

CREDIT OPINION

18 May 2020

Actualización

✓ Califique este reporte

CALIFICACIONES

Oaxaca, State of

Domicile	Mexico
Long Term Rating	Ba3
Type	LT Issuer Rating - Dom Curr
Outlook	Negative

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

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 Oaxaca (México)

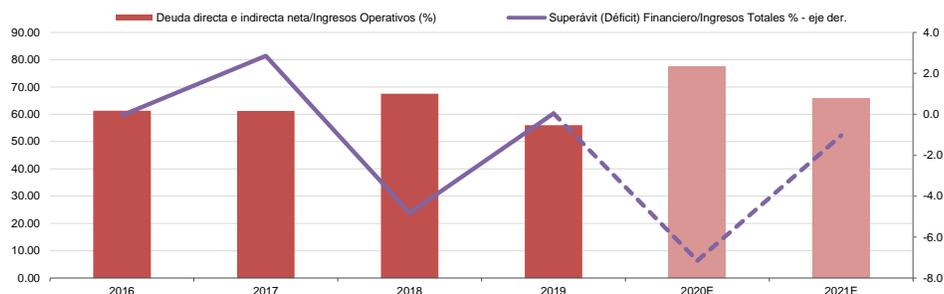
Actualización para reflejar el retiro de las calificaciones de deuda

Resumen

El perfil crediticio del [Estado de Oaxaca](#) (Ba3/A3.mx negativa) se caracteriza por un bajo nivel de ingresos propios junto con una posición de liquidez ajustada y un nivel de endeudamiento moderado, pero creciente. El PIB per cápita de Oaxaca es equivalente a solo 48.5% del promedio nacional y este rezago económico no solo restringe la capacidad de generar ingresos, sino también genera presiones en gasto social e infraestructura. El deterioro esperado en la economía mexicana derivado de la caída en los precios del petróleo y la pandemia del COVID-19 debilita la perspectiva de crecimiento de los ingresos, y estimamos que el estado reportará un déficit financiero de 7.2% como proporción de los ingresos en 2020. Sin embargo, ha contratado nueva deuda de largo plazo para financiar obras públicas durante 2020, lo cual ayudará a limitar el deterioro en la liquidez.

Gráfico 1

Oaxaca financiará el déficit en 2020 con nuevo financiamiento de largo plazo



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

Fortalezas crediticias

- » Moderados niveles de deuda
- » Bajos pasivos por pensiones

Retos crediticios

- » Presiones en el gasto social y en infraestructura que generan déficits recurrentes
- » Bajos niveles de ingresos propios
- » Ajustada posición de liquidez

Perspectiva de la calificación

La perspectiva de la calificación es negativa y refleja nuestra expectativa que el estado registrará déficits mayores en 2020 y 2021 y que la liquidez del estado se mantendrá en niveles apretados resultando en una dependencia continua de crédito de corto plazo para satisfacer necesidades de flujo de caja.

Factores que podrían cambiar la calificación al alza

Debido a que la perspectiva es negativa, no esperamos un alza en la calificación. Sin embargo, el fortalecimiento de los resultados financieros junto con una mejora considerable de la posición de liquidez podrían generar presión al alza.

Factores que podrían cambiar la calificación a la baja

El registro de déficits financieros mayores a los proyectados que resulten en un deterioro adicional en la ya estrecha liquidez podría generar presión a la baja en las calificaciones.

Indicadores clave

Gráfico 2

Estado de Oaxaca

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	21.3	61.3	61.2	67.5	56.0	77.3	65.7
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	0.6	4.3	4.4	6.3	4.6	5.7	5.1
Superávit (Déficit) Operativo/Ingresos Operativos (%) ^[1]		25.1	27.6	9.2	17.4	5.4	13.6
Superávit (déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	1.6	0.0	2.9	-4.8	0.0	-7.2	-1.0
Ingresos Propios/Ingresos Operativos (%)	5.2	15.6	16.5	17.0	17.6	19.5	17.9
Efectivo/Pasivos Circulantes (x)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)	49.7	45.1	45.6	48.5	-	-	-

Nota: A partir de 2016 se calcula los ingresos operativos y el balance operativo con información de la Cuenta Pública con los formatos de la Ley de Disciplina Financiera.

Fuente: Moody's Investors Service, estados financieros del Estado de Oaxaca, Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), Consejo Nacional de Población (CONAPO).

Detalle de los Fundamentos de la Calificación

El 13 de mayo, Moody's [retiró las calificaciones de cuatro créditos](#) del Estado de Oaxaca debido al prepago del saldo vigente.

El perfil crediticio de Oaxaca, como lo reflejan las calificaciones, combina: 1) la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) del estado de ba3 y 2) la baja probabilidad de apoyo extraordinario proveniente del [Gobierno de México](#) (Baa1, negativa) en caso que la entidad enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

Evaluación del Riesgo Crediticio Base

Base económica limitada que genera bajos niveles de ingresos propios

La economía del estado depende en gran medida en la agricultura y el turismo, por lo que los niveles de riqueza se ubican muy por debajo del promedio nacional. Más del 40% de la población vive en condiciones de pobreza. La economía estatal tuvo un crecimiento real de 1.2% anual en promedio entre 2015 y 2018, por debajo crecimiento promedio nacional durante el mismo periodo. Estas restricciones relativas de la economía regional limitan su capacidad tanto de generar ingresos propios, como de aumentar su proporción de participaciones que se reparten a los estados, basada en una formula que pondera el crecimiento en la recaudación de ingresos propios y el crecimiento de la economía local. Esta situación constituye uno de los retos más importantes para Oaxaca dado que restringe su capacidad para financiar el gasto. Los ingresos propios del estado fueron equivalentes a 17.6% de los ingresos operativos en 2019, en línea con su rango histórico y levemente por debajo de la mediana de 18% para los estados mexicanos calificados en Ba3.

El estado ha implementado medidas para mejorar su baja recaudación, con resultados positivos pero modestos. El estado está tomando acción para ampliar la base de contribuyentes a través de acciones de fiscalización y con convenios de colaboración para el intercambio de información con organismos federales, resultando en un incremento de los ingresos propios en un 16% 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.

Sin embargo, los altos índices de informalidad económica en Oaxaca seguirán representando un reto en este ámbito, y la recesión económica esperada en 2020 generará presiones negativas en los ingresos propios.

El gobierno federal ha manifestado que le dará prioridad a proyectos de obra pública en los estados del sur del país – entre ellos Oaxaca – para acelerar el desarrollo de la región. De materializarse dichas inversiones, contribuirán al desarrollo económico del estado. Sin embargo, estimamos que cualquier beneficio en los ingresos propios de Oaxaca se materializaría en el largo plazo. Esperamos que Oaxaca continuará registrando niveles similares de ingresos propios de alrededor 18-19% de los ingresos totales durante 2020-2021.

Presiones recurrentes en gasto social y en infraestructura que generan déficits

Oaxaca históricamente ha registrado resultados financieros volátiles debido al crecimiento alto y sostenido del gasto. Durante 2019, el estado reportó un resultado de 0% de los ingresos totales después de registrar un déficit equivalente al 4.8% de los ingresos propios en 2018. Tras dos sismos en septiembre 2017, que causaron daños importantes en el estado, el gasto de capital incrementó y fue financiado con recursos de un nuevo crédito colocado con el apoyo del FONREC (Fondo Nacional de Reconstrucción). El estado también recibió apoyo del Fondo de Desastres Naturales de México (Fonden), que a menudo proporciona ayuda federal después de eventos severos, ayudando a contener las presiones financieras que derivaron de dichos eventos. Sin embargo, estos apoyos no compensan completamente los efectos negativos, especialmente los relativos a la actividad económica local.

El resultado balanceado en 2019 fue producto de una contención en el gasto en obras públicas, pero el estado ha presupuestado otro incremento importante en el gasto en infraestructura en 2020 y ha contratado nuevos créditos de largo plazo para financiarlo. El estado ha identificado 111 proyectos de infraestructura, incluyendo gastos importantes en caminos y puentes, proyectos de rehabilitación, modernización y ampliación de la red hidráulica, eléctrica, espacios públicos y alumbrado, entre otros. Oaxaca también enfrenta presiones recurrentes en el gasto social.

Respecto los ingresos, además de las presiones en los ingresos propios antes mencionados, las transferencias federales permanecerán ajustadas o podrían incluso decrecer como consecuencia de la recesión económica en 2020. Aunque los estados y municipios cuentan con el Fondo de Estabilización de los Ingresos de las Entidades Federativas, es muy probable que no alcancen los recursos del mismo para compensar por completo la caída esperada en participaciones federales de acuerdo a lo presupuestado por el Gobierno Federal.

Estimamos que estos factores resultarán en un déficit financiero de alrededor de 7.2% de los ingresos totales en 2020, y un balance operativo de 5.4% de los ingresos operativos, menor al 17.4% reportado en 2019.

Para 2021 estimamos que Oaxaca implementará recortes en el gasto y que la leve recuperación en la economía apoyará un crecimiento modesto en los ingresos, contribuyendo a una reducción en el déficit financiero a 1%. Por el contrario, si Oaxaca vuelve a reportar en 2021 un déficit similar al déficit estimado para 2020 o mayor, habría presión a la baja en sus calificaciones.

Moderados, pero crecientes niveles de deuda

El Estado de Oaxaca registra niveles manejables pero crecientes de deuda comparados con sus pares nacionales, equivalentes al 59% de los ingresos operativos a finales de 2019. A diciembre del año 2019, el saldo insoluto de la deuda directa e indirecta neta era de MXN 16,307.8 millones, incluyendo créditos de corto plazo por MXN 1,691.1 millones.

Durante el primer trimestre de 2020, Oaxaca llevó a cabo un refinanciamiento de sus créditos de largo plazo para obtener una reducción de sobretasas y un esquema de amortizaciones más favorable, y también ha contratado nuevos financiamientos de largo plazo por MXN 3,500. Después de estas operaciones, la deuda de largo plazo de Oaxaca consiste de cinco créditos que cuentan con una afectación de las participaciones federales del estado como fuente de pago, contratados por MXN 13,187.6 millones. Adicionalmente, cuenta con tres créditos con un saldo de MXN 3,362.9 millones, que cuentan con una afectación de los ingresos del Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas (FAFEF), que corresponden al estado como fuente de pago.

Adicionalmente, el estado de Oaxaca tiene un crédito contratado con Banobras bajo el programa FONREC y otro con Banobras para el Sistema de Justicia Penal. Oaxaca afectó participaciones federales para pagar los intereses de dichos créditos, pero el pago del principal se encuentra respaldado con los recursos de los bonos cupón cero emitidos por el Gobierno Federal. Debido a que el estado sólo tiene la obligación de cubrir los intereses, Moody's excluye estas obligaciones del cálculo de la deuda directa e indirecta neta, pero incluye el pago por intereses en el cálculo del servicio de la deuda.

Moody's también incluye en sus indicadores de deuda directa e indirecta neta el monto recibido como resultado de la potenciación del Fondo de Aportaciones Múltiples. Si bien el monto potenciado del FAM se entrega a un Organismo Responsable de la Infraestructura Física Educativa (INFE) en cada entidad federativa, Moody's considera 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. En el caso del INFE del Estado de Oaxaca, el monto recibido hasta 2018 ascendió a aproximadamente MXN 1,624.8.

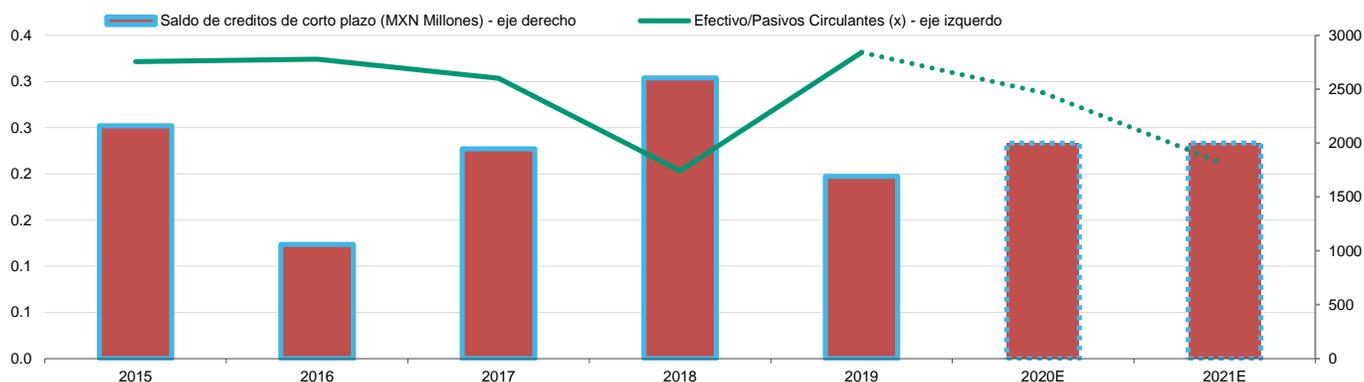
Estimamos que la deuda directa e indirecta neta de Oaxaca subirá a 77.3% al final del año 2020, derivado de la adquisición de nuevos financiamientos, por encima de la mediana estimada de 68% para los estados mexicanos calificados en Ba3 pero todavía en niveles manejables. Asimismo, estimamos que el servicio de la deuda subirá a 5% de los ingresos totales en 2020 de 4.1% en 2019, debido al aumento en la deuda.

Ajustada posición de liquidez

Como resultado de los resultados financieros volátiles, la posición de liquidez de Oaxaca se ha mantenido apretada. El indicador de efectivo a pasivos circulantes se ubicó en 0.3x a finales de 2019. Para 2020 estimamos que la liquidez se mantendrá en niveles limitados pero que la contratación de nueva deuda de largo plazo limitará el deterioro durante este ejercicio. Sin embargo, estimamos que la razón de efectivo entre pasivos circulantes caerá a 0.2x en 2021 debido al déficit proyectado. La limitada liquidez ha resultado en un uso recurrente de créditos de corto plazo, que estimamos continuará en 2020 y 2021. La baja liquidez del estado lo deja con una capacidad muy limitada para absorber choques no esperados, y representa un reto crediticio importante.

Gráfico 3

Estrecha liquidez resultará en un uso continuo de créditos de corto plazo



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

Bajo pasivo por pensiones

Oaxaca enfrenta pasivos por pensiones no fondeados relativamente bajos con respecto a otros estados mexicanos calificados por Moody's. Los resultados de un estudio actuarial independiente llevado a cabo en 2019 muestran que los pasivos por pensiones no fondeados ascendieron a MXN 25,434.9 millones en dicho periodo, monto equivalente a 31% de sus ingresos totales de 2019, muy por debajo de la mediana de 106% para los estados mexicanos calificados por Moody's. El estudio actuarial proyecta que el año 2021 será el año de descapitalización, es decir, el periodo cuando el estado empezará a hacer aportaciones extraordinarias para cubrir el pasivo no fondeado. Sin embargo, se proyecta que dichas aportaciones extraordinarias serán pequeñas, equivalentes a menos de 0.5% de los ingresos totales, ejerciendo una presión limitada en las finanzas del estado. Si bien el estado implementó una reforma en 2012 para incorporar aumentos en las aportaciones del empleado y del patrón e incrementos a los años de servicios y edades mínima de retiro, actualmente no tiene planes concretos para implementar nuevas reformas.

Consideraciones de apoyo extraordinario

Asignamos una baja probabilidad de que el gobierno federal tome acciones para prevenir un incumplimiento por parte del Estado de Oaxaca. La baja probabilidad refleja nuestra apreciación 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 Oaxaca.

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 Oaxaca, determinamos la importancia de ESG en el perfil crediticio de acuerdo a lo siguiente:

Las consideraciones ambientales son materiales para el perfil crediticio del Estado de Oaxaca. El estado tiene una alta exposición a diferentes tipos de desastres naturales como los ciclones tropicales, las lluvias extremas que causan inundaciones y los sismos. Entre 2001 y 2018 el estado tuvo 61 declaratorias de desastres naturales, el segundo más alto entre los estados mexicanos. Si bien el apoyo del Fonden ayuda a contener las presiones financieras que derivan de dichos eventos, no compensa completamente. Los riesgos ambientales ya están capturados en las calificaciones actuales de Oaxaca.

Los riesgos sociales son materiales para el perfil crediticio de Oaxaca. El estado tiene un muy alto nivel de rezago social en indicadores que abarcan de pobreza, analfabetismo y acceso a servicios básicos, y sus altas necesidades en términos de desarrollo social seguirán presionando el gasto en el largo plazo. Adicionalmente, cabe destacar que vemos el brote de coronavirus como un riesgo social por las implicaciones sustanciales de salud y seguridad pública y el riesgo de una mayor propagación del brote en el estado. Los riesgos sociales ya están capturados en las calificaciones actuales de Oaxaca.

Las consideraciones de administración y gobierno interno son materiales, Oaxaca cumple en términos generales con el marco institucional determinado por la legislación nacional para todos los gobiernos estatales y municipales. Si bien los déficits recurrentes y la baja liquidez del estado reflejan deficiencias en su planeación y el gestión del presupuesto, estas prácticas están en línea con sus pares nacionales. Las consideraciones de gobierno interno ya están capturadas en las calificaciones actuales 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 Oaxaca, la matriz de Evaluación del Riesgo Crediticio Base asignada (BCA, por sus siglas en inglés) de ba3 está en línea con el resultado indicado de la matriz de factores. El resultado indicado de ba3 de la BCA de la matriz refleja (1) el riesgo idiosincrásico de 6 (presentado abajo) en una escala de 1 a 9, donde 1 representa la más fuerte calidad crediticia relativa y 9 la más débil; y (2) el riesgo sistémico de Baa1, reflejado en la calificación del bono soberano 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 Oaxaca

[Gobiernos Locales y Regionales](#)

Evaluación del Riesgo Crediticio Base (BCA)	Puntuación	Valor	Ponderación de Sub factores	Total de Sub factores	Ponderación de Factores	Total
Matriz de factores 2018						
Factor 1: Fundamentos Económicos						
Fortaleza económica	9	47.19	70%	9	20%	1.80
Volatilidad Económica	9		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	16.73	12.5%	5.25	30%	1.58
Pago de intereses / Ingresos Operativos (%)	7	5.47	12.5%			
Liquidez	9		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	5	67.50	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	3	10.70	25%			
Factor 4: Administración y Gobierno Interno - MAX						
Controles de Riesgos y Administración Financiera	5			5	30%	1.50
Gestión de Inversiones y Deuda	5					
Transparencia y Revelación	5					
Riesgo Idiosincrático Estimado Puntaje						6.28(6)
Evaluación de Riesgo Sistémico						Baa1
BCA Estimada						ba3

Fuente: Moody's Investors Service

© 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

1229161

CLIENT SERVICES

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