

CREDIT OPINION

13 August 2018

Actualización

✓ Califique este reporte

CALIFICACIONES

Mexico, State of

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

Roxana Munoz +52.55.1253.5721
AVP-Analyst
roxana.munoz@moodys.com

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

Alejandro Olivo +1.212.553.3837
Associate 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)

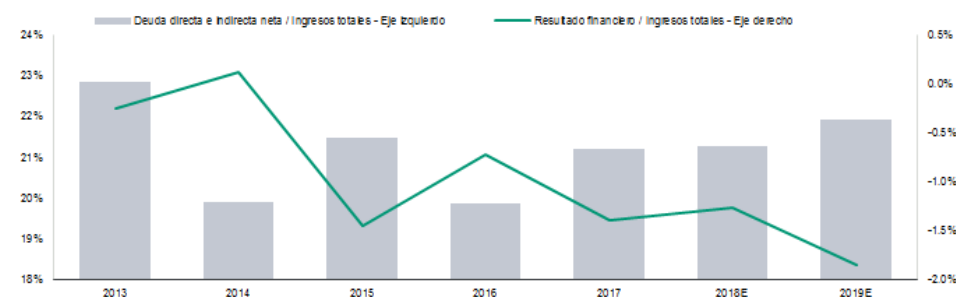
Actualización del análisis crediticio

Resumen

El perfil crediticio del [Estado de México](#) (Ba1/A1.mx estable) refleja una economía dinámica y diversificada que respalda sólidos niveles de ingresos propios y de liquidez. Estos factores se compensan parcialmente por el registro de niveles muy elevados de pasivos por pensiones, un nivel moderado de endeudamiento y resultados financieros volátiles que en promedio representan -0.7% de los ingresos totales en el periodo de 2013 a 2017. Esperamos que el Estado de México continúe registrando déficits financieros relativamente bajos durante 2018 y 2019 y niveles moderados de deuda (Ver gráfico 1)

Gráfico 1

Esperamos que el Estado de México registre un incremento en su deuda y déficits financieros



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

Fortalezas Crediticias

- » Fuerte base económica
- » Sólida posición de liquidez
- » Nivel de endeudamiento moderado
- » Sólido nivel de ingresos propios

Retos Crediticios

- » Muy altos pasivos por pensiones no fondeados
- » Registro de resultados financieros equilibrados

Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de la calificación es estable y refleja nuestras expectativas de que el Estado de México continuará registrando un alto nivel de ingresos propios, una sólida posición de liquidez y niveles moderados de endeudamiento.

Factores que Podrían Cambiar la Calificación a la Baja

Debido a que la perspectiva es estable, no esperamos una baja en la calificación. Sin embargo, consideraríamos una baja en las calificaciones del Estado de México si los déficits financieros son mayores a los esperados y esto conduzca a un aumento sustancial en el endeudamiento de corto y largo plazo junto con un deterioro en su liquidez.

Factores que Podrían Cambiar la Calificación al Alza

Debido a que la perspectiva es estable, no esperamos un alza de calificación en el mediano plazo. Sin embargo, consideraríamos una alza en las calificaciones si el Estado de México registra una disminución significativa de los pasivos por pensiones no fondeados así como resultados financieros balanceados sostenibles.

Indicadores Clave

Gráfico 2

Estado de México

(Al 31/12)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Totales (%)	22.86	19.92	21.49	19.89	21.20	21.48	22.11
Pago de Intereses / Ingresos Totales (%)	1.79	1.53	1.38	1.35	1.34	1.34	1.25
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%) [1]	-0.24	0.12	-1.45	-0.72	-1.38	-1.46	-1.86
Superávit (Déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	-0.24	0.12	-1.45	-0.72	-1.38	-1.46	-1.86
Ingresos Propios Discrecionales / Ingresos Totales (%)	7.05	9.10	10.07	11.10	10.24	10.59	11.08
Efectivo y Equivalentes / Pasivo Circulante (x)	2.62	3.57	1.12	1.47	1.31		
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)	63.14	63.04	63.82	63.68			

[1] A lo largo de esta publicación, esta razón corresponde al Superávit (déficit) Financiero / Ingresos Totales

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

Detalle de los Fundamentos de la Calificación

El pasado 6 de junio, [Moody's de México asignó calificaciones de deuda de A3 \(Escala Global, moneda local\) y Aaa.mx \(Escala Nacional de México\) al crédito respaldado del Estado de México por MXN 1,300 millones](#) (valor nominal original) otorgado por Banobras dentro del programa de Financiamiento para la Reconstrucción de Entidades Federativas (FONREC).

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 \(A3 estable\)](#), en caso que la entidad enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

Evaluación del Riesgo Crediticio Base

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. Para el primer trimestre del 2018, la inversión extranjera directa representó 9.5% del total nacional ocupando así el tercer lugar. Su población asciende a cerca de 17 millones de habitantes (14% de la población de México) y ha crecido a una tasa superior a la del país. A pesar de ser la segunda economía más grande del país, el PIB per cápita representó sólo el 64% del promedio nacional en 2016.

Gracias a la sólida base económica y a los esfuerzos recaudatorios implementados por el Estado de México, los ingresos propios han aumentado a una tasa de crecimiento compuesta anual de 19% en el periodo de 2013 a 2017. Sin embargo, en 2017 dichos ingresos cayeron 4% como resultado de un decremento en el rubro de aprovechamientos. Esto debido a que durante 2016, se recibieron ingresos extraordinarios por MXN 1,600 millones como resultado de la devolución del convenio de concentración para la liberación

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's.com para consultar la información de la acción de calificación de crédito más actualizada y el historial de calificación.

del derecho de vía para la construcción de la carretera la Venta-Lechería, mismos que no se obtuvieron en 2017. Adicionalmente, se registraron menores ingresos de organismos públicos descentralizados durante 2017.

Adicionalmente, en 2017, los impuestos decrecieron 2.2% por una caída de 2.5% en la recaudación del impuesto sobre la nómina. Dicho impuesto representa el 85% de los impuestos totales. No obstante lo anterior, el nivel de ingresos propios se encuentra por encima de la mediana de los estados mexicanos calificados en Ba1.

Registro de bajos déficits financieros

Durante los últimos cinco años, el estado ha registrado resultados financieros deficitarios, en promedio, equivalentes al 1.7% de sus ingresos totales. En 2017, el resultado financiero fue de -1.4% de los ingresos totales, comparado con el déficit registrado en 2016 de 0.7%. El déficit aumentó principalmente como resultado de un menor crecimiento de los ingresos (4% con respecto a 2016) comparado con el de los gastos (5%). El menor crecimiento de ingresos refleja la disminución en la recaudación de ingresos propios y una caída de 17% en los convenios. Esta disminución fue parcialmente compensada por las medidas de contención del gasto implementadas durante 2017, las cuales se reflejan en el menor crecimiento durante 2017 comparado con la tasa de crecimiento compuesta anual (CAGR por sus siglas en inglés) de 8% durante el periodo 2013 a 2017.

A junio 2018, los ingresos registraron un crecimiento del 5.1% con respecto al mismo periodo de 2017 mientras que los egresos crecieron 3%. Como resultado, esperamos que el Estado de México podría registrar un déficit ligeramente menor equivalente al 1.3% de los ingresos totales.

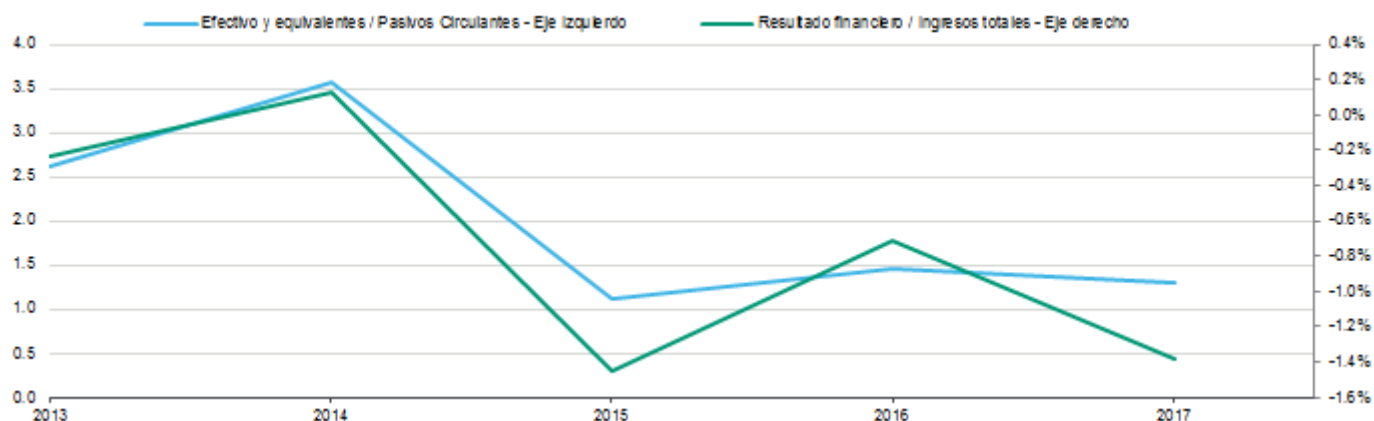
Sólida posición de liquidez

A pesar de que la liquidez se deterioró desde 2015 como resultado de los déficits financieros registrados, ésta se ha mantenido en un nivel sólido, lo que es un factor crediticio positivo que permite contrarrestar choques externos imprevistos. La liquidez medida a través del efectivo y equivalentes se ubicó en 1.3x de los pasivos circulantes a finales de 2017, nivel que se encuentra por arriba de la mediana de los estados calificados como Ba1.

El pasado 25 de julio, el Congreso Local del Estado de México aprobó el Decreto para regular la emisión de títulos de crédito de corto plazo denominados Certificados de la Tesorería del Estado de México con el objetivo de poder atender necesidades de liquidez inmediata. Los montos, términos y condiciones generales de las diversas emisiones de títulos de crédito, serán determinadas por la Secretaría de Finanzas del Estado de México. Si bien le permitirá al Estado de México acceder a financiamiento de corto plazo con menores costos y de manera expedita, en caso de que emitiera montos que llevaran al deterioro considerable de su liquidez, las calificaciones podrían tener presión a la baja.

Gráfico 3

Sólida liquidez pero en deterioro como resultado de los déficits financieros



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

Nivel de endeudamiento moderado

El estado de México tiene prácticas conservadoras de manejo de la deuda, la cual se ha mantenido estable en los últimos años cuando se mide respecto a los ingresos. La deuda directa e indirecta neta representó 21.2% de los ingresos totales en 2017, un nivel moderado. El servicio de la deuda representó 1.8% de los ingresos totales en 2017. En 2018, el estado contrató un crédito por MXN 1,300 millones con Banobras y MXN 1,500 millones con BBVA Bancomer, de los MXN 3,400 millones considerados en su Ley de Ingresos 2018 para atender la reconstrucción de los daños ocasionados por los sismos del 19 de septiembre. Por lo anterior, estimamos que en 2018 la deuda directa e indirecta neta permanecerá estable en niveles alrededor de 21% de los ingresos totales y que el servicio de la deuda se mantendrá en 1.8% de los ingresos totales.

Al cierre del 2017, el saldo de la deuda directa fue de MXN 39,150 millones. Dentro de este saldo hay MXN 2,870 millones con Banobras dentro del programa del Programa de Apoyo para Infraestructura y Seguridad (PROFISE) del Gobierno Federal y los recién contratados MXN 1,300 millones que están 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 esta obligación en el 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.

Incluimos en los indicadores de deuda directa e indirecta neta 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 2018, el monto correspondiente al Estado de México sea aproximadamente de MXN 4,508 millones como resultado de la parte que le corresponde de los MXN 50,000 millones para todas las entidades federativas.

La deuda indirecta bruta está compuesta principalmente por la deuda emitida por el Instituto de la Función Registral, organismo descentralizado del estado y de los proyectos de asociación pública y privada (P3 por sus siglas en inglés). Incluimos una parte de las obligaciones relacionadas con las asociaciones pública-privadas en el cálculo de la deuda directa e indirecta. Los P3, 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 el P3 fracase.

En 2009, se llevaron a cabo cuatro proyectos (un hospital, un centro cultural y dos proyectos viales) con una inversión total estimada de MXN 3.8 mil millones. En 2010, el estado inició tres P3 adicionales para financiar proyectos de hospitales y carreteras por un monto total estimado de MXN 3.7 mil millones. Todos los proyectos ya se encuentran en operación y los pagos por contraprestación cuentan con un fideicomiso como fuente alterna de pago que recibe los ingresos por el impuesto a las remuneraciones del trabajo del estado. Estos proyectos también cuentan con una garantía financiera de Banobras.

El estado cuenta con una aprobación para refinanciar su deuda y reestructurar el fideicomiso maestro. Como resultado, esperamos que el servicio de la deuda disminuya en 2019 a 1.5% de los ingresos totales, comparado con el 1.8% proyectado para 2018.

Muy altos pasivos por pensiones no fondeados

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 y de los municipios. 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 a diciembre de 2016 el déficit actuarial era de MXN 978 mil millones, esto es 450% de los ingresos totales de 2016, cifra menor al déficit actuarial previo a la reforma que representaba 505% de los ingresos totales en 2013 (tasa de descuento del 3.5%). A pesar de dicha disminución en el pasivo, éste es elevado y uno de los más altos del país. Cabe mencionar que las contribuciones anuales por este concepto representaron 4.2% de los ingresos totales del estado en 2016, mismas que podrían incrementar en 2018 y 2019 dado que el último estudio actuarial estipula que la reserva se agotará en 2018.

Derivado de la situación actual que presenta el ISSEMyM, el estado recientemente aprobó una reforma adicional con la finalidad de tener un nuevo sistema de pensiones basado en el sistema de cuentas individuales y pensión garantizada, con lo que la pensión dependerá de la cantidad de recursos aportados por el servidor público y las instituciones públicas en la cuenta individual. La reforma permite que el servidor público elija su edad de retiro siempre que la cuenta individual sea suficiente para tener una pensión de al menos 30% mayor a la pensión garantizada definida en la Ley de Seguridad Social para los Servidores Públicos del Estado de México y Municipio. Adicionalmente contempla la posibilidad de que los servidores públicos que se encuentren activos, puedan migrar al nuevo sistema. Esperamos que esta reforma reduzca el déficit actuarial del sistema de pensiones del estado en el mediano a largo plazo.

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.

Calificaciones de Deuda

Gráfico 4

Estado de México

Acreedor	Monto Original (MXN Millones)	Calificación Escala Global, Moneda Local	Calificación Escala Nacional de México
Banamex	5215	A3	Aaa.mx
Banamex	3400	A3	Aaa.mx
Banco del Bajío	600	A3	Aaa.mx
Banobras	3400	A3	Aaa.mx
Banobras - Profise	3017	A3	Aaa.mx
Banobras - FONREC	1300	A3	Aaa.mx
Banorte	4762	A3	Aaa.mx
Banorte	3000	A3	Aaa.mx
Banorte	2500	A3	Aaa.mx
Banorte	1905	A3	Aaa.mx
Banorte	610	A3	Aaa.mx
Banorte	500	A3	Aaa.mx
Banorte	250	A3	Aaa.mx
BBVA Bancomer	5546	A3	Aaa.mx
BBVA Bancomer	3704	A3	Aaa.mx
BBVA Bancomer	1500	A3	Aaa.mx
BBVA Bancomer	454	A3	Aaa.mx
Foremex	500	A3	Aaa.mx
HSBC	1500	A3	Aaa.mx
Inbursa	500	A3	Aaa.mx
Interacciones	590	A3	Aaa.mx
ISSEMyM	1100	A3	Aaa.mx
Santander	1370	A3	Aaa.mx
FAISM - Créditos Municipales	1100	Baa1	Aa1.mx

Fuente: Moody's Investors Service

Metodología de Calificación y Matriz de Factores

En el caso del Estado de México, la matriz BCA genera un BCA estimada de baa3, cercano al BCA de ba1 asignado por el comité de calificación. El BCA generado por la matriz de baa3 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 A3, reflejo de la calificación de los bonos soberanos de México.

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.

Gráfico 5

Estado de México

Gobiernos Locales y Regionales

Evaluación del riesgo crediticio base (BCA)

Matriz de factores - 2016	Puntuación	Valor	Ponderación de Sub-Factores	Total de Sub-Factores	Ponderación de Factores	Total
Factor 1: Fundamentos Económicos						
PIB regional per Cápita / PIB nacional per Cápita (%)	9	63.63	70%	6.6	20%	1.32
Volatilidad Económica	1		30%			
Factor 2: Marco Institucional						
Marco Legislativo	5		50%	7	20%	1.40
Flexibilidad Financiera	9		50%			
Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Endeudamiento						
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%)	7	-0.79	12.5%	2	30%	0.60
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	3	1.36	12.5%			
Liquidez	1		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	19.90	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	1	2.70	25%			
Factor 4: Administración y Gobierno Interno- MAX						
Controles de Riesgos y Administración Financiera	5			5	30%	1.50
Gestión de Inversiones y Deuda	1					
Transparencia y Revelación	1					
Evaluación de Riesgo Idiosincrásico						4.82(5)
Evaluación de Riesgo Sistémico						A3
BCA Estimada						baa3

Fuente: Moody's Investors Service

Ratings

Exhibit 6

Category	Moody's Rating
Mexico, State of	
Outlook	Stable
Issuer Rating -Dom Curr	Ba1
Sr Sec Bank Credit Facility -Dom Curr	A3/Baa1
NSR Sr Sec Bank Credit Facility	Aaa.mx/Aa1.mx
NSR LT Issuer Rating	A1.mx

Fuente: Moody's Investors Service

© 2018 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. 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 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 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 DE DICHS CALIFICACIONES 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 valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los \$1.500 dólares y aproximadamente los 2.500.000 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.com, bajo el capítulo de "Shareholder 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. Sería peligroso que los inversores minoristas tomaran decisiones de inversión basadas en calificaciones crediticias de MOODY'S. En caso de duda, deberá ponerse en contacto con su asesor financiero u otro asesor profesional.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("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 valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los JPY200.000 y los JPY350.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses

NÚMERO DE REPORTE 1134141

CLIENT SERVICES

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