

CREDIT OPINION

16 December 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

María Martínez-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)

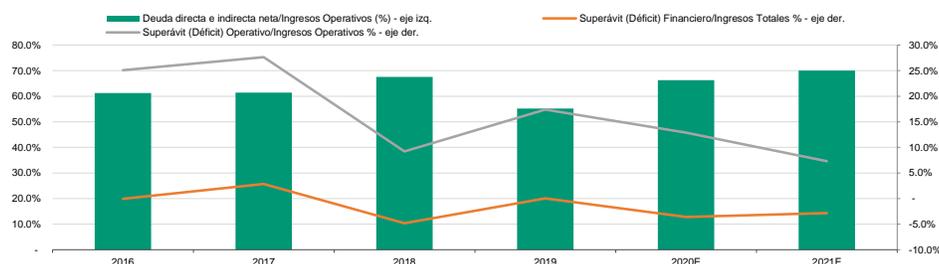
Actualización del análisis crediticio

Resumen

El perfil crediticio del [Estado de Oaxaca](#) (Ba3/A3.mx negativa) se caracteriza por un nivel de endeudamiento manejable pero creciente, limitados niveles de liquidez y balances operativos positivos. Oaxaca también tiene un bajo nivel de ingresos propios, lo cual es principalmente un reflejo del bajo nivel de desarrollo económico del estado. 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. Estimamos que los superávits operativos se deterioren levemente durante 2020 y 2021 debido a presiones en los ingresos que derivan de la contracción económica. Sin embargo, el estado 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 financiero en 2020 y 2021 con nuevo financiamiento de largo plazo



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

Fortalezas crediticias

- » Manejables niveles de deuda con un uso decreciente de deuda de corto plazo
- » Balances operativos positivos

Retos crediticios

- » Presiones en el gasto en infraestructura que generan déficits financieros 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 enfrentará una reducción en las transferencias federales no etiquetadas (participaciones), que son equivalentes a 82% de sus ingresos operativos, junto con presiones recurrentes en el gasto operativo. Estas tendencias conducirán a un debilitamiento en los resultados operativos del estado en 2020 y 2021, al mismo tiempo que seguirá reportando niveles apretados de liquidez.

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, junto con un uso mayor de financiamientos de corto plazo, podría generar presión a la baja en las calificaciones.

Indicadores clave

Estado de Oaxaca

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	72.5	61.3	61.4	67.5	55.2	66.3	70.0
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	2.2	4.3	4.4	6.3	4.6	5.1	5.8
Superávit (Déficit) Operativo/Ingresos Operativos (%) ^[1]		25.1	27.6	9.2	17.4	12.9	7.2
Superávit (déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	1.6	0.0	2.9	-4.8	0.0	-3.6	-2.8
Ingresos Propios/Ingresos Operativos (%)	17.7	15.6	16.5	17.0	17.6	14.9	16.1
Efectivo/Pasivos Circulantes (x)	0.32	0.31	0.30	0.20	0.34	0.39	0.35
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)	49.7	45.1	45.6	48.5	-	-	-

[1]: 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 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, y sus 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 de generar ingresos propios. 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.

A pesar de que el estado ha implementado medidas para mejorar su baja recaudación, con resultados positivos en periodos anteriores, la profunda recesión económica derivada de la pandemia resultará en un leve retroceso. Oaxaca ha tomado 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 de 16% en 2019. Sin embargo, Durante el periodo enero – septiembre 2020 los ingresos propios decrecieron un 15.7% versus el mismo periodo de 2019, especialmente en los derechos vehiculares y de tránsito, y estimamos que los ingresos propios tendrán una recuperación lenta en 2021.

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.

Cabe mencionar que 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 registrará niveles de ingresos propios de alrededor 15-16% de los ingresos totales durante 2020-2021.

Balances operativos positivos

Oaxaca reportó superávits operativos que promediaron un alto 19.8% de los ingresos operativos durante el periodo 2016 – 2019, un nivel muy arriba de sus pares nacionales. El estado ha logrado dichos resultados a través de controles en el gasto operativo para mantener un balance con los ingresos. Se puede ver el control en el gasto durante los primeros nueve meses de 2020, cuando el estado redujo el gasto corriente un 20%, especialmente en servicios generales y materiales, en respuesta al choque de ingresos derivado de la pandemia. Aunque estimamos que será difícil mantener recortes de esta magnitud en el largo plazo, la capacidad de ajustar el gasto durante la contingencia es un buen reflejo del manejo del presupuesto.

Estimamos que Oaxaca reportará un balance operativo de 12.9% en 2020, cuando también se beneficiará de la activación del Fondo de Estabilización de los Ingresos de las Entidades Federativas (FEIEF), lo cual cubriría la mayor porción de cualquier faltante en las participaciones federal respecto el monto presupuestado para 2020. Las participaciones son equivalentes a 82% de los ingresos operativos de Oaxaca. Para 2021, cuando estimamos que las participaciones decrecerán como consecuencia de recortes en el presupuesto federal, estimamos el balance operativo de Oaxaca se reducirá a 7.3%.

Presiones recurrentes en el gasto en infraestructura que generan déficits

Oaxaca históricamente ha registrado resultados financieros volátiles debido al gasto de capital. Aunque el estado reportó un resultado balanceado en 2019, estimamos que Oaxaca volverá a reportar déficits en 2020 y 2021. Ha contratado MXN 3,500 millones en nuevos créditos de largo plazo para financiar obras públicas durante 2020 y 2021. El estado tiene 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. Respecto los ingresos, además de las presiones en los ingresos propios antes mencionados, las transferencias federales etiquetadas para el gasto de capital permanecerán ajustadas o podrían incluso decrecer como consecuencia de la recesión económica y la consolidación fiscal a nivel federal. Estimamos que estos factores resultarán en un déficit financiero de alrededor de 3.6% de los ingresos totales en 2020, y de 2.8% en 2021. Sin embargo la contratación de nuevos créditos de largo plazo limitará el impacto de dichos déficits en la liquidez de Oaxaca.

Manejables pero crecientes niveles de deuda

Oaxaca registra niveles manejables, pero crecientes de deuda comparados con sus pares nacionales, con un saldo de deuda directa e indirecta neta equivalente al 55.2% de los ingresos operativos a finales de 2019. Como consecuencia de la contratación de los nuevos créditos de largo plazo, estimamos que el indicador de endeudamiento subirá a 70% a finales de 2021. A pesar de los niveles crecientes de deuda, Oaxaca ha logrado mejorar sus costos de financiamiento y también reducir su dependencia en financiamientos de corto plazo.

A septiembre de 2020, el saldo insoluto de la deuda directa bancaria era de MXN 13,122 millones. Durante el primer trimestre de 2020, Oaxaca llevó a cabo un refinanciamiento de sus créditos de largo plazo existentes para obtener una reducción de sobretasas y un esquema de amortizaciones más favorable. Después del refinanciamiento y la contratación de los nuevos créditos, Oaxaca cuenta con cinco créditos con una afectación de participaciones federales como fuente de pago, y tres créditos 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 2019 ascendió a aproximadamente MXN 1,601 millones.

Respecto a la deuda emitida para capitalizar el FEIEF por la caída en las participaciones, consideramos que las entidades federativas tienen 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 Oaxaca, estimamos que el saldo a diciembre de 2020 será de aproximadamente MXN 1,951.71 millones.

En términos de financiamientos de corto plazo, la administración actual ha dado prioridad a reducir la dependencia de la entidad a este tipo de crédito, y estimamos que terminará 2020 con un saldo insoluto de MXN 240 millones versus MXN 1,691.1 millones en 2019. Estimamos que el servicio de la deuda será equivalente a 4.5% de los ingresos totales en 2020 versus 5.2% en 2019.

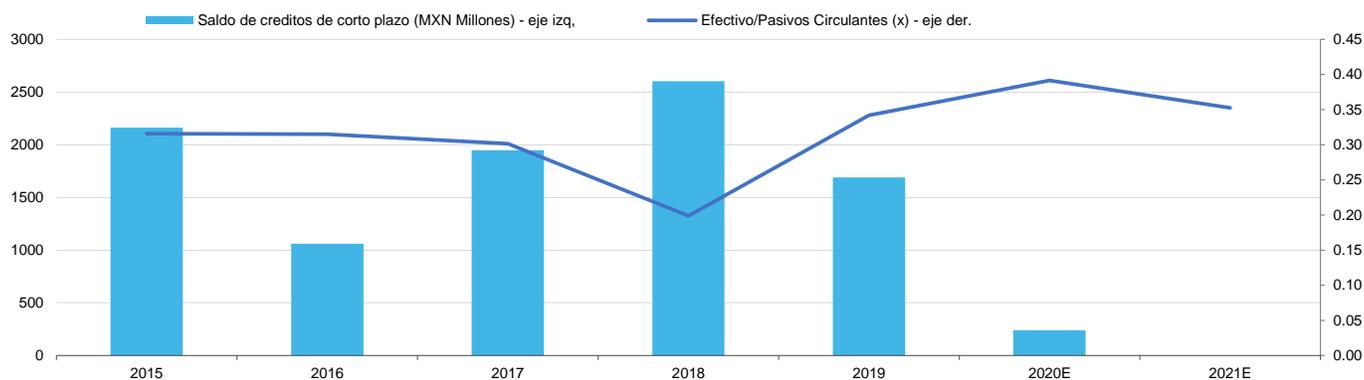
Oaxaca también enfrenta pasivos por pensiones no fondeados relativamente bajos con respecto a otros estados mexicanos calificados por Moody's. Los resultados de un estudio actuarial independiente llevado a cabo en 2019 muestran que los pasivos por pensiones no fondeados ascendieron a MXN 25,434.9 millones en dicho periodo, monto equivalente a 87.4% de sus ingresos operativos de 2019. 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.

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 0.34x a finales de 2019. La baja liquidez del estado lo deja con una capacidad muy limitada para absorber choques no esperados, y representa su principal reto crediticio importante. Sin embargo, para 2020 y 2021 estimamos que la liquidez se mantendrá en niveles estables gracias a la contratación de la nueva deuda de largo plazo.

Gráfico 3

La liquidez permanecerá en niveles bajos pero con un menor uso de deuda de corto plazo



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

Consideraciones de apoyo extraordinario

Consideramos que hay 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 gobierno federal 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 balances operativos positivos reflejan adecuadas prácticas de gestión del presupuesto, la baja liquidez también refleja deficiencias en planeación. 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 idiosincrático 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, SUGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las Publicaciones.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 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 1252759

CLIENT SERVICES

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