



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Negativa

Fecha de primer rating: 18/01/2019

Fecha de revisión: 03/07/2020

## Analistas

### Head of Sovereign & Financial Institutions

Antonio Madera del Pozo  
amadera@axesor-rating.es

### Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez  
gcmartinez@axesor-rating.es

## Resumen Ejecutivo

Mantenemos nuestra calificación de crédito de BBB+ con cambio de tendencia a Negativa desde Estable en base a las incertidumbres en torno a la profundidad final que la crisis sanitaria provocada por el COVID-19 tenga sobre la economía lusa, y aunque es cierto que el país ha sido uno de los menos afectados a nivel de contagios, la severidad de las medidas de distanciamiento social aprobadas ha desencadenado una profunda afectación de su economía por su alta terciarización y dependencia tanto de la actividad turística como del comercio internacional. En este sentido, los primeros datos conocidos indican que en el primer trimestre de 2020 la economía lusa se contrajo un 3,8% con previsiones anuales que apuntan a una caída del PIB sin precedentes que podría superar el 9,4% interanual en 2020, con un débil repunte en 2021 a un ritmo del 6,3% interanual, pero que estará acompañado de un deterioro del mercado laboral, con una tasa de paro que podría alcanzar el 11,6% este año, niveles que, por otro lado, se mantendrían alejados de los registrados durante la última crisis financiera.

No obstante, nuestra calificación de crédito subraya el mejor punto de partida que presenta la economía portuguesa para afrontar este shock coyuntural, con un PIB que en 2019 volvió a crecer por encima de sus principales homólogos europeos, una continua corrección del mercado laboral que le ha llevado a alcanzar niveles mínimos de desempleo y un notable proceso de consolidación fiscal que no solo le ha permitido mantener un superávit primario, sino que también un superávit fiscal que contrasta abiertamente con el déficit presentado en media por la eurozona. No obstante, la calificación se encuentra constreñida por el abultado nivel de deuda pública, sobre el que esperamos un rápido deterioro, tanto en términos absolutos como relativos, si bien cabe señalar su cada vez mayor sostenibilidad, no solo por la continua reducción permitida por el saneamiento de las finanzas públicas - incluyendo el repago adelantado de parte de los fondos del rescate-, sino que también por el adecuado control de gastos financieros y los buenos niveles de liquidez que brinda la política monetaria expansiva puesta en marcha por el BCE.

## Fundamentales

### Fortalezas

- Evolución positiva de la economía durante 2019 con tasas que superaron la media de la Eurozona.
- El progresivo proceso de consolidación fiscal ha derivado en un superávit del 0,2% -que incluso ha superado las previsiones elaboradas por el Ministerio de Finanzas- y el mantenimiento de un superávit primario.
- Mejora de las condiciones del mercado de trabajo donde la productividad ha aumentado en la mayoría de los sectores y el aumento de los salarios ha sido mayor al registrado en años anteriores.
- Las medidas aplicadas de forma prematura y la cooperación entre los diferentes partidos políticos ha propiciado un escenario de tranquilidad política del que incluso se desprenden unos presupuestos complementarios como punto de partida para el fomento de la recuperación económica.

### Debilidades

- Pese a la favorable evolución de la deuda y el pago de la misma, Portugal sigue siendo una de las naciones más endeudadas, situación que esperamos empeore en el corto plazo como consecuencia del deterioro de las finanzas públicas y la recesión económica.
- Las posibilidades de una segunda oleada de contagios podría agravar el impacto final de este shock coyuntural, ralentizado el proceso de recuperación económica dada su alta dependencia del comercio internacional y la actividad turística.
- El shock económico ralentizará el proceso de convergencia en términos de PIB por habitante con sus socios europeos.
- Previsible deterioro de las finanzas públicas no solo por la caída de ingresos, sino que también por el aumento de los gastos, aunque con una previsión de déficit inferior a la de sus homólogos europeos.

## Contenido

1. Situación socioeconómica	3
1.1. Shock económico desencadenado por el COVID-19	3
2. Balance fiscal, deuda y liquidez	5
3. Marco institucional y situación gubernamental	7
4. Anexos	8
4.1. Comparación internacional	8
4.2. Scorecard	9

## Principales magnitudes

	2017	2018	2019	2020F
PIB real (% cambio)	3,5%	2,4%	2,2%	-9,4%
PIB por habitante (%UE28)	65,1%	65,9%	66,5%	-
IPC armonizado	1,5%	1,2%	0,3%	0,2%
Tasa de paro (% población activa)	8,9%	7,1%	6,5%	11,6%
Población en riesgo exclusión (%)	23,3%	21,6%	-	-
Deuda sociedades no financieras (% PIB)	163%	156%	-	-
Balanza corriente (% PIB)	1,2%	0,4%	0,0%	-0,6%
NIIP (% PIB)	-110%	-106%	-100,8%	-
NPL	13,3%	9,4%	6,1%	
Loan-to-deposits	92%	89%	87,3%	-
Balance Fiscal (%PIB)	-2,9%	-0,4%	0,2%	-6,5%
Balance Primario (% PIB)	0,9%	3,0%	3,2%	-3,1%
Deuda Pública (%)	123,9%	120,1%	117,6%	135,9%

Fuentes: INE, Bank of Portugal, Eurostat, European Commission, IMF & Axesor

## Tendencia

Nuestra calificación BBB+ con cambio de tendencia desde Estable a Negativa se basa en el escenario de incertidumbres derivados del COVID-19, y aunque es cierto que la situación de partida de las finanzas pública mejora a la presentada en anteriores crisis, la profundidad que termine teniendo esta pandemia sobre la economía podría ralentizar el proceso de recuperación en el que se encontraba inmerso la economía portuguesa, sobre todo por su importante terciarización y dependencia de la actividad turística, lo que terminará impactando en las finanzas pública y presionando al alza sobre sus elevados niveles de deuda.

## Análisis de Sensibilidad

Aunque lo consideramos poco probable, la calificación de crédito y/o el outlook de la República de Portugal podría mejorar si el deterioro del PIB fuese notablemente inferior al previsto, la recuperación en 2021 se produjese a un ritmo muy superior y las finanzas públicas continuasen la senda de consolidación fiscal y reducción de deuda. Por el contrario, la calificación podría empeorar si el impacto sobre la economía fuese superior al considerado, la deuda pública creciese a un mayor ritmo y las finanzas públicas mostrasen un deterioro mayor y prolongado..

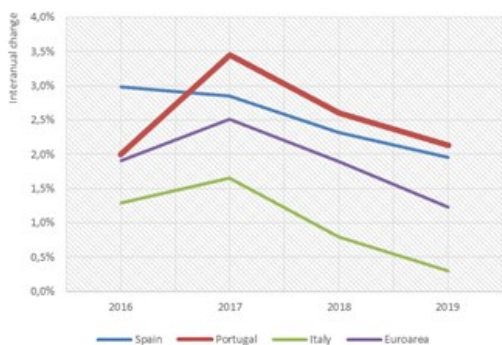
## Comité de Rating

El Comité ha acordado mantener el rating con cambio de tendencia. Los principales puntos debatidos en el comité estuvieron relacionados con la evolución de la economía en 2020 y 2021 y los efectos de este shock sobre el balance fiscal y la deuda pública.

## 1. Situación socioeconómica

Nuestra calificación de crédito de BBB+ / En Observación subraya la positiva evolución observada en la economía lusa durante los últimos años, con una tasa de crecimiento interanual del 2,2% que prácticamente duplicó el 1,2% presentado por la eurozona en el mismo periodo de tiempo, situación que además tuvo una traslación al mercado laboral, que creció generando empleo aunque a un ritmo inferior que en años anteriores por el progresivo proceso de ralentización que se venía observando en la economía portuguesa.

Gráfico 1: Evolución interanual PIB. Comparativa internacional.



Fuente: Comisión Europea y Axesor Rating

Gráfico 2: Evolución tasa de paro. Comparativa internacional.



Fuente: Comisión Europea y Axesor Rating

Desde Axesor Rating destacamos el mejor punto de partida presentado por la economía portuguesa para hacer frente al shock coyuntural desencadenado por la crisis del COVID-19, con una economía que por tercer año consecutivo continuó liderando el ranking de crecimiento de la euro zona, en buena parte explicado por el buen comportamiento tanto de la demanda interna como del sector exterior, lo que favoreció la convergencia en términos de PIB por habitante que, sin embargo, continuó por debajo del 65% de la media comunitaria, uno de los principales constringentes de nuestra calificación.

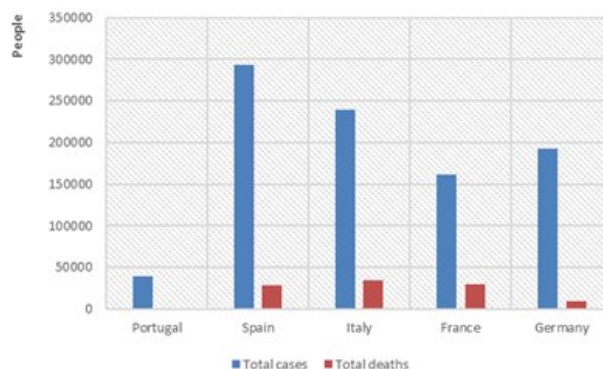
Además de ello subrayamos la favorable evolución observada en el **mercado de trabajo** luso, con una significativa mejora de la productividad -que creció a un ritmo muy superior al de sus principales socios comunitarios-, en la mayor parte de los sectores de actividad, siendo especialmente destacable el comportamiento observado en el sector servicios.

No podemos olvidar la continua corrección de la tasa de paro por el dinamismo observado en el mercado laboral, con una reducción desde el 6,5% registrado a finales de 2019 hasta el 6,7% observado a finales del primer trimestre de 2020. No obstante nuestra calificación de crédito tiene en cuenta el persistente problema de dualidad y calidad laboral existente, con un empleo muy vinculado al sector servicio de menor valor añadido, siendo Portugal el segundo país de la Zona Euro con mayor número de contrato temporales y afectando más el desempleo a los grupos de edad más jóvenes, situación que supone un desafío para afrontar la recuperación económica post-Covid.

### 1.1. Shock económico desencadenado por el COVID-19

A pesar del sólido desempeño observado, Portugal no ha sido ajena a los efectos de la crisis sanitaria desencadenada por el COVID-19, y aunque el número de contagiados y fallecidos se aleja de los observados en otros países de su entorno (Italia, Francia y España), Portugal fue uno de los primeros países en declarar el Estado de Alarma (13 de Marzo de 2020) situación que fue progresivamente prorrogada hasta su finalización el pasado 2 de Mayo, una de las primeras economías de la Zona Euro en hacerlo, pero la última en abrir sus fronteras (1 de julio).

Gráfico 3: Contagiados y fallecidos por COVID-19. Comparativa.



Fuente: John Hopkins y Axesor Rating.

Hasta la fecha Portugal ha registrado cerca de 40.000 contagios y 1.540 fallecidos. Durante los últimos meses ha venido mostrándose como ejemplo de lucha ante el Covid-19 gracias a la rápida actuación y aprobación de medidas para hacer frente a la pandemia ante de registrar fallecimientos. A pesar de ese buen comportamiento en la cifra de contagios y fallecidos, la severidad de las medidas puestas en marcha por el Gobierno de Portugal han sido asimilables a la del resto de países más afectados, tal y como pone de manifiesto el *Stringency Index* elaborado por la Universidad de Oxford.

En este sentido, y con el fin de aplanar la curva de contagios ante la ausencia de tratamientos antivirales y preventivos efectivos, los distintos gobiernos del mundo adoptaron medidas que en la mayor parte de los países estuvieron acompañadas del cese de la actividad económica y el confinamiento de la población.

En el caso de Portugal, en el que su economía se encuentra muy terciarizada y es altamente dependiente del turismo (8% del VAB y 9% del empleo), este cese de actividad provocó una contracción sin precedentes en el PIB del primer trimestre, de casi el -3,8% interanual que estuvo alejado del -5,2% observado en Italia, Francia y España.

De hecho, las previsiones apuntan a que Portugal será una de las economías europeas más castigadas por esta situación coyuntural, con una contracción del PIB que previsiblemente alcanzará el 9,4% interanual -bajo el supuesto de no producirse un repunte en otoño- seguido de una recuperación durante el siguiente ejercicio presentando una tasa de crecimiento estimado del 6.3%. No se debe olvidar el marco de incertidumbre en el que se desenvuelve esta situación ya que estas previsiones podrían cambiar en función de distintos factores como puede ser futuros rebrotes en los próximos meses.

A pesar de que las medidas de distanciamiento social adoptadas tan solo afectaron a la segunda quincena del mes de marzo, por el lado de la demanda se ha producido una caída en los ingresos de los hogares y las decisiones de consumo se han visto alteradas así como del nivel de confianza por parte de los ciudadanos. De hecho, los agentes económicos más afectados son los autónomos y las PYMES, cerca del 16% de los comercios han cerrado temporalmente durante el mes de Marzo. Además la matriculación de vehículos cayó un 57% y la producción un 46% en el mismo periodo. Es por ello que se espera que el consumo privado descienda este año en un 10% interanual.

Para hacer frente a esta situación, y evitar una mayor profundidad de este shock, el Gobierno ha tomado medidas fiscales de forma simultánea y complementaria a las medidas de política monetaria aprobadas por el Banco Central Europeo (en un contexto de inflación reducida), enfocadas en tres pilares: sanitarias, sociales y empresariales.

Entre ellas destacan: 600 millones de euros destinados a la lucha contra la pérdida de empleo (0.3% PIB), moratorias de pagos a la seguridad social por un valor de 7.900 millones de euros (3.7% PIB), 13.000 millones de euros destinados a avalar líneas de créditos para PYMES con el fin de garantizar la liquidez de los negocios (6.8% PIB) además de aportaciones mensuales al sistema sanitario por valor de 400 millones de euros (0.2% PIB).

Figura 3: Stringency Index



Fuente: University of Oxford.

Con respecto a la política monetaria destacamos el incremento del volumen de programa de compra de deuda (PEPP) recientemente aprobado y el futuro fondo de reconstrucción europeo que estará dotado de ayudas directas y préstamos, por el importante papel desempeñado en el control de las primas de riesgo, mejorando la sostenibilidad del abultado volumen de deuda pública.

A pesar de estos paquetes de estímulos, destacamos el mantenimiento de la inflación en niveles controlados, no siendo previsible que supere el 0,2% en 2020, alejadas del mandato del BCE, situación que a su vez permitirá que los paquetes de estímulos se mantengan al menos durante el próximo año.

Finalmente, nuestra calificación de crédito de BBB+ / En Observación tiene en cuenta la notable mejora observada en el sistema financiero luso, posicionándolo en un punto más favorable ante la crisis actual y el consiguiente papel de los bancos en la recuperación económica. Su rentabilidad ha aumentado al 0.7% y se ha reducido la ratio de morosidad del 9.4% al 6.1% mejorando la calidad de sus balances, a pesar de lo cual continúa siendo de las más elevadas de la eurozona, situación que previsiblemente empeorará en el corto plazo como consecuencia del importante deterioro de la economía ya comentado. No obstante, la banca portuguesa parte con unos mejores niveles de capitalización que le permitirán asumir el previsible deterioro que se producirá en su cartera de inversión crediticia.

## 2. Balance fiscal, deuda y liquidez

Nuestra calificación de crédito tiene en cuenta la positiva la evolución de las finanzas públicas, materializado en un importante proceso de consolidación del que se ha derivado el primer superávit fiscal del 0.2% del PIB desde el inicio de la recuperación económica, casi 0.6 puntos porcentuales por encima del déficit correspondiente a 2018 y sobrepasando las previsiones iniciales del Ministerio de Finanzas del 0.1%.

Figura 4: Evolución ratio Deuda Bruta/PIB



Fuente: OECD

\*Estimaciones

Figura 5: Evolución balance fiscal. Comparación internacional



Fuente: OECD

\*Estimaciones

Los presupuestos del año 2019 cerraron con un **superávit primario** del 3,2% en línea con la tendencia de los años previos, manteniéndose en niveles superiores a los presentados por sus similares en la Unión Europea, situación que favoreció el proceso de reducción de deuda observado durante los últimos años.

Durante este ejercicio las finanzas públicas reflejaron un crecimiento de los ingresos del 3,9% acompañado de una marcada tendencia de reducción progresiva de gastos por el pago de intereses desde el año 2015 observándose durante este ejercicio la mayor caída de todo el lustro (7,5%) beneficiado por el entorno de política monetaria expansiva que buscaba reactivar el débil crecimiento observado en la zona euro.

El 17 de Diciembre, previo Covid, se aprobaron los presupuestos para el año 2020 caracterizados por la implantación de políticas fiscales de carácter estructural. Por el lado de los ingresos se contabiliza una caída en la reducción de impuestos, tanto del gravamen aplicable a las personas físicas como a las sociedades mercantiles. Por otro lado, los gastos presentan un impacto negativo en este ejercicio debido a las medidas aprobadas en materia de revisión de empleo en el sector público y aumento de transferencias sociales.

Sin embargo, y debido al impacto de la crisis sanitaria, el Gobierno ha aprobado un **Presupuesto adicional**. Los gastos aumentarían aproximadamente 4.300 millones de euros más de lo previsto pre-Covid (incremento interanual del 9%) y los ingresos caerían cerca de 4.400 millones de euros.

De hecho, esperamos un importante deterioro de las finanzas públicas (déficit del 7,9% del PIB) como consecuencia de la reducción de ingresos debido a la menor recaudación de las figuras impositivas a la producción e importación. De hecho se espera una caída del 6,2% interanual en 2020 con una posterior recuperación y aumento de los mismo en 2021 del 6,4%.

Consideramos que este deterioro de las finanzas públicas presionará al alza sobre los abultados niveles actuales de deuda pública, uno de los principales limitantes de nuestra calificación y del cambio de Outlook contemplado.

Aunque la proporción de deuda sobre el PIB muestra una evolución favorable hasta el 117.6% del PIB desde el 120.3% registrado en 2018, esperamos observar un rápido crecimiento en 2020 hasta superar el 135,9% del PIB como consecuencia del shock económico actual, situación que tan solo tenderá a mejorar levemente en 2021 cuando la deuda se reducirá hasta el 131,4% del PIB, situando a la economía portuguesa en una situación de mayor vulnerabilidad ante shocks económicos que sus iguales europeos.

No obstante, desde Axesor Rating subrayamos su continua reducción, tanto en términos absolutos como relativos, siendo especialmente reseñable la finalización del pago de sus obligaciones con el FMI en 2018, y el pago anticipado de 2.000 millones de euros al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, todo ello en consonancia con los requisitos y previsiones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Con todo ellos, las acciones acometidas han dado lugar a una mejora del perfil de amortización de la deuda.

Sin embargo, y aunque su sostenibilidad se encuentra en niveles adecuados, cabe señalar la importante concentración de vencimientos programados para 2020 y 2021, de 14.000 millones y 24.000 millones de euros respectivamente, cifra esta última que incluye además 6.000 millones de euros correspondientes a la pseudo-ayuda que recibió por parte del Programa de Asistencia Económica y Financiera.

Estas cifras se unirán a la mayor necesidad de emisión de deuda para financiar el déficit generado en estos dos años, si bien no esperamos tensiones en los mercados a la vista del programa de compra de deuda -recientemente ampliado- por el BCE y el Fondo de Reconstrucción europeo pendiente de aprobación.

### 3. Marco institucional y situación gubernamental

La calificación de crédito tiene en cuenta el adecuado marco institucional que configura el funcionamiento del Gobierno portugués, así como las medidas de transparencia y los instrumentos de supervisión y control. Consideramos que la formación del mismo garantiza la correcta evolución de las relaciones laborales. Como muestran los indicadores de gobernanza de Portugal se encuentran dentro de los mejores rangos de cada uno de ellos, destacando la eficiencia de gobierno y el control de corrupción y violencia en el país.

Además valoramos favorablemente la pertenencia a la Unión Europa viéndose la economía favorecida por el uso de una moneda única, la cooperación económica entre las diferentes potencias integrantes y el acceso a ayudas antes situaciones de desequilibrio que pudieran tener un desenlace más profundo y estructural sin la existencia de dichas instituciones, como ocurrió con la pseudo-ayuda recibida en 2011 ante la crisis de deuda soberana y con el fin de sanear las finanzas públicas, objetivo que está siendo alcanzado en el corto plazo y previsiblemente a largo plazo previo Covid.

A pesar del Gobierno en minoría vigente, nuestra calificación tiene en cuenta el clima de entendimiento y coordinación entre los distintos partidos ante la nueva recuperación económica, y que tiene su reflejo en la reciente aprobación de los Presupuestos Adicionales para 2020.



## 4. Anexos

### 4.1. Comparación internacional

	Date	Spain	Germany	France	Italy	Portugal
<b>Macroeconomic</b>						
GDP (B\$)	2019	1,923	4,443	3,061	2,454	346
Real GDP (% change)	2019	2.0%	0.6%	1.3%	0.3%	2.2%
GDP per capita	2019	26.440	41.350	35.960	29.610	20.660
Current Account Balance (% GDP)	2019	1.99%	7.14%	-0.758%	2.97%	-0.08%
NIIP (% GDP)	2019	-74%	71.2%	-23.3%	-1.7%	-100.8%
HICP	2019	0.8%	1.4%	1.3%	0.6%	0.3%
Unemployment rate	2019	14,1%	3,15%	8,4%	9,9%	6,5%
Population (thousands inhabitants)	2019	46,937	83,019	67,012	60,359	10,276
People-at-risk (% population)	2018	26.1%	18.7%	17.4%	27.3%	21.6%
Global Competitiveness Index (rank)	2019	23	7	15	30	34
Happiness Index (Rank)	2019	28	17	23	30	59
Non-Financial Corp. Debt (% GDP)	2018	132.7%	100.3%	195.4%	112.7%	167.4%
<b>Financial System <sup>(1)</sup></b>						
NPL	2019	3.2%	1.3%	2.5%	6.7%	6.1%
LTD	2019	1.11	1.31	1.15	1.08	0.87
ROA	2019	0.5%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>Public Sector</b>						
Surplus / Deficit (% GDP)	2019	-2.8%	1.4%	-3.0%	-1.6%	0.2%
Primary Surplus / Deficit (% GDP)	2019	-0.5%	2.3%	-1.6%	1.7%	3.4%
Structural Surplus / Deficit (%GDP)*	2019	-2.9%	0.7%	-2.3%	-1.9%	-0.1%
Gross Public Debt (% GDP)	2019	95.5%	59.7%	98.1%	134.8%	117.7%
Gross Financing Needs (% GDP)*	2019	16.8%	10.3%	16.9%	22.1%	13.9%
<b>Governance indicators (rank)</b>						
Voice and responsibility	2018	82	95	88	81	88
Political Stability	2018	55	66	51	57	89
Governement Effectiveness	2018	79	93	91	68	86
Regulatory Quality	2018	80	94	83	73	78
Rule of Law	2018	80	91	89	61	85
Control of Corruption	2018	72	95	87	62	80

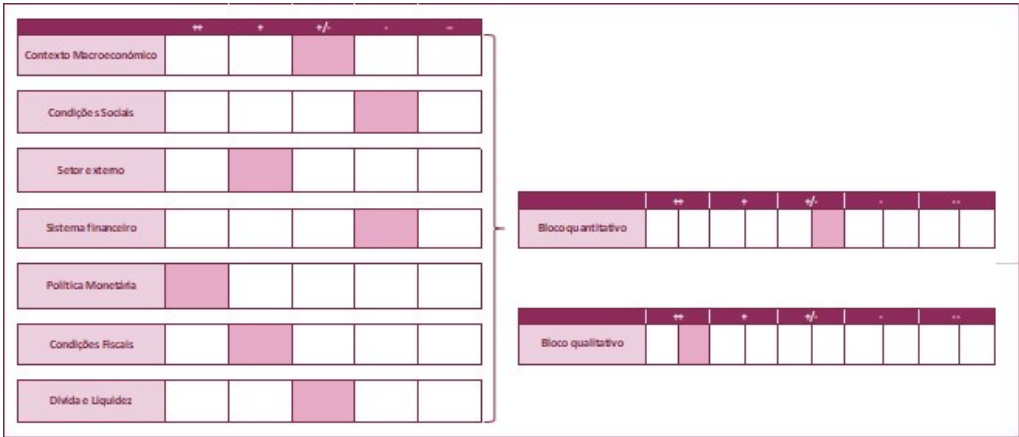
1) EBA. Harmonised

\*Estimaciones

Sources: INE, Eurostat, IMF, World Bank, European Commission, ODCE & ECB.



4.2. Scorecard



## Información regulatoria

### Fuentes de información

La calificación de crédito emitida en este informe es no solicitada. La información utilizada es exclusivamente de carácter público, siendo las principales fuentes:

1. Información proveniente de fuentes de acceso público, principalmente el institutos de estadísticas oficiales, bancos centrales, y otras fuentes gubernamentales, además de la OCDE, Eurostat, Banco Mundial, Banco Central Europeo y Fondo Monetario Internacional, entre otros.
2. Información propia de Axesor Rating.

La información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar plausibilidad y coherencia, considerándose satisfactoria. No obstante, Axesor Rating no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

### Nivel de participación de las entidades calificadas en el proceso de calificación crediticia

Calificación Crediticia No Solicitada	
Con Participación de la Entidad Calificada o Terceros Vinculados	NO
Con Acceso a Documentos Internos	NO
Con Acceso a la Dirección	NO

### Información adicional

- La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N°1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Sovereign Rating y Metodología de Perspectivas que puede consultarse en [www.axesor-rating.com/sobreaxesor/metodologia](http://www.axesor-rating.com/sobreaxesor/metodologia); y bajo la Escala Soberanos largo plazo disponible en [www.axesor-rating.com/sobre-axesor/escala](http://www.axesor-rating.com/sobre-axesor/escala)
- Axesor publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses axesor no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.
- El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

**Condiciones de uso de este documento y su contenido:**

Para todas las modalidades de Rating que la AGENCIA emita, el Usuario no podrá, por sí mismo o a través de terceros, ceder, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o realizar cualquier otro acto de disposición de los datos contenidos en este Documento a tercero alguno, ya sea de forma gratuita u onerosa, ni alterar, transformar o tergiversar de cualquier forma, la información facilitada; así mismo, tampoco podrá copiar y/o duplicar la información ni crear ficheros que contengan total o parcialmente la información contenida en el Documento. El Documento y su código fuente, en cualquiera de sus modalidades, tendrá la consideración de elaboración, creación, u obra de la AGENCIA sujeto a la protección de la normativa reguladora de los derechos de propiedad intelectual.

Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no retirar el copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la denominación comercial establecida por la AGENCIA sobre el mismo, así como el logotipo, marcas y cualquier otro signo distintivo y representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Documento y su contenido no se utilizarán para ningún propósito ilegal o no autorizado por la AGENCIA. El Usuario pondrá en conocimiento de la AGENCIA cualquier uso no autorizado del Documento y/o su contenido del que hubiera tenido conocimiento.

El Usuario responderá por sí y por sus empleados y/o cualquier otro tercero al que se haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido frente a la AGENCIA de los daños y perjuicios que se le causen en caso de incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declara haber leído, aceptado y entendido a la entrega del Documento, sin perjuicio de cualesquiera otras acciones legales que la AGENCIA pudiera ejercitar en defensa de sus derechos e intereses legítimos.

El Documento se proporciona bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario haga de la información contenida en el mismo. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones tienen únicamente la consideración de opiniones realizadas con validez a la fecha de su emisión y no son declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno, o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA tienen la consideración de dictamen propio, por lo que se recomienda que el Usuario se base en ellas de forma limitada para cualquiera de las finalidades que pretenda dar a dicha información. Los análisis no se refieren a la idoneidad de cualquier valor. La AGENCIA no actúa como fiduciario o como asesor de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustitutivo del conocimiento, criterio o del juicio o la experiencia del Usuario, de su Dirección, empleados, asesores y/o los clientes con el objeto de tomar decisiones de inversión.

La AGENCIA dedica el mayor esfuerzo y cuidado para tratar que la información suministrada sea correcta y fiable. No obstante, debido al hecho de que la información se elabora a partir de los datos suministrados por fuentes sobre las que la AGENCIA no siempre tiene control y cuya verificación y cotejo no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, así como sus directores, accionistas, empleados, analistas o agentes no asumirán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o ganancias y costes de oportunidad, pérdidas de negocio o daño reputacional ni otros costes derivados) por las inexactitudes, incorrecciones, falta de correspondencia, carácter incompleto u omisiones de los datos e información utilizada para la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso del contenido del Documento incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños. La AGENCIA no realiza una auditoría ni asume la obligación de verificación independiente de las fuentes de información de las que se vale para la elaboración de sus calificaciones.

Por tanto, el Usuario está de acuerdo en que la información suministrada por la AGENCIA podrá ser un elemento más a tener en cuenta en la adopción de sus decisiones empresariales, pero no podrá tomar las mismas exclusivamente en base a ella, y de hacerlo libera a la AGENCIA de toda la responsabilidad por la falta de adecuación. Igualmente, queda bajo la discreción del Usuario y por ello libera a la AGENCIA de toda responsabilidad por la posible falta de adecuación del contenido de la Información, el uso de la misma para hacerla valer ante tribunales y/o juzgados, administraciones públicas o cualquier otro organismo público o tercero particular para cualquier motivo de su interés.

**©2020 por AXESOR RISK MANAGEMENT S.L.U. Todos los derechos reservados.**

C/ Graham Bell. Edificio Axesor s/n de Armilla (Granada)

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid.