

## Preguntas Frecuentes

# Agenda de Sheinbaum y los cambios que se avecinan en las relaciones entre México y Estados Unidos

11 de diciembre de 2024

Este reporte no constituye una acción de calificación.

Durante los primeros dos meses del gobierno de Sheinbaum, el Congreso de México aprobó enmiendas para reformar el sistema judicial y limitar la capacidad de impugnar futuras modificaciones a la constitución. El Congreso también revisó el estatus de Petróleos Mexicanos (Pemex) y la Comisión Federal de Electricidad (CFE) y los devolvió a su condición de empresas públicas. Además, Donald Trump tuvo éxito en su intento de regresar a la Casa Blanca para un segundo mandato. A continuación, S&P Global Ratings responde algunas preguntas frecuentes de los participantes del mercado sobre el impacto de estos eventos en los sectores a los que damos seguimiento.

## Preguntas Frecuentes

### ¿Qué impacto tiene la reforma judicial en México y en nuestra calificación soberana?

La reforma judicial ha generado una considerable controversia en México y ha planteado preguntas sobre la eficacia de los pesos y contrapesos en la gobernanza general del país. No tenemos una opinión sobre las estructuras de los sistemas judiciales de muchos de los países que evaluamos, sino que nos enfocamos en las implicaciones, si las hay, de la reciente reforma en el desempeño económico a largo plazo de México y en nuestra evaluación institucional del país. Las inquietudes de los inversionistas sobre la reforma podrían frenar la inversión y el crecimiento del PIB, lo que potencialmente debilitaría la salud de la economía. La tasa de crecimiento de largo plazo de México ha sido inferior a la de sus pares con el mismo nivel de desarrollo económico, lo cual está incorporado en nuestra calificación soberana. Un crecimiento continuamente débil podría limitar el aumento de los ingresos fiscales, lo que tensionaría las finanzas del gobierno y perjudicaría su calidad crediticia. Asimismo, podríamos revisar nuestra evaluación del marco institucional y la formulación de políticas del país a una categoría más débil si la reforma se tradujera en resultados negativos inesperados.

## Analistas principales

### José Coballasi

Ciudad de México  
+52 (55) 5081 4414  
jose.coballasi  
@spglobal.com

## Contactos secundarios

### Joydeep Mukherji

Nueva York  
+1 (212) 438 7351  
joydeep.mukherji  
@spglobal.com

### Alfredo Calvo

Ciudad de México  
+52 (55) 5081 4436  
alfredo.calvo  
@spglobal.com

### Fabiola Ortiz

Ciudad de México  
+52 (55) 5081-4449  
fabiola.ortiz  
@spglobal.com

### Alexandre P Michel

Ciudad de México  
+52 (55) 5081 4520  
alexandre.michel  
@spglobal.com

### Jesús Sotomayor

Ciudad de México  
+52 (55) 5081 4486  
jesus.sotomayor  
@spglobal.com

Consulte la lista de contactos completa al final del documento

### **¿Cuál es la evaluación de S&P Global Ratings de las expectativas en torno al *nearshoring* en México y del T-MEC después de las elecciones estadounidenses?**

Algunos datos sugieren que las empresas tienen un interés considerable de incrementar sus actividades en México. Sin embargo, hasta ahora las entradas reales de inversión extranjera directa han sido moderadas, lo que indica que existe cierta duda entre los inversionistas o tal vez un desfase entre los planes y su implementación.

La llegada de un nuevo gobierno en Estados Unidos ha aumentado la incertidumbre en torno a las políticas comerciales. Suponemos que los fuertes vínculos económicos entre Estados Unidos y México se mantendrán, a pesar de la posible implementación de aranceles comerciales u otras medidas que puedan restringir el comercio. Esperamos que el pragmatismo prevalezca en ambas partes al tiempo que se discuten temas clave como el comercio, la inmigración y la presencia de empresas y productos chinos dentro de la zona económica común de Estados Unidos, Canadá y México.

### **¿S&P Global Ratings tiene inquietudes en torno a la industria automotriz en México por los posibles aranceles?**

La industria automotriz de América del Norte ha tenido un grado significativo de integración en toda la región desde la década de 1990. Por lo tanto, cualquier restricción comercial, como el posible aumento de aranceles, podría perjudicar las cadenas de suministro del sector automotriz. Consideramos que todos los participantes de la industria absorberían el potencial aumento arancelario del 25%: fabricantes de equipos originales (OEM), proveedores de automóviles y consumidores finales. Sin embargo, existen incentivos económicos importantes para mantener la actual integración industrial, principalmente debido a los costos laborales competitivos de México y a la capacidad ya instalada en el país. En ese sentido, los costos laborales en México son aproximadamente siete veces más bajos que en Estados Unidos y trasladar la capacidad instalada actual de México a ese país sería obviamente costoso y tomaría tiempo.

Más específicamente, si los proveedores de autopartes en México pueden mitigar los efectos de los potenciales aranceles y sus efectos en los flujos de efectivo dependerá del volumen de sus ventas, su concentración en clientes y productos, su posición en la cadena de producción en comparación con otros proveedores, el grado de especialización de productos y la relación con los OEM. Por último, los proveedores de automóviles que evaluamos están bien posicionados gracias a indicadores financieros saludables y posiciones de liquidez suficientes para absorber posibles aranceles, especialmente si son temporales. Sin embargo, la industria automotriz podría verse afectada, dado que los potenciales aumentos de precios para los clientes finales pueden deprimir las ventas de vehículos en la región.

Además, consideramos que la posición competitiva actual de los proveedores automotrices mexicanos, dada la especialización de sus productos y su fuerte participación de mercado, les permitirá negociar con los OEM el traspaso de costos. Esto los habilitará para absorber conjuntamente el 100% de los aranceles, como hemos observado con otros aumentos de costos en el pasado, como alzas de precios de materias primas o escasez de ciertos componentes.

### **De acuerdo con S&P Global Ratings ¿Cuáles son las expectativas para los gobiernos locales?**

No prevemos cambios importantes en el sistema de finanzas públicas en los próximos años. Esperamos una amplia continuidad del Sistema Nacional de Coordinación Fiscal y de la Ley de Disciplina Financiera durante los próximos años. Asimismo, esperamos que los estados y municipios generen resultados fiscales casi equilibrados y mantengan niveles de deuda bajos, lo

que limita el impacto del deterioro fiscal. Sin embargo, el sistema no ha logrado afrontar un nivel de inversión insuficiente en infraestructura. Además, esperamos que las transferencias federales a los gobiernos subnacionales, que representan en promedio el 90% de los ingresos operativos de los estados y el 75% de los municipios, disminuyan en términos reales durante 2025. Esto enfatiza la oportunidad de los gobiernos subnacionales para generar ingresos propios y fortalecer su planificación financiera a mediano y largo plazo.

### **¿S&P Global Ratings espera algún impacto en las calificaciones de Pemex y CFE por su reciente reclasificación como “empresas públicas”?**

En nuestra opinión, este cambio es neutral para las calificaciones de CFE y de Pemex, ya que seguimos considerando la calificación soberana como el principal factor crediticio de ambas empresas. Consideramos que las empresas seguirán siendo fundamentales para el gobierno, dada la naturaleza esencial del servicio que prestan, y seguirán teniendo un vínculo integral con el gobierno, dado que son propiedad total de este último y tiene una alta participación en todas las decisiones estratégicas.

Si bien la reclasificación prioriza los objetivos sociales y económicos sobre las ganancias corporativas, subraya nuestra evaluación de que las calificaciones de CFE y de Pemex deberían estar en línea con la del soberano.

No esperamos revisar el perfil crediticio individual (SACP) 'b' de CFE en los próximos 12 a 24 meses debido a la reclasificación. El SACP refleja los indicadores de alto apalancamiento de la empresa. Además, dado su plan de gastos de capital (capex) y flujo de caja, mantenemos nuestra proyección de márgenes de EBITDA de 30% a 35% y un índice de deuda/EBITDA superior a 5.5x en los próximos 12 a 24 meses.

El SACP 'ccc+' de Pemex refleja un alto apalancamiento en su estructura de capital con un índice de deuda/EBITDA superior a 6x y sus importantes necesidades de liquidez con vencimientos de deuda considerables de aproximadamente US\$8,900 millones para 2025 y US\$12,700 millones para 2026, que no esperamos que cambien debido a la reclasificación. Además, el apalancamiento de la empresa podría aumentar aún más si los precios del petróleo tienden a la baja, si Pemex no puede mantener la producción en 1.8 millones de barriles por día o si el Sistema Nacional de Refinación continúa teniendo un desempeño inferior.

### **¿Cuál es el impacto de la deuda de Pemex y CFE en la calificación soberana de México?**

Consideramos la deuda de estas dos entidades como pasivos contingentes del soberano, con base en nuestra opinión de que es casi cierto que CFE y Pemex recibirán apoyo extraordinario si afrontan problemas para pagar su deuda. Hemos observado muchos ejemplos de ese tipo de apoyo durante gobiernos anteriores y esperamos que siga siendo así. Por lo tanto, aunque la deuda de estas dos entidades no está oficialmente garantizada, la incluimos en nuestros cálculos de la carga de deuda soberana como pasivos contingentes sustanciales.

### **¿Cuáles son las expectativas para la energía renovable?**

Dado el enfoque de CFE en aumentar su capacidad a través de nuevas centrales eléctricas con turbinas de gas de ciclo combinado, mientras que las inversiones privadas solo agregaron alrededor de 4.5 gigavatios de nueva capacidad renovable (principalmente generación distribuida) en los últimos tres años, los objetivos de transición energética de México han quedado rezagados respecto de las proyecciones iniciales. Además, que México se “ponga al corriente” será un reto importante en los próximos años. Además, la CFE tiene un margen de

maniobra financiero limitado para reforzar su capacidad de generación, mientras que necesita invertir en fortalecer su capacidad de transmisión para mitigar el número de apagones, reducciones y derrames de energía.

Por lo tanto, esperamos que la participación de entidades privadas en el sector de generación renovable no convencional aumente, ya que se proyecta que la nueva capacidad renovable aumentará en 9 GW en los próximos tres años. Sin embargo, seguiremos de cerca cómo avanza este gobierno en la transición energética, dado que la confianza en el marco regulatorio de México se ha debilitado en los últimos años.

### **¿Qué opina S&P Global Ratings sobre la nueva estrategia de vivienda del gobierno y los anuncios recientes de los organismos de vivienda pública?**

**Sector corporativo.** Estamos cautelosamente optimistas sobre la estrategia de construir un millón de nuevas viviendas durante el sexenio de este gobierno. Si bien esto podría representar una oportunidad para que el número de viviendas cuya construcción se ha iniciado en el periodo en cuestión se recupere de los niveles anuales históricamente bajos de alrededor de 130,000 en los últimos años, también consideramos que será difícil hacerlo. Además, actualmente hay mucha incertidumbre sobre cómo se implementará la nueva estrategia de vivienda y su posible efecto en el sector, si lo hubiera.

Por un lado, el gobierno anunció que la Comisión Nacional de Vivienda (CONAVI) construirá la mitad de las nuevas viviendas, dirigidas a las familias de bajos ingresos, un segmento de compradores que las desarrolladoras que calificamos consideran demasiado riesgoso. Por ello, no esperamos que su posición competitiva se debilite.

Por otra parte, la estrategia del gobierno también incluye la construcción de las otras 500,000 viviendas por parte del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit). En nuestra opinión, esta iniciativa plantea inquietudes y preguntas sobre cómo el instituto logrará este objetivo, dado su papel tradicional como proveedor de hipotecas. Entendemos que el Infonavit tendría como objetivo desarrollar y construir viviendas una vez que obtenga todas las aprobaciones necesarias para ampliar su papel en el desarrollo de viviendas. Tampoco consideramos que esta iniciativa ponga en peligro la posición competitiva de los desarrolladores de vivienda tradicionales, dado el gran déficit que existe en este ámbito en México. Es más, hace una década, el número de viviendas cuya construcción se ha iniciado en el periodo en cuestión era el doble del nivel actual.

Sin embargo, si el Infonavit decide subcontratar parcial o totalmente la construcción de viviendas al sector privado, consideramos que los desarrolladores de vivienda podrían aprovechar esta oportunidad, lo que reduciría sus márgenes de ganancia, pero aceleraría sus ciclos de capital de trabajo. Como parte de la nueva estrategia de vivienda, el gobierno anunció que durante el primer año de su gestión se construirán 165,000 nuevas viviendas. En nuestra opinión, este objetivo es un desafío en términos de tiempo, dado el ciclo económico del proceso de construcción de la industria de la vivienda.

**Instituciones financieras.** No proyectamos un impacto inmediato en la dinámica del crédito hipotecario, porque los bancos comerciales privados y los organismos gubernamentales que ofrecen crédito hipotecario, Infonavit y Fovissste, atienden a diferentes categorías de posibles compradores de vivienda. Si bien el Infonavit otorga principalmente hipotecas al segmento de bajos ingresos de la población, alrededor de 83% de los bancos comerciales privados otorgan préstamos hipotecarios a compradores de ingresos medios y altos. Del mismo modo, las hipotecas representan solo alrededor de 19% de los préstamos totales de los bancos comerciales privados, y no prevemos que esto cambie pronto.

Para que el nuevo gobierno implemente su política de vivienda, es necesario reformar la estructura operativa y los estatutos del Infonavit para que pueda construir viviendas. De acuerdo con los anuncios del gobierno, estimamos que este instituto destinará alrededor de \$288,000 millones de pesos mexicanos (MXN) para financiar parte de la nueva estrategia de vivienda, y el financiamiento podría provenir de las aportaciones obligatorias de los trabajadores del sector privado. En los últimos años, el fondo de vivienda del Infonavit ha crecido a tasas de dos dígitos, más rápido que el ritmo en que otorga créditos hipotecarios. Por tanto, las fuentes de fondeo disponibles de la entidad superan sus necesidades de fondeo, lo que se traduce en una cómoda posición de liquidez. Esto podría permitir al Infonavit financiar la construcción de viviendas sin debilitar su posición de liquidez. No obstante, analizaremos el impacto que esto podría tener sobre la rentabilidad y capitalización del instituto, que vienen cayendo en los últimos años.

Además, el Infonavit anunció recientemente modificaciones a la tasa de indexación al saldo insoluto de alrededor de 2 millones de hipotecas. Estos se originaron hace varios años y están indexados al salario mínimo de México. A partir de 2025, estas hipotecas se actualizarán cada año a una tasa de 0%. Estimamos que esto tendría un impacto negativo, aunque manejable, en los ingresos por intereses y los resultados financieros generales del Infonavit, dado que solo afectaría alrededor de 4% de sus ingresos por intereses totales anuales. Por otra parte, puede ayudar a frenar un mayor deterioro de los indicadores de calidad de los activos, ya que estos préstamos han impulsado el aumento de los activos improductivos en los últimos años. Aun así, el mayor apetito al riesgo del instituto, si la participación de la construcción de vivienda en el balance aumenta, puede atenuar este efecto.

**Transacciones de RMBS.** No hemos visto ninguna nueva emisión de este tipo en los últimos tres años, y esperamos que los volúmenes de emisión se mantengan bajos durante este gobierno, porque Infonavit y Fovissste, que históricamente han emitido predominantemente en este mercado, no lo harán.

El Infonavit ha estado ausente del mercado de RMBS durante varios años y no hay indicios de que regrese. Por otra parte, el plan financiero de Fovissste incluye la posibilidad de continuar emitiendo transacciones de RMBS durante los próximos años, aunque no esperamos que regresen al mercado pronto dadas las tasas de interés aún altas.

Como se mencionó anteriormente, el Infonavit anunció que, a partir de 2025, la tasa de indexación aplicada a los créditos denominados en veces salario mínimo (VSMs) será de 0%. Estos cambios propuestos podrían afectar las carteras titulizadas que respaldan las transacciones de RMBS del Infonavit (CEDEVIS y CDVITOT). Esto, en nuestra opinión, podría exponer dichas transacciones a un mayor descalce entre la denominación de los activos, para los cuales el factor de actualización ahora permanecerá fijo, y los pasivos denominados en unidades de inversión (UDIs).

### ¿Cuáles son las expectativas para la deuda privada en México?

A pesar del pequeño porcentaje de deuda privada en el mercado financiero global total, el crédito privado está creciendo rápidamente en las economías desarrolladas, especialmente en Estados Unidos. Sin embargo, América Latina representa una pequeña parte de esta tendencia global, lo que resalta el enorme potencial de expansión de la deuda privada en la región, y particularmente en México. Sin embargo, no esperamos que esto cambie significativamente en el corto plazo, ya que deben abordarse algunos aspectos estructurales y regulatorios.

Consideramos que la deuda privada podría fortalecer y profundizar el mercado de crédito comercial en México, especialmente para las empresas medianas, dado su bajo acceso al financiamiento de largo plazo. Por último, los proveedores de crédito privados también podrían intensificar la competencia para los bancos. Por ejemplo, en los sistemas financieros de las

economías en desarrollo, los grandes bancos suelen originar y distribuir la mayor parte de los préstamos sindicados, mientras que los fondos de crédito privados han comenzado a tomar participación de los bancos. También compiten directamente con los bancos por ciertos tipos de activos crediticios que los bancos a veces mantienen en sus balances. Aun así, más que un competidor directo del crédito tradicional, vemos la deuda privada como una opción de financiamiento adicional para apoyar el desarrollo de los mercados de capital, el acceso de las pymes al financiamiento y el crecimiento económico.

Consideramos que la deuda privada en México tiene un futuro interesante y que el financiamiento estructurado podría desempeñar un papel crucial como alternativa de fondeo para muchos originadores. Es decir, las entidades financieras no bancarias se enfrentan a una demanda creciente de soluciones de financiamiento, en particular por parte de las pymes. En nuestra opinión, la titulización podría proporcionar a estas entidades una alternativa atractiva al financiamiento garantizado, al tiempo que proporciona una obligación colateralizada para los prestamistas, lo que ha demostrado ser eficaz, incluso en condiciones económicas y financieras desafiantes.

Algunos fondos de crédito privados han incorporado tecnología de titulización en sus estructuras de capital a través de tramos de crédito, definiendo cascadas de pago asociadas y pruebas de cobertura, y han mitigado desajustes entre activos y pasivos. Estas características pueden proporcionar protecciones estructurales y flujos de efectivo más previsibles a los acreedores garantizados.

Últimamente, hemos observado un repunte en el financiamiento privado por parte de fondos internacionales y grandes bancos de inversión que están ingresando al mercado mexicano (principalmente en instituciones financieras no bancarias y fintechs). Además, los bancos minoristas han recurrido a titulizaciones privadas en medio de volúmenes de emisión históricamente bajos en el mercado público.

A medida que estos participantes internacionales continúan interactuando con las empresas locales, es probable que el mercado de deuda privada en México se expanda, lo que ofrecerá una variedad de opciones de financiamiento y contribuirá al desarrollo económico general de la región.

## Lista de Contactos

### Analista principal

**José Coballasi**  
Ciudad de México  
+52 (55) 5081 4414  
jose.coballasi@spglobal.com

### Contacto analítico

**Joydeep Mukherji**  
Nueva York  
+1 (212) 438 7351  
joydeep.mukherji@spglobal.com

### Contacto analítico

**Alfredo Calvo**  
Ciudad de México  
+52 (55) 5081 4436  
alfredo.calvo@spglobal.com

### Contacto analítico

**Fabiola Ortiz**  
Ciudad de México  
+52 (55) 5081-4449  
fabiola.ortiz@spglobal.com

### Contacto analítico

**Alexandre P Michel**  
Ciudad de México  
+52 (55) 5081 4520  
alexandre.michel@spglobal.com

### Contacto analítico

**Jesús Sotomayor**  
Ciudad de México  
+52 (55) 5081 4486  
[jesus.sotomayor@spglobal.com](mailto:jesus.sotomayor@spglobal.com)

### Contacto analítico

**Antonio Zellek, CFA**  
Ciudad de México  
+52 (55) 5081 4484  
antonio.zellek@spglobal.com

### Contacto analítico

**Omar A De la Torre Ponce De León**  
Ciudad de México  
+52 (55) 5081 2870  
omar.delatorre@spglobal.com

### Contacto analítico

**Daniel Castineyra**  
Ciudad de México  
+52 (55) 5081 4497  
daniel.castineyra@spglobal.com

## Agenda de Sheinbaum y los cambios que se avecinan en las relaciones entre México y Estados Unidos

Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (en general, S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes de S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P no son responsables de errores u omisiones (por descuido o alguna otra razón), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES DE S&P DENIEGAN TODAS Y CUALQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes de S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros estudios, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (descrito abajo) no son recomendaciones para comprar, mantener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde está registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza actividad de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Las publicaciones relacionadas con calificaciones pueden publicarse por diversas razones que no dependen necesariamente de una acción por parte de los comités de calificación, incluyendo, pero sin limitarse, a la publicación de una actualización periódica de una calificación crediticia y análisis relacionados.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación asignada en otra jurisdicción para ciertos propósitos regulatorios, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes de S&P no asumen ningún deber u obligación derivado de la asignación, retiro o suspensión de tal reconocimiento así como cualquier responsabilidad respecto de daños en los que presuntamente se incurra como resultado de ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, normalmente de parte de los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de disseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web, [www.spglobal.com/ratings/es/](http://www.spglobal.com/ratings/es/) (gratuitos) y en [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) (por suscripción) y podrían distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.spglobal.com/usratingsfees](http://www.spglobal.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.