

CREDIT OPINION

8 October 2020

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

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

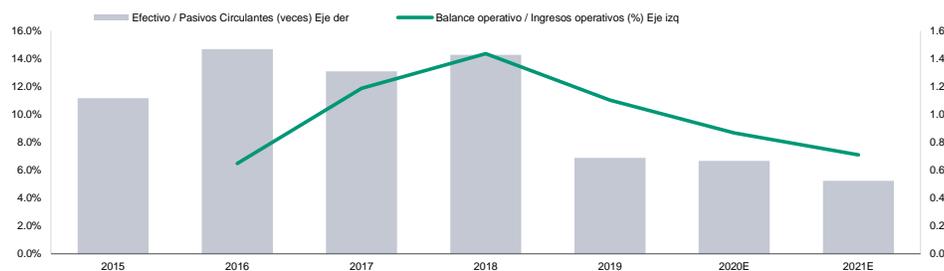
Actualización del análisis crediticio

Resumen

El perfil crediticio del [Estado de México](#) (Ba1/A1.mx estable) refleja una economía dinámica y diversificada que respalda niveles relativamente fuertes de ingresos propios así como fuertes balances operativos. Estos factores se compensan parcialmente por 1) un debilitamiento de la posición de liquidez, 2) el registro de niveles muy elevados de pasivos por pensiones, 3) un nivel moderado de endeudamiento y 4) nuestras expectativas de que el estado de México registrará déficits financieros en 2020 y 2021 en niveles de 1.5% de los ingresos totales. Los resultados financieros esperados reflejan una débil perspectiva de crecimiento de los ingresos debido al deterioro en la economía mexicana y la pandemia del COVID-19, ocasionando presiones crediticias negativas. Adicionalmente, esperamos que el estado continúe registrando niveles moderados de deuda de alrededor del 38% de los ingresos operativos y una menor liquidez.

Gráfico 1

Esperamos que el estado mantenga balances operativos sólidos, sin embargo la liquidez continuará deteriorándose



El balance operativo se calcula a partir de 2016 con información de los formatos de la Ley de Disciplina Financiera de las Entidades Federativas y los Municipios.

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

Fortalezas Crediticias

- » Fuerte base económica y positiva posición de liquidez
- » Balances operativos sólidos
- » Nivel de endeudamiento moderado y sólido nivel de ingresos propios

Retos Crediticios

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

Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de la calificación es estable y refleja nuestras expectativas de que el estado de México continuará registrando una sólida posición de liquidez y niveles moderados de endeudamiento a pesar de los déficits financieros esperados.

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 conduce 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 un alza en las calificaciones si el estado de México registra un fortalecimiento sostenible en sus niveles de liquidez, 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)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	42.0	37.9	37.7	33.0	31.0	38.2	38.4
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	2.7	2.6	2.7	2.9	2.4	2.6	2.7
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%) [1]		6.5	11.9	14.4	11.0	8.7	7.1
Superávit (Déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	-1.4	-0.7	0.1	2.6	-0.7	-1.5	-1.5
Ingresos Propios Discrecionales / Ingresos Operativos (%)	19.7	21.1	18.4	16.8	17.6	16.8	17.7
Efectivo y Equivalentes / Pasivo Circulante (x)	1.1	1.5	1.3	1.4	0.7	0.7	0.5
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)	65.8	65.7	65.1	64.9			

1] A partir de 2016 se calcula el balance operativo con información de los formatos de la Ley de Disciplina Financiera de las Entidades Federativas y los Municipios.

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 \(Baa1 negativa\)](#), en caso que la entidad enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

Evaluación del Riesgo Crediticio Base

Fuerte base económica y nivel sólido de ingresos propios estable

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 64.9% del promedio nacional en 2018. Durante 2020, la economía del estado de ha visto afectada por la pandemia del coronavirus. A marzo, la actividad industrial del estado registró una caída del 8% con respecto al año anterior, siendo la construcción el sector más afectado con un decremento del 15.4%, seguido de las industrias manufactureras (-7.8%) y minería (-5.5%). Esto ocasionó que el empleo formal cayera a julio 2020 5.1% con respecto a noviembre 2019, mes en donde se alcanzó el mayor nivel de empleo a nivel nacional.

Debido a la recesión esperada a nivel nacional durante 2020, estimamos que los ingresos propios de las entidades federativas disminuyan. En particular, los ingresos del Estado de México disminuirán 6% en 2020 comparado con 2019, siendo los rubros de impuestos (principalmente el Impuesto Sobre Nóminas) y productos los que se verán más afectados. Los ingresos propios a junio 2020, habían disminuido 3% con respecto a 2019. Para 2021, consideramos que como reflejo de la recuperación económica, estos crezcan nuevamente en 3.3%, sin embargo, esperamos que se mantengan aún por debajo de los niveles recaudados en 2019. Como resultado, los ingresos propios representarán 16.8% de los ingresos operativos en 2020 y 17.7% en 2021, comparado con el 17.6% registrado en 2019.

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.

Márgenes operativos positivos, parcialmente compensados por el registro de déficits financieros

Durante los últimos cuatro años, el estado de México ha registrado, en promedio, fuertes balances operativos equivalentes al 10.9% de los ingresos operativos. Estos resultados reflejan que la tasa compuesta de crecimiento anual (CAGR por sus siglas en inglés) de los ingresos operativos de los últimos cuatro años (12.6%) ha estado por encima de la CAGR de los egresos operativos (10.8%). Esto refleja principalmente el crecimiento continuo de las participaciones, mismas que registraron una CAGR del 12.1% durante este mismo periodo. Adicionalmente, estos resultados reflejan la capacidad del estado para contener el crecimiento del gasto operativo.

Durante 2019, el balance operativo fue equivalente a 11% de los ingresos operativos, un nivel por debajo del 14.4% de 2018. La disminución refleja principalmente que en este ejercicio fiscal el gasto operativo tuvo un mayor incremento con respecto a 2018 (15.3%) comparado con el 11% de los ingresos operativos. Esperamos que el balance operativo continúe disminuyendo en 2020 y 2021 a niveles de 8%, en promedio. Este deterioro refleja principalmente nuestras expectativas de una menor recaudación de ingresos propios en 2020 así como una disminución de las transferencias federales en 2021. Asimismo, esperamos que el gasto operativo tenga un incremento adicional derivado de las presiones de la pandemia del coronavirus.

Durante los últimos cinco años, el estado registró en promedio resultados financieros balanceados. Sin embargo, en 2019, el estado registro un déficit financiero del 0.7% de los ingresos totales reflejando un mayor crecimiento del gasto (7% con respecto a 2019) comparado con el menor crecimiento de 3.5% de los ingresos totales. El principal impacto por el lado de ingreso se dio en las otras transferencias federales o convenios, mismos que disminuyeron 28.5%.

A junio 2020, los ingresos registraron una disminución del 3% con respecto al mismo periodo de 2019 mientras que los egresos también registraron una contracción del 19%, siendo los rubros de transferencias, asignaciones, subsidios y otras ayudas así como el de inversión pública los que mayor impacto en la disminución del gasto tuvieron. Sin embargo, esperamos que el gasto registre un mayor crecimiento en la segunda mitad del año como reflejo de las inversiones planeadas del estado y las presiones relacionadas con la atención de la pandemia del coronavirus. Como resultado, esperamos que el estado registre un déficit financiero del 1.5% de los ingresos totales durante 2020.

Para el ejercicio fiscal 2021, esperamos que los ingresos tengan una disminución importante del 2.6%, principalmente como resultado de la caída en las transferencias federales como resultado del menor crecimiento en la economía. Si bien consideramos que el estado puede ajustar su gasto, la disminución en este rubro no será equivalente a la reducción de los ingresos dadas las presiones en inversión, educación, salud y pensiones. Debido a esto, estimamos que continúe registrando un déficit similar en 2021 del 1.5% de sus ingresos totales.

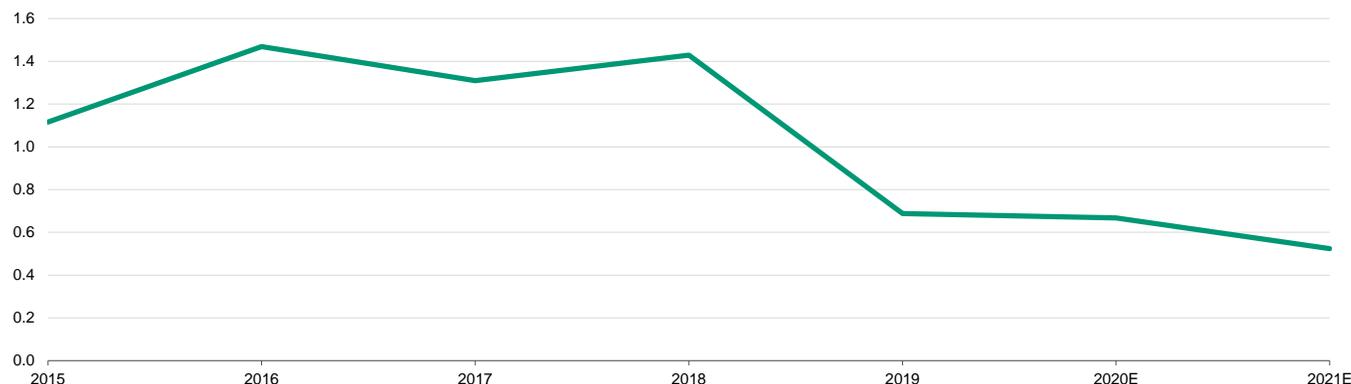
Posición de liquidez positiva

Como resultado del registro del déficit financiero durante 2019, la posición de liquidez del estado de México reflejó un deterioro, principalmente porque se contrató deuda de corto plazo por MXN 1,500 millones para financiar necesidades de liquidez.

La liquidez medida a través del efectivo con respecto a los pasivos circulantes se ubicó en 0.7x a finales de 2019, comparado con el 1.4x de 2018. Debido a que esperamos que el estado continúe registrando déficits, en caso de que no se financien a través de deuda de largo plazo, la liquidez podría continuar deteriorándose poniendo presión a la baja en las calificaciones.

Sin embargo, dado que esperamos que el estado continúe contratando deuda de largo plazo en los siguientes años para financiar parcialmente los déficits, estimamos que la liquidez se mantendrá relativamente estable en niveles bajos de alrededor de 0.7x y 0.5x en 2020 y 2021, respectivamente.

Gráfico 3

Se espera un deterioro en la liquidez del estado como resultado de los déficits financieros

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

Si bien esperamos que la liquidez se mantenga en niveles relativamente estables, el Estado de México podría emitir Certificados de la Tesorería del Estado de México¹ de corto plazo para financiar necesidades de liquidez en 2020 o 2021. Estimamos que el saldo al final del año podría ser equivalente a MXN 2,000 millones. 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 a un mayor deterioro de su liquidez, las calificaciones podrían tener presión a la baja.

Nivel de endeudamiento moderado

El estado de México tiene prácticas de manejo de la deuda que han buscado mantener el endeudamiento estable respecto a los ingresos totales. La deuda directa e indirecta neta representó 31% de los ingresos operativos a finales de 2019, un nivel moderado, mientras que el servicio de la deuda representó 2% de los ingresos totales.

Estimamos que en 2020, la deuda incrementará a 38.2% de los ingresos operativos y que el servicio de la deuda incrementará a 2.8% de los ingresos totales. Esto, considerando que el estado dispuso un crédito por MXN 1,500 millones adicionales, y que potencialmente podría continuar emitiendo deuda de corto plazo de aproximadamente MXN 2,000 millones.

Adicionalmente, para el ejercicio 2020, incluimos 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 resulte de la disminución en la Recaudación Federal Participable derivada de la contracción económica. 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 será de aproximadamente MXN 9,970 millones.

Para el ejercicio 2021, estimamos que la deuda permanecerá estable, equivalente a 38.4% de los ingresos totales, considerando que la emisión de deuda de corto plazo podría mantenerse en niveles similares a nuestras estimaciones de 2020.

Al cierre del 2019, el saldo de la deuda directa bruta² fue de MXN 43,524 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 MXN 425 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 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.

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 2019, el monto correspondiente al estado de México fue de aproximadamente MXN 3,477 millones, como resultado de la parte que le corresponde de los MXN 50,000 millones para todas las entidades federativas.

Asimismo, incluimos la deuda indirecta emitida por el Instituto de la Función Registral, 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 fracase.

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, 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 2016, el déficit actuarial era de MXN 978 mil millones considerando una tasa de descuento de 3.25%, equivalente al 600% de los ingresos operativos de 2019, el nivel más alto de los estados calificados. Adicionalmente, el estudio actuarial considera que el fondo de pensiones se utilizó completamente en el año de 2017, lo cual significa que el estado de México debió de hacer aportaciones extraordinarias para fondar el pago de los beneficios de los pensionados y jubilados desde 2018, mismas que crecerán a una tasa anual de 13.4% en el periodo 2019-2025. De acuerdo con la estimación del estudio actuarial, las aportaciones extraordinarias representarán el 2.1% de los ingresos totales en 2020, un nivel aún manejable, que podría incrementar en los siguientes años.

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 si 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. Bajo nuestro marco de ESG, vemos el brote de coronavirus como un riesgo social por las implicaciones sustanciales de salud y seguridad públicas en el Estado de México y el riesgo de una mayor propagación del brote en el estado, factores que serán mitigados por el papel del gobierno federal para enfrentar la contingencia.

El gobierno corporativo si 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 son estados financieros de manera clara, detallada y a tiempo. 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](#)".

Calificaciones de Deuda

Gráfico 4

Estado de México

	Monto Original (MXN Millones)	Calificación Escala Global, Moneda Local	Calificación Escala Nacional de México
Banobras	5,000	Baa1	Aaa.mx
Banobras	5,000	Baa1	Aaa.mx
Banorte	13,400	Baa1	Aaa.mx
BBVA Bancomer	8,500	Baa1	Aaa.mx
BBVA Bancomer	800	Baa1	Aaa.mx
Santander	3,000	Baa1	Aaa.mx
Banobras - Profise	3,017	Baa1	Aaa.mx
Banobras - FONREC	1,300	Baa1	Aaa.mx
BBVA Bancomer	1,500	Baa1	Aaa.mx
Foremex	500	Baa1	Aaa.mx
Santander	1,100	Baa1	Aaa.mx

Fuente: Moody's Investors Service

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 en línea con el resultado indicado de la matriz de factores ba1. El resultado indicado de ba1 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.

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.

Estado de México

Gobiernos Locales y Regionales

Evaluación del riesgo crediticio base (BCA)

Matriz de factores - 2018	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	65.07	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 (%)	1	12.56	12.5%	1.25	30%	0.38
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	3	2.80	12.5%			
Liquidez	1		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	33.00	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						4.6(5)
Evaluación de Riesgo Sistémico						Baa1
BCA Estimada						ba1

Fuente: Moody's Investors Service

Calificaciones

Exhibit 6

Category	Moody's Rating
MEXICO, STATE OF	
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

Notas finales

- El 25 de julio de 2018, 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.
- La deuda directa bruta refleja las obligaciones de crédito y la potenciación del Fondo de Aportaciones Múltiples que se utilizó para el programa de Escuelas al CIEN.

© 2020 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 CONSTITUYEN LAS 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 INVESTORS SERVICE DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S INVESTORS SERVICE 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 SON NI 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, SUGÉN 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, COMERCIALIZACIÓN 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 2.700.000 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.moodys.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. ("MJJK") 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 MJJK. 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. MJJK 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 crediticia, 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 JPY250.000.000, aproximadamente.

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

NÚMERO DE REPORTE 1240640

CLIENT SERVICES

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