

CREDIT OPINION

21 October 2021

Actualización

 Califique este reporte

CALIFICACIONES

Estado de Estado de México

Domicile	Mexico
Long Term Rating	Ba1
Type	LT Issuer Rating - Dom Curr
Outlook	Stable

Para mayor información, favor de consultar la [sección de calificaciones](#) al final de este reporte. Las calificaciones y perspectiva mostradas reflejan información a la fecha de publicación.

Contactos

Matthew Walter +52.55.1253.5736
 AVP-Analyst
 matthew.walter@moodys.com

Maria Martinez-Richa +52.55.1253.5729
 VP-Senior Analyst
 mariadelcarmen.martinez-
 richa@moodys.com

Cristiane Spercel +55.11.3043.7333
 VP/SCO Manager
 cristiane.spercel@moodys.com

Alejandro Olivo +1.212.553.3837
 Managing Director
 alejandro.olivo@moodys.com

CLIENT SERVICES

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

Estado de México (México)

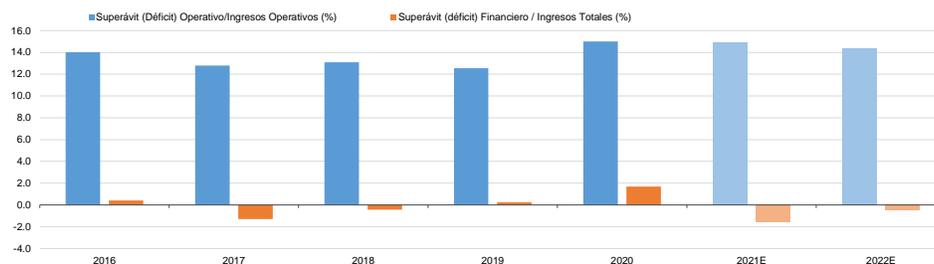
Actualización del análisis crediticio

Resumen

El perfil crediticio del [Estado de México](#) (Ba1/A1.mx estable) refleja altos balances operativos, que se han mantenido así incluso ante presiones relacionadas con la pandemia, una posición de liquidez adecuada y niveles crecientes de ingresos propios, que a su vez son un reflejo de la diversificada y dinámica economía regional así como de las buenas prácticas de recaudación. Al mismo tiempo, el perfil del estado refleja niveles muy elevados de pasivos por pensiones. Estimamos que el estado registrará déficits financieros bajos de 1.6% y 0.5% en 2021 y 2022, respectivamente, dado el plan de gasto en infraestructura. Sin embargo, el estado pretende financiar el aumento en el gasto de capital con nueva deuda de largo plazo en vez de recursos disponibles, conduciendo a una leve mejora en la posición de liquidez a finales de 2022. Un aumento sustancial en la liquidez podría generar presión positiva en las calificaciones del estado.

Gráfico 1

El estado de México reportará déficits financieros bajos y altos superávits operativos en 2021 y 2022



Fuente: Moody's Investors Service, estados financieros del estado de México

Fortalezas Crediticias

- » Altos balances operativos
- » Nivel de endeudamiento moderado
- » Fuerte base económica y sólido nivel de ingresos propios

Retos Crediticios

- » Muy altos pasivos por pensiones no fondeados
- » Mejora en la liquidez

Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de la calificación es estable y refleja nuestras expectativas de que el estado va a continuar registrando superávits operativos fuertes y una mayor recaudación de ingresos propios, niveles moderados de endeudamiento y una posición de liquidez estable, a la vez que sigue enfrentando pasivos no fondeados por el sistema de pensiones.

Factores que Podrían Cambiar la Calificación a la Baja

Consideraríamos una baja en las calificaciones del estado de México si los déficits financieros son mayores a los esperados y esto conduce a un deterioro en su liquidez y/o un aumento sustancial en el endeudamiento.

Factores que Podrían Cambiar la Calificación al Alza

Consideraríamos un alza en las calificaciones si el estado de México registra un fortalecimiento sostenible en sus niveles de liquidez, así como seguir registrando balances operativos altos. También si el estado implementa reformas para reducir sus pasivos no fondeados por pensiones generaría presión al alza en sus calificaciones.

Indicadores Clave

Estado de México

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	37.4	37.8	34.3	31.7	37.7	40.1	38.1
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	2.4	2.6	2.9	2.4	2.2	2.7	2.6
Superávit (Déficit) Operativo/Ingresos Operativos (%)	14.0	12.8	13.1	12.5	15.0	15.0	14.3
Superávit (déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	0.4	-1.3	-0.4	0.2	1.7	-1.6	-0.5
Ingresos Propios/Ingresos Operativos (%)	19.0	17.2	16.2	17.6	16.5	17.3	17.2
Efectivo/Pasivos Circulantes (x)	1.05	0.72	1.01	0.55	0.63	0.62	0.88
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)	64.4	66.1	66.7	65.5	-	-	-

Fuente: Moody's Investors Service, estados financieros del estado de México, INEGI y CONAPO.

Detalle de los Fundamentos de la Calificación

El perfil crediticio del estado de México, como lo reflejan las calificaciones de Ba1/A1.mx estable, combina 1) la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) de ba1, y 2) una baja probabilidad de apoyo extraordinario proveniente del Gobierno Federal de [México](#) (Baa1 negativo), en caso que la entidad enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

Evaluación del Riesgo Crediticio Base

Altos márgenes operativos

Durante los últimos cinco años, el estado de México ha registrado, en promedio, fuertes balances operativos equivalentes al 13.5% de los ingresos operativos. Estos resultados reflejan no solamente el crecimiento continuo en los ingresos sino también la capacidad del estado para contener el crecimiento en el gasto operativo. Durante el periodo 2016-2020, la tasa compuesta de crecimiento anual (CAGR por sus siglas en inglés) de los ingresos operativos de 7% ha estado por encima de la CAGR de los egresos operativos de 6%.

Durante 2020, el balance operativo fue equivalente a 15% de los ingresos operativos, gracias principalmente a reducciones en algunos rubros del gasto operativo en medio del choque de ingresos ocasionado por la pandemia. A pesar de que el estado destinó MXN 7,183 millones en gasto directo en reacción a la crisis sanitaria, incluyendo subsidios adicionales al sector de salud y apoyos económicos, también implementó recortes en otros rubros del gasto para limitar la presión presupuestaria. Aunque los ingresos propios cayeron, el estado también se benefició de la activación del Fondo de Estabilización de los Ingresos de las Entidades Federativas (FEIEF), el cual cubrió la mayor parte del faltante en las participaciones federales respecto al monto presupuestado para 2020. Lo anterior, ayudó a contener la reducción total en ingresos operativos a solamente 1.6% durante el ejercicio.

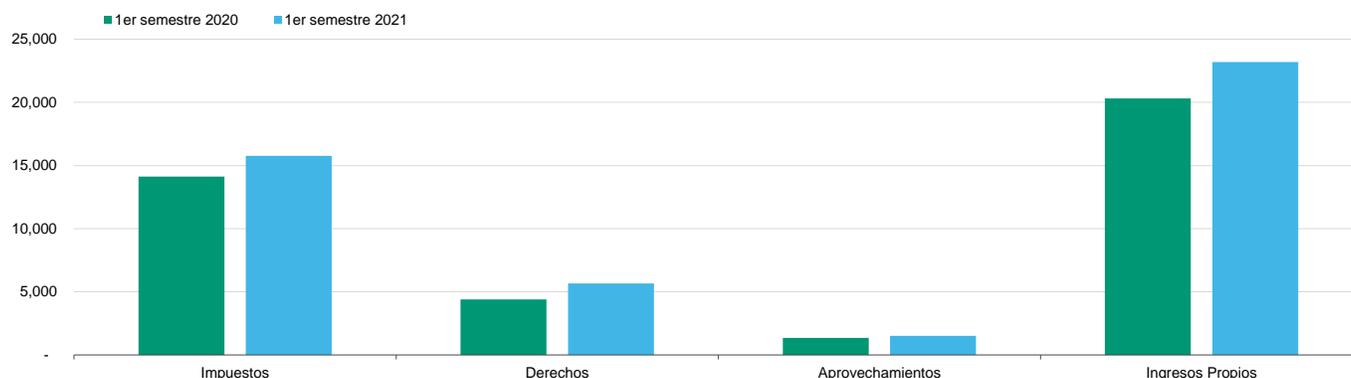
Esta publicación no anuncia una acción de calificación de crédito. Para cualquier calificación crediticia a la que se haga referencia en esta publicación, por favor vea la pestaña de calificaciones en la página del emisor / entidad en www.moody.com para consultar la información de la acción de calificación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

Para 2021-22 estimamos que el balance operativo se mantendrá en un nivel sólido de 14-15% gracias a la fuerte recuperación en la recaudación de ingresos propios y el crecimiento esperado en 2022 en las participaciones, lo cual permitirá al estado absorber un crecimiento en los egresos operativos en línea con el ritmo histórico. Entre las presiones más importantes en el gasto operativo, sobresale el gasto en seguridad pública, el cual ha crecido 38% desde 2017. Sin embargo, durante el primer semestre de 2021, los ingresos propios crecieron 14.2% versus el mismo periodo de 2020, impulsado por un incremento importante en los impuestos, derechos y los aprovechamientos (ver Gráfico 3).

Gráfico 3

Se observa una fuerte recuperación en la recaudación de ingresos propios en 2021

MXN Millones



Fuente: Moody's Investors Service, estados financieros del estado de México

Fuerte base económica y sólido nivel de ingresos propios

La economía estatal es una de las más grandes del país y contribuye con alrededor del 9% del PIB nacional. Sin embargo, el PIB per cápita representó sólo el 65.5% del promedio nacional en 2019. Durante 2020, la economía del estado se vio afectada por la pandemia del coronavirus, con reducciones en los niveles de actividades en los sectores de servicios, industriales y de construcción. Entre marzo y julio 2020 el número de empleos asegurados en el Instituto Mexicano de Seguridad Social (IMSS) en el estado cayó 60,260, representando una reducción de 3.6%. Sin embargo, a junio 2021 ya se observa una recuperación importante, con el número de empleados afiliados al IMSS solamente 16,062 por debajo del nivel observado antes de la pandemia en marzo 2020. El estado también reporta una reactivación gradual en la inversión privada en el estado en lo que va de 2021.

Estimamos que la reactivación de la economía seguirá apoyando el crecimiento en los ingresos propios, los cuales serán equivalentes a 11.4% de los ingresos operativos en 2021 y 11.3% en 2022, versus 10.3% en 2020. En estos niveles los ingresos propios del estado se mantienen levemente por debajo de la mediana de 15.6% de sus pares nacionales calificados en Ba1.

Mejora en la liquidez si continúa el control de los déficits financieros

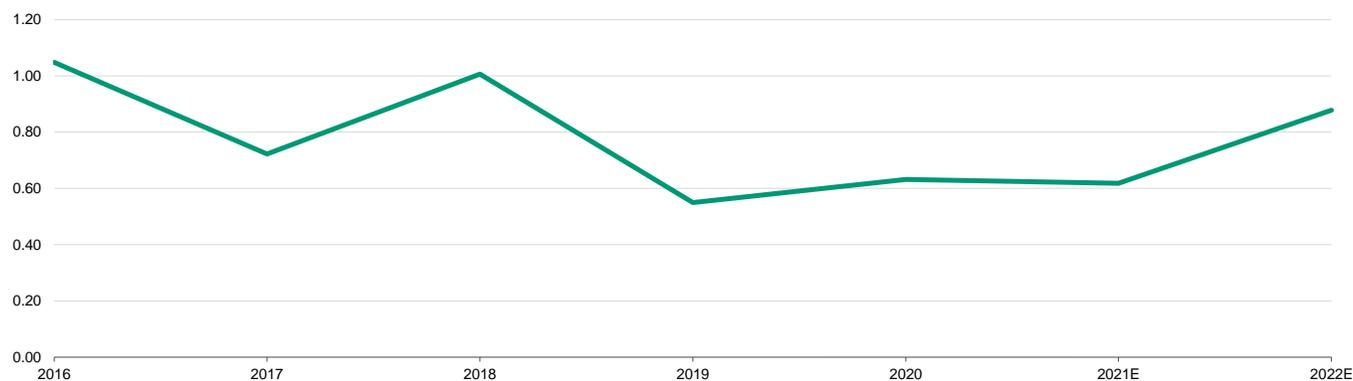
El estado de México ha reportado déficits financieros bajos en dos de los últimos cinco años como consecuencia del relativamente alto nivel de gasto de capital. Durante 2020 el estado reportó un resultado financiero positivo de 1.7% los ingresos totales gracias a una reducción en el gasto en infraestructura durante la pandemia. Sin embargo, estimamos que reportará déficits moderados de 1.6% en 2021 y 0.5% en 2022, debido al importante aumento en el gasto de capital contemplado para el periodo y a reducciones en las transferencias federales etiquetadas en 2021. La administración ha identificado un conjunto de obras prioritarias para el estado, destacando expansiones en sistemas de transporte público, nuevas líneas de agua potable y nuevas inversiones en carreteras.

Como resultado del registro del déficit financiero durante 2019 y de pagos en 2020 para reducir pasivos circulantes acumulados desde el ejercicio anterior, la posición de liquidez del estado de México se ha mantenido en niveles levemente por debajo de ejercicios anteriores. Sin embargo, el estado sigue contando con un colchón de liquidez suficiente para enfrentar choques y en niveles en línea con sus pares nacionales. La razón de efectivo entre pasivos circulantes era equivalente a 0.63x en diciembre 2020, modestamente encima del 0.55x reportado en 2019, pero todavía por debajo del 1.0x en 2018. La mediana de los estados mexicanos calificados en Ba1 en 2020 era de 0.73x.

Aunque el estado contrató créditos de corto plazo durante la pandemia para cubrir posibles brechas en la liquidez, al final no se vio obligado disponerse de ellos. Dada nuestra expectativa que el estado financiará su déficit financiero con nuevo financiamiento de largo plazo y que seguirá reportando superávits operativos, estimamos que la razón de liquidez seguirá mejorando gradualmente para llegar a 0.88x al final de 2022. Si el estado logra mantener una tendencia positiva en su liquidez y evita la contratación de créditos de corto plazo, podría generar presión positiva en su perfil crediticio.

Gráfico 4

Estimamos que la liquidez se mantendrá una tendencia positiva en 2022



Fuente: Moody's Investors Service, estados financieros del Estado de México

Nivel de endeudamiento moderado

El estado de México tiene prácticas de manejo de la deuda que le han permitido mantener niveles de endeudamiento relativamente estables respecto a los ingresos operativos. La deuda directa e indirecta neta (NDID por sus siglas en inglés) representó 37.7% de los ingresos operativos a finales de 2020, un nivel moderado y sin mucha variación respecto el nivel reportado hace cinco años, mientras que el pago de intereses representó 2.1% de los ingresos operativos. A junio de 2021, el 62% del saldo insoluto de la deuda bancaria de largo plazo correspondiente a créditos de la banca comercial y 38% con el [Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos](#) (Banobras, Baa1 negativa).

Incluimos también en sus indicadores de deuda directa e indirecta neta el monto recibido como resultado de la deuda emitida para ayudar a mitigar la caída en las participaciones que resultó de la disminución en la Recaudación Federal Participable derivada de la contracción económica, a través del FEIEF. Consideramos que el estado tiene una obligación de pago al haber firmado un convenio individual con el Gobierno Federal para que anticipe al fideicomiso de pago los montos requeridos para restituir cualquier pago. Dicho anticipo se compensará de las participaciones en un monto equivalente de hasta el 4% del Fondo General de Participaciones. En el caso del estado de México, estimamos que el saldo a diciembre de 2020 era de aproximadamente MXN 5,325 millones.

Dentro del saldo de la deuda también incluimos el crédito con Banobras dentro del programa del Programa de Apoyo para Infraestructura y Seguridad (PROFISE) del Gobierno Federal y otro bajo el programa de Fondo Nacional de Reconstrucción (FONREC). Bajo estos programas, el estado de México pagará intereses mensuales y el capital será pagado a través de un bono cupón cero emitido por el Gobierno Federal. Excluimos estas obligaciones del cálculo de la deuda directa e indirecta neta, ya que el estado no pagará el capital. Sin embargo, se añade el pago de intereses en el cálculo del servicio de la deuda. Antes del cierre de 2021, el estado pretende llevar a cabo un refinanciamiento del crédito PROFISE para obtener una reducción en la tasa de interés.

Adicionalmente, incluimos en los indicadores de deuda directa el monto recibido como resultado de la potenciación del Fondo de Aportaciones Múltiples (FAM). Si bien el monto potenciado del FAM se entrega a un Organismo Responsable de la Infraestructura Física Educativa (INIFED) en cada entidad federativa, consideramos que el estado tiene una obligación de pago al comprometer, a través de un convenio, el 25% de sus ingresos futuros del FAM. Asimismo, una vez que se lleve a cabo la recepción formal de los activos beneficiados, la entidad federativa lo registrará como parte de sus activos. Estimamos que para 2020, el monto correspondiente al estado de México fue de aproximadamente MXN 3,477 millones.

Asimismo, incluimos la deuda indirecta emitida por el Instituto de la Función Registral (IFREM), organismo descentralizado del estado y de los proyectos de asociación pública y privada (APPs) en el cálculo de la deuda directa e indirecta neta. Las APPs, que en general proveen servicios esenciales, derivan sus ingresos de los pagos efectuados por el gobierno en cuestión. Los pagos están diseñados para cubrir los costos, incluyendo los costos operativos y los costos por servicio de la deuda, los cuales es muy probable que el estado asuma directamente en caso de que las APPs fracasen. Sin embargo, es importante mencionar que durante 2020, a pesar de la caída en ingresos en dichos organismos, el estado no se vio obligado a cubrir estas obligaciones. En el caso del IFREM, el estado únicamente autorizó la aplicación de los remanentes fiduciarios que normalmente recibe del organismo para cubrir el pago de amortización e intereses temporalmente. Durante 2021 ya se observa una recuperación fuerte en los ingresos del IFREM, por lo que estimamos que no será necesario que el estado sea obligado a dar apoyo de manera recurrente.

Estimamos que en 2021, la razón de NDID incrementará a 40.1% de los ingresos operativos y que el pago de intereses incrementará a 2.7% de los ingresos totales. Luego en 2022, estimamos que el nivel de endeudamiento será de 38.1%. Esto, considerando que el estado tiene autorización para adquirir nuevos créditos por hasta MXN 4,000 millones durante este ejercicio y durante los primeros meses del 2022. Estimamos que no será necesario hacer uso de créditos de corto plazo durante el periodo.

Muy altos pasivos por pensiones no financiados

En términos de pensiones, el Instituto de Seguridad Social del Estado de México y Municipios (ISSEMyM) es el organismo público a cargo de las pensiones y de los servicios de salud de los empleados del estado, municipios y otros organismos del estado. El sistema de pensiones tiene una estructura mixta, con algunos empleados bajo un sistema de pensiones de cuentas individuales, lo que limitará la acumulación de pasivos en el futuro.

De acuerdo con el estudio actuarial, con información a diciembre de 2018, el déficit actuarial era de MXN 829 mil millones, equivalente al 517% de los ingresos operativos de 2020, el nivel más alto de los estados calificados. Adicionalmente, el estudio actuarial considera que el estado ya está haciendo aportaciones extraordinarias para financiar el pago de los beneficios de los pensionados y jubilados desde 2018. De acuerdo con la estimación del estudio actuarial, las aportaciones extraordinarias representarán el 2.1% de los ingresos totales en 2021, un nivel aún manejable, que podría incrementar en los siguientes años.

Para mitigar el impacto en la finanzas el estado está llevando a cabo acciones que buscan cubrir el pasivo en el corto y mediano plazo, incluyendo la recuperación de adeudos de los municipios y organismos públicos que participan en el sistema y la venta de terrenos para levantar fondos. Aunque hay propuestas para implementar reformas fundamentales para reducir el pasivo, entre ellas un aumento en la edad de jubilación, limitaciones en el número de beneficiarios y un cambio en la indexación de los beneficios, dichas reformas requerirían aprobación del congreso estatal.

Consideraciones de Apoyo Extraordinario

Moody's asigna una baja probabilidad de que el gobierno federal tome acciones para prevenir un incumplimiento por parte del estado de México. La baja probabilidad refleja la apreciación de Moody's de las medidas que ha tomado el ejecutivo federal para impulsar la autonomía y responsabilidad fiscal de los estados.

Consideraciones ESG (por sus siglas en inglés)

Cómo los riesgos ambientales, sociales y de gobierno informan nuestro análisis crediticio del estado de México

Moody's toma en cuenta el impacto de los factores ambientales (E), sociales (S) y de gobierno corporativo (G) al determinar las fortalezas económicas y financieras de los emisores subsoberanos. En el caso del estado de México, determinamos la importancia de ESG en el perfil crediticio de acuerdo a lo siguiente:

Las consideraciones ambientales no son materiales para el estado de México. Los principales riesgos ambientales que enfrenta el estado se relacionan con la escasez de agua y la calidad del aire. Si bien la responsabilidad de proveer agua a la ciudadanía es de los organismos operadores municipales, el gobierno estatal realiza algunas inversiones de manera conjunta. Adicionalmente, el estado de México también invierte en el monitoreo de la calidad del aire y lleva acciones para tratar de disminuir los contaminantes, tales como la provisión de un mejor transporte público, sin embargo, no representan aún una presión para las finanzas estatales.

Las consideraciones sociales son materiales para el estado de México. El estado de México enfrenta crecientes presiones provenientes del fondeo de pensiones. De acuerdo al último estudio actuarial disponible, el estado ya hace aportaciones extraordinarias para poder

fondar el pago de las pensiones actuales. Adicionalmente, el estado seguirá enfrentando presión en el gasto relacionado con la seguridad. Finalmente, cabe destacar que vemos el brote de coronavirus como un riesgo social por las implicaciones sustanciales de salud y el riesgo de una mayor propagación del brote en el estado. Los riesgos sociales ya están capturados en las calificaciones actuales del Estado de México.

El gobierno corporativo es material para el estado. La calidad institucional del estado de México se define primordialmente por el marco institucional determinado por la legislación nacional para todos los gobiernos estatales y municipales. El Estado de México cumple con las reglas y regulaciones de este marco institucional y presenta estados financieros de manera clara, detallada y a tiempo. Adicionalmente, los balances operativos positivos y los niveles estables y manejables de endeudamiento son un reflejo de las buenas prácticas de administración del presupuesto y del manejo de deuda. Estos factores se encuentran incorporados en las calificaciones del estado.

Mayores detalles se proveen en la sección de "Evaluación del riesgo crediticio base". Nuestro enfoque de ESG se explica en nuestra metodología intersectorial "[Principios generales para evaluar riesgos ambientales, sociales y de gobierno corporativo](#)".

Metodología de Calificación y Matriz de Factores

En el caso del estado de México, la matriz de Evaluación del Riesgo Crediticio Base asignada por el comité de calificación (BCA, por sus siglas en inglés) de ba1 está un nivel por debajo del resultado indicado de la matriz de factores. El resultado indicado de baa3 de la BCA de la matriz refleja: (i) un puntaje de riesgo idiosincrático de 5 (mostrado abajo) sobre una escala de 1 a 9, donde 1 representa la calidad crediticia relativa más fuerte y 9 la más débil; y (ii) un puntaje de riesgo sistémico de Baa1, reflejo de la calificación de los bonos soberanos de México. La diferencia entre la BCA indicada y la asignada refleja factores que no captura la matriz, incluyendo los elevados pasivos por pensiones sin fondear

Para mayor detalle sobre nuestro enfoque para la calificación, favor de ver la Metodología de Calificación: [Gobiernos Locales y Regionales](#), 16 de enero de 2018.

Exhibit 5

Estado de Estado de México Gobiernos regionales y locales

Evaluación del riesgo crediticio base (BCA) - Tarjeta de puntuación	Puntuación	Valor	Ponderación de los subfactores	Total de los subfactores	Ponderación de los factores	Total
Factor 1: Fundamentos económicos				6.60	20%	1.32
Fortaleza económica [1]	9	65.91%	70%			
Volatilidad económica	1		30%			
Factor 2: Marco institucional				7	20%	1.40
Marco legislativo	5		50%			
Flexibilidad financiera	9		50%			
Factor 3: Posición financiera				1.25	30%	0.38
Margen operativo [2]	1	12.74%	12.5%			
Carga de intereses [3]	3	2.59%	12.5%			
Liquidez	1		25%			
Carga de la deuda [4]	1	31.70%	25%			
Estructura de la deuda [5]	1	4.09%	25%			
Factor 4: Administración y gobierno interno				1	30%	0.30
Controles de riesgos y administración financiera	1					
Gestión de inversiones y deuda	1					
Transparencia y divulgación financiera	1					
Evaluación del riesgo idiosincrático						3.40 (3)
Evaluación del riesgo sistémico						Baa1
BCA estimada						baa3

[1] PIB per cápita regional como % del PIB per cápita nacional

[2] Balance operativo bruto/ingresos operativos

[3] Pago de intereses/ingresos operativos

[4] Deuda directa e indirecta neta/ingresos operativos

[5] Deuda directa de corto plazo/deuda directa total

Fuente: Moody's Investors Service; ejercicio fiscal 2019.

Calificaciones de Deuda

Estado de México

	Monto Original (MXN Millones)	Calificación Escala Global, Moneda Local	Calificación Escala Nacional de México
Banobras	5,000	Baa2	Aaa.mx
Banobras	5,000	Baa2	Aaa.mx
Banorte	13,400	Baa2	Aaa.mx
BBVA Bancomer	8,500	Baa2	Aaa.mx
BBVA Bancomer	800	Baa2	Aaa.mx
Santander	3,000	Baa2	Aaa.mx
Banobras - Profise	3,017	Baa2	Aaa.mx
Banobras - FONREC	1,300	Baa2	Aaa.mx
BBVA Bancomer	1,500	Baa2	Aaa.mx
Foremex	500	Baa2	Aaa.mx
Santander	1,100	Baa2	Aaa.mx

Fuente: Moody's Investors Service

Calificaciones

Exposición 7

Category	Moody's Rating
ESTADO DE ESTADO DE MÉXICO	
Outlook	Stable
Issuer Rating -Dom Curr	Ba1
NSR Issuer Rating	A1.mx
Sr Sec Bank Credit Facility -Dom Curr	Baa1

Fuente: Moody's Investors Service

© 2021 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 Y SUS FILIALES CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR 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 SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN APLICABLES DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S CREDIT. 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 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. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES 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 DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES 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.

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, COMERCIABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES 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 5.000.000 dólares. MCO y Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros 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 www.moody.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado – Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

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

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

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación

crediticias, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY550.000.000, aproximadamente. Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

NÚMERO DE REPORTE 1273291

CLIENT SERVICES

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