto mediante alianzas con aseguradoras o directamente como parte de su negocio. Esta tendencia ayudará a modernizar la industria en los próximos años, aunque no esperamos una disrupción en el horizonte de la perspectiva de la industria de seguros de Argentina dado que la mayoría de la industria continúa dependiendo de los canales de distribución tradicionales (estos son, productores y brokers).

En Argentina, los consumidores están moviéndose constantemente hacia un uso más amplio de las plataformas electrónicas a medida que las aseguradoras aumentan su foco en las estrategias digitales, aunque a un ritmo más lento en comparación a industrias de seguros más maduras. Sin embargo, en los próximos años, la extensión en el uso de los dispositivos conectados puede afectar la rentabilidad de las aseguradoras, y podría, en el largo plazo, generar presiones disruptivas en la industria permitiendo que las grandes compañías de tecnología controlen el acceso a los consumidores. Esperamos que los actuales actores globales o las grandes aseguradoras locales tengan los recursos necesarios para adaptarse a este escenario futuro mediante inversiones en nuevas tecnologías, aunque aquellas compañías que no posean la visión estratégica o los recursos necesarios para desarrollarse o adquirir productos y servicios innovativos lucharán por mantener su posición de mercado.

Los actores internacionales probablemente posean una ventaja competitiva por sobre los pequeños rivales locales dado que pueden beneficiarse del uso de tecnologías creadas o adquiridas por su casa matriz. Sin embargo, las compañías de seguros locales han estado desarrollando de forma activa estrategias digitales, mediante alianzas con terceros, adquiriendo negocios de InsurTech o lanzando sus propias compañías de seguros completamente digitales.

Publicaciones relacionadas de Moody's

Reportes del sector

[El ajuste por inflación de los balances de las aseguradoras argentinas protegerá su capital, Febrero 2019](#)

[Nuevos incentivos fiscales para seguros de vida y retiro estimularán el crecimiento de la industria, Enero 2019](#)

[Nuevo impuesto erosionará el capital de cooperativas y mutuales de seguros argentinas, aunque su impacto será manejable, Enero 2019](#)

[Incremento de capitales mínimos es positivo para las aseguradoras argentinas, Diciembre 2018](#)

Planilla analítica de calificación

[Planilla analítica de calificación de la industria aseguradora de Argentina, Mayo 2019](#)

Suplemento estadístico de seguros

[Industria aseguradora argentina - performance financiera de 2018 y suplemento estadístico](#)

Argentina, Gobierno de

[Credit Opinion: Government of Argentina](#)

Otras perspectivas de industrias aseguradoras de América Latina

[Colombia: Outlook for Colombia's insurance industry is negative given weaker economic growth, May 2019](#)

[Peru: Asset quality, profitability, regulatory framework support stable outlook, October 2018](#)

[Brazil: Outlook stable despite low interest rates and sluggish economic growth, August 2018](#)

Metodologías de calificación globales

[Metodología global de Moody's para compañías de seguros de vida, Mayo 2018](#)

[Metodología global de Moody's para compañías de seguros generales, Mayo 2018](#)

© 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, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHO 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's.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.

NÚMERO DE REPORTE

1172765

CLIENT SERVICES

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