

## OPINIÓN CREDITICIA

## Oaxaca, Estado de

México

## Índice:

CALIFICACIONES	1
RESUMEN DE LOS FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN	2
DETALLE DE LOS FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN	3
EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO BASE	3
CONSIDERACIONES DE APOYO EXTRAORDINARIO	5
RESULTADOS DEL MODELO DE EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO BASE	5
ACERCA DE LAS CALIFICACIONES SUBSOBERANAS DE MOODY'S	6
EVALUACIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO BASE	8

## Contactos:

MEXICO CITY	+52.55.1253.5700
Adrián Garza	+52.55.1253.5709
<i>Assistant Vice President – Analyst</i>	
adrianjavier.garza@moodys.com	
Maria del Carmen Martínez-Richa	+52.55.1253.5729
<i>Assistant Vice President – Analyst</i>	
mariadelcarmen.martinez-richa@moodys.com	
Alejandro Olivo	+52.55.1253.5742
<i>Vice President/SCO – Manager</i>	
alejandrolivo@moodys.com	
LONDON	+44.20.7772.5454
David Rubinoff	+44.20.7772.1398
<i>Managing Director – Sub Sovereigns</i>	
david.rubinoff@moodys.com	

## Calificaciones

## Oaxaca, Estado de

Categoría	Calificación De Moody's
Perspectiva	Estable
<b>Calificaciones al Emisor</b>	
Escala Nacional de México	A2.mx
Escala Global, moneda nacional	Ba2

## Indicadores Clave

(AL 31/12)	2007	2008	2009	2010	2011
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Totales (%)	12.4	11.6	11.0	14.5	13.6
Pago de Intereses / Ingresos Totales (%)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
Servicio de Deuda / Ingresos Totales (%)	1.6	1.3	1.3	0.6	3.3
Superávit (Déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	-4.7	2.8	-2.5	-8.0	3.5
Gasto de Capital / Gasto Total (%)	14.7	17.1	19.1	18.4	9.2
Ingresos Propios Discrecionales / Ingresos Totales (%)	3.7	3.8	4.1	3.8	4.2
PIB per cápita / Promedio Nacional (%)	46.7	44.3	47.9	45.9	

Esta Opinión Crediticia proporciona una discusión detallada de las calificaciones del Estado de Oaxaca, y debe ser acompañada de la información de calificaciones disponible en la página de Internet de Moody's. [Haz clic aquí para el enlace.](#)

## Resumen de los Fundamentos de la Calificación

Las calificaciones de emisor de A2.mx (Escala Nacional de México) y Ba2 (Escala Global, moneda local) del Estado de Oaxaca, reflejan niveles bajos de deuda y resultados fiscales desiguales debido a la volatilidad del gasto en inversión. La deuda directa e indirecta neta ha permanecido prácticamente estable, creciendo ligeramente a 13.6% de los ingresos totales en 2011 de 12.4% en 2007, nivel que permanece por debajo de la mediana de los estados mexicanos calificados por Moody's en el rango Ba. Las calificaciones asignadas también toman en cuenta las buenas prácticas de administración integrales que respaldan una tendencia positiva de los ingresos propios del estado, aunque partiendo de una base reducida, y una fuerte posición de liquidez que provee capacidad interna para absorber choques imprevistos.

### Comparación entre Emisores Nacionales

El Estado de Oaxaca está calificado en la parte media de calificaciones para los estados mexicanos, el cual abarca de B1 a Baa1. La posición de Oaxaca con respecto a sus pares nacionales refleja ingresos propios por debajo de la mediana de los pares con calificación de Ba compensados por una liquidez por arriba de la mediana. Adicionalmente, los déficits financieros consolidados se mantienen en línea con sus pares mientras los niveles de deuda son menores a los del portafolio de estados mexicanos calificados por Moody's con Ba.

### Fortalezas Crediticias

Las fortalezas crediticias del Estado de Oaxaca incluyen:

- » Fuerte posición de liquidez
- » Bajo pasivo por pensiones no fondeado

### Retos Crediticios

Los retos crediticios del Estado de Oaxaca incluyen:

- » Base económica limitada que genera bajos niveles de ingresos propios
- » Volatilidad en los resultados financieros consolidados derivado del gasto de inversión

### Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de la calificación es estable.

### Qué Pudiera Cambiar la Calificación a la Alza

Incrementos adicionales en los ingresos propios, en conjunto con controles del gasto, que resulte en el fortalecimiento de los resultados financieros consolidados, podrían ejercer presión a la alza en las calificaciones.

### Qué Pudiera Cambiar la Calificación a la Baja

Un pérdida de la disciplina fiscal que ocasione el incremento de los déficits financieros consolidados por encima de los niveles recientes, un incremento significativo de la deuda o el deterioro de la liquidez, podrían ejercer presión a la baja en las calificaciones.

## Detalle de los Fundamentos de la Calificación

Las calificaciones asignadas al Estado de Oaxaca reflejan la aplicación de la metodología de calificación de Análisis de Incumplimiento de Pago Conjunto de Moody's (JDA por sus siglas en inglés) para gobiernos locales y regionales (RLGs por sus siglas en inglés). De acuerdo con esta metodología, Moody's establece primeramente la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) del estado y posteriormente considera la probabilidad de apoyo del gobierno federal para evitar un incumplimiento por parte del estado en caso que ocurra esta situación.

## Evaluación del Riesgo Crediticio Base

La BCA de 12 (en una escala del 1 al 21, donde 1 representa el riesgo crediticio más bajo) asignada al Estado de Oaxaca refleja los siguientes factores:

### Posición y Desempeño Financiero

Como reflejo de la volatilidad del gasto de inversión y las presiones del gasto operativo, el Estado de Oaxaca ha registrado déficits financieros consolidados en tres de los últimos cinco años, lo que condujo a necesidades de financiamiento moderadas. De 2007 a 2011 los resultados financieros consolidados promediaron -1.8% de los ingresos totales, un déficit fiscal modesto que continúa en línea con los estados mexicanos calificados por Moody's en Ba. En 2011, derivado de un menor gasto en inversión, Oaxaca registró un superávit consolidado de 3.5%. Durante los últimos cinco años, los ingresos totales crecieron a una tasa compuesta anual de crecimiento (CAGR por sus siglas en inglés) de 9.1% mientras que los egresos totales crecieron a 6.9%, lo que resultó en el reequilibrio de los resultados financieros consolidados.

El gobierno estatal ha implementado una serie de iniciativas para mejorar la recaudación de ingresos propios que han rendido frutos. Por ejemplo, el impuesto sobre nómina –el ingreso propio más importante- creció aproximadamente 24% en 2011 con respecto al año anterior, como resultado de la ampliación de la base tributaria de empresas en el estado. De 2007 a 2011, los ingresos propios también crecieron significativamente a una CAGR de 13.1%. No obstante, las limitaciones relativas de la economía regional generan ingresos propios débiles que representan en promedio 3.9% de los ingresos totales, por debajo de la mediana de los estados calificados por Moody's en Ba. En opinión de Moody's, estos bajos niveles de recaudación se mantienen como uno de los retos más importantes para Oaxaca dado que restringen su capacidad para financiar proyectos de inversión.

De 2007 a 2011 el gasto operativo creció a una CAGR de 8.5%, nivel por debajo del crecimiento del ingreso. La presente administración también ha impulsado medidas para controlar el crecimiento del gasto operativo, incluyendo reducciones en el rubro de servicios personales a través de pequeñas reducciones en salarios y congelando nuevas contrataciones. Si bien el estado planea incrementar su gasto en inversión alrededor de 16% en 2012, Moody's espera que los resultados financieros consolidados continúen aproximadamente balanceados y en niveles similares a los registrados en años recientes.

El estado ha podido mantener una posición de liquidez fuerte en relación a otros estados con calificación Ba, lo cual es una fortaleza crediticia ya que incrementa su capacidad interna para absorber choques imprevistos. El capital de trabajo neto, medido como activo circulante menos pasivo circulante, promedió 9.6% de los gastos totales entre 2007 y 2011, lo cual es un nivel alto.

### Perfil de Endeudamiento

Los resultados relativamente balanceados registrados por el Estado de Oaxaca han derivado en niveles de deuda prácticamente estables en los últimos cinco años. Entre 2007 y 2011, la deuda directa e indirecta neta como porcentaje de los ingresos totales se incrementó ligeramente a 13.6% de 12.4%, lo cual representa un nivel moderado comparado a la mediana de otros estados calificados con Ba. En el mismo período, los gastos por servicio de la deuda (principal e intereses) promediaron 1.6% de los ingresos totales, en línea con la mediana de los estados mexicanos calificados en Ba, lo cual Moody's considera fácilmente manejable para Oaxaca. Esta razón creció a 3.3% en 2011 como resultado de la amortización anticipada de algunos créditos. Dado que no prevemos que esto vuelva a suceder en el corto a mediano plazo, estimamos que el servicio de la deuda volverá a sus niveles históricos.

A diciembre de 2011, el saldo de la deuda directa e indirecta neta de Oaxaca ascendió a MXN 6.5 mil millones, que incluye dos emisiones de certificados bursátiles y un crédito bancario. El primer bono fue emitido en 2007, está denominado en UDIS (Unidades de Inversión), tiene un plazo de 30 años y, al cierre de 2011, tenía un saldo de MXN 3.2 mil millones. El segundo bono, de MXN 1.9 mil millones, fue emitido al final del 2011 con un plazo de 15 años. Aproximadamente MXN 1.3 mil millones de los recursos fueron utilizados para pagar el saldo insoluto de cuatro créditos bancarios. El único crédito bancario vigente es un préstamo por 20 años de Banobras bajo el esquema del Fondo Nacional de Reconstrucción (FONAREC). Bajo este programa, Oaxaca afectó 4.3% de sus participaciones federales pero sólo está obligado a pagar los intereses que el crédito genere. El pago del principal será realizado al vencimiento en 2031 con los recursos de un bono cupón cero emitido por el Gobierno Federal. Por lo tanto, Moody's excluye esta obligación del cálculo de la deuda directa e indirecta neta. Debido a que parte de los financiamientos obtenidos fueron utilizados para el pago de otros créditos, la razón de deuda directa e indirecta neta con respecto a ingresos totales disminuyó a 13.6% en 2011 de 14.5% registrado en 2010.

Adicionalmente, Moody's incorpora en sus indicadores de endeudamiento la parte financiada de dos proyectos de participación público-privada (P3) para la construcción de dos edificios administrativos. De acuerdo a esto, en el cálculo de la deuda neta e indirecta neta de Oaxaca, Moody's incluye alrededor de MXN 1.4 mil millones, del saldo estimado de los P3 al cierre de 2011. El estado hace pagos mensuales a las empresas privadas que en 2011 ascendieron a MXN 503.4 millones, equivalente al 1.1% de los ingresos totales, un nivel bajo.

Como resultado de una reforma reciente a la ley de pensiones impulsada por la presente administración, Oaxaca enfrenta pasivos por pensiones no fondeados relativamente bajos con respecto a otros estados mexicanos calificados por Moody's. De acuerdo a la administración, los resultados preliminares de un estudio actuarial independiente de 2012 muestran que los pasivos por pensiones no fondeados se redujeron a 26% de los ingresos totales de 2011 de un nivel de 70%. La reforma incorporó aumentos en las aportaciones del empleado y del patrón e incrementos a los años de servicio y edades mínimas de retiro. Si bien el pasivo remanente por pensiones no fondeado podría ejercer presión a las finanzas estatales en el mediano plazo, Moody's considera que la reforma y la reducción del pasivo como un factor crediticio positivo.

### Factores de Administración y Gobierno Interno

Oaxaca muestra prácticas de administración y gobierno interno sólidas e integrales, en línea con las de los estados mexicanos calificados en Ba. El estado cuenta con sistemas internos bien desarrollados para monitorear durante el año el desempeño de los ingresos y gastos, y sus prácticas de administración de deuda son relativamente conservadoras, manteniendo la carga de los pagos del servicio de la deuda en niveles moderados. Los estados financieros, auditados por contadores independientes, proporcionan una revelación clara y razonablemente integral de la posición financiera del estado.

### Fundamentos Económicos

El Estado de Oaxaca tiene una población de 3.8 millones de habitantes. El sector turismo, que está concentrado en la Ciudad de Oaxaca y los destinos de playa de Huatulco y Puerto Escondido, en el Océano Pacífico, representa una parte importante de la actividad económica del estado. A pesar de la actividad generada por este segmento de la economía, Oaxaca genera niveles de riqueza muy por debajo del promedio nacional, debido a la prominencia de la agricultura de subsistencia y los bajos niveles de actividad industrial en el resto del estado. En 2010, el PIB per cápita estatal ascendió a alrededor del 46% de la cifra nacional. Reflejo de su economía, los ingresos propios, que ascendieron a 4.2% de los ingresos totales en 2011, permanecen por debajo del promedio de los pares de Oaxaca.

### Entorno Operativo

El entorno operativo para los gobiernos estatales y municipales en México se caracteriza por su bajo PIB per cápita (base de paridad de poder de compra), alta volatilidad económica y una baja clasificación en el Índice de Efectividad Gubernamental del Banco Mundial, típico de muchos mercados emergentes y sugiriendo la presencia de factores de riesgo sistémico.

### Marco Institucional

Bajo el marco institucional de los gobiernos estatales en México, la falta de una amplia discreción sobre los ingresos y los gastos propician que su capacidad para el pago de la deuda sea relativamente limitada. Como resultado, muchos estados mantienen bajos ó moderados niveles de endeudamiento y pocos realizan endeudamientos sustanciales.

### Consideraciones de Apoyo Extraordinario

Moody's asigna una baja probabilidad de que el gobierno federal actúe para prevenir un incumplimiento por parte de Oaxaca. 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.

Moody's también asigna un muy alto nivel de dependencia de incumplimiento entre los gobiernos federal y estatal, lo que refleja principalmente la alta dependencia del estado en las transferencias de ingresos federales.

### Resultados del Modelo de Evaluación del Riesgo Crediticio Base

En el caso del Estado de Oaxaca, el scorecard BCA (que se presenta a continuación) genera una BCA estimada de 9, en comparación con la BCA de 12 asignada por el comité de calificación (en una escala del 1 al 21, donde 1 representa el riesgo crediticio más bajo). La diferencia de tres escalones entre la BCA asignada y la referida por el scorecard refleja una serie de factores que no se encuentran capturados en el scorecard, incluyendo la alta desigualdad socioeconómica y niveles de marginación en el estado y las presiones que surgen de las grandes necesidades de inversión en infraestructura.

La tarjeta ó "scorecard" BCA, que genera evaluaciones estimadas del riesgo crediticio base a partir de un conjunto de indicadores crediticios cualitativos y cuantitativos, es la herramienta que utiliza el comité de calificación para evaluar la calidad crediticia de gobiernos regionales y locales. Los indicadores crediticios que captura el scorecard proporcionan una buena medición estadística de la fortaleza crediticia individual; sin embargo, la BCA estimada que genera el scorecard no sustituye los juicios que hace el comité de calificación con respecto a las evaluaciones específicas del riesgo crediticio base, ni tampoco es una matriz para asignar o cambiar automáticamente estas evaluaciones.

Consecuentemente, los resultados del scorecard tienen algunas limitaciones en cuanto a que se orientan al pasado utilizando datos históricos, mientras que las evaluaciones son opiniones de la fortaleza crediticia con visión al futuro. Adicionalmente, el número limitado de variables incluidas en el scorecard no puede capturar totalmente la extensión y profundidad de nuestro análisis.

## Acerca de las Calificaciones Subsoberanas de Moody's

### Calificaciones en Escala Nacional y Global

Las Calificaciones en Escala Nacional de Moody's (NSRs por sus siglas en inglés) son medidas relativas de la calidad crediticia entre emisiones y emisores de deuda dentro de un país determinado, lo que permite que los participantes del mercado hagan una mejor diferenciación entre riesgos relativos. Las NSRs difieren de las calificaciones en la escala global en el sentido de que no son globalmente comparables contra el universo de entidades calificadas por Moody's, sino únicamente contra otras NSRs asignadas a otras emisiones y emisores de deuda dentro del mismo país. Las NSRs están identificadas por un modificador de país ".nn" que indica el país al que se refieren, como ".mx" en el caso de México. Para mayor información sobre el enfoque de Moody's respecto de las calificaciones en escala nacional, favor de consultar la guía de implementación de calificaciones de Moody's titulada "Mapeo de las Calificaciones en Escala Nacional a las Calificaciones en Escala Global de Moody's".

La calificación en escala global de Moody's para emisores y emisiones permite que los inversionistas comparen la calidad crediticia del emisor/emisión contra la de otros en el mundo, en lugar de solamente en un país determinado. Incorpora todos los riesgos relativos a ese país, incluyendo la volatilidad potencial de la economía nacional.

### Techos País para Obligaciones en Moneda Extranjera

Moody's asigna un techo para los bonos y notas en moneda extranjera a cada país (o región monetaria independiente) en donde existen emisores de deuda calificados. El techo normalmente indica la calificación más alta que puede ser asignada a un instrumento denominado en moneda extranjera emitido por una entidad que se encuentra sujeta a la soberanía monetaria de ese país ó región. En la mayoría de los casos, el techo será equivalente a la calificación que está (o sería) asignada a los bonos del gobierno denominados en moneda extranjera. Sin embargo, están permitidas las calificaciones que superan el techo país para instrumentos denominados en moneda extranjera que tienen características especiales que implican un menor riesgo de incumplimiento que el indicado por el techo. Estas características pueden ser intrínsecas del emisor y/o pueden referirse al punto de vista de Moody's con respecto a las probables acciones del gobierno durante una crisis de moneda extranjera.

### Evaluación del Riesgo Crediticio Base (BCA por sus siglas en inglés)

La evaluación del riesgo crediticio base de Moody's incorpora la fortaleza crediticia intrínseca del gobierno y considera los continuos subsidios y/o transferencias que otorga el gobierno que da soporte. En efecto, la evaluación del riesgo crediticio base refleja la probabilidad de que un gobierno local requiera apoyo extraordinario.

### Apoyo Extraordinario

Apoyo extraordinario se define como la acción tomada por el gobierno que da soporte para prevenir un incumplimiento por parte de un gobierno regional o local (RLG por sus siglas en inglés) y puede tomar distintas formas que van desde una garantía formal, inyecciones directas de efectivo, hasta facilitar las negociaciones con los acreedores a fin de mejorar el acceso al financiamiento. El soporte extraordinario se describe como bajo (0% - 30%), moderado (31% - 50%), alto (51% - 70%), muy alto (71% - 95%) o total (96% - 100%).

### Dependencia de Incumplimiento

La dependencia de incumplimiento refleja la probabilidad de que el perfil crediticio de dos deudores pueda o no estar perfectamente correlacionado. De estar presente dicha correlación, tendría diversos efectos importantes que podrían afectar el resultado del incumplimiento conjunto. Intuitivamente, si los riesgos de incumplimiento de dos deudores no están perfectamente correlacionados, el riesgo de que incumplan simultáneamente es menor al riesgo de que cada uno incumpla por su cuenta.

En la aplicación del análisis de incumplimiento de pago conjunto a emisores gubernamentales, la dependencia de incumplimiento refleja la probabilidad de que el RLG y el gobierno que da soporte sean conjuntamente afectados por circunstancias adversas que conducen a incumplimientos. Debido a que la capacidad del gobierno de nivel superior de dar apoyo extraordinario y prevenir un incumplimiento por parte de un RLG depende de la solvencia de ambas entidades, mientras más altamente dependientes – o correlacionados – estén sus riesgos de incumplimiento base, menores beneficios se lograrán del apoyo conjunto. En la mayoría de los casos, la relación económica tan estrecha y/o la integración de las bases fiscales y/o los acuerdos fiscales entre los distintos niveles de gobierno, resultan en un grado de dependencia de incumplimiento que va de moderado a muy alto.

La dependencia de incumplimiento se describe como: baja (0% - 30%), moderada (31% - 50%), alta (51% - 70%) o muy alta (71% - 100%).

## Evaluación del riesgo de crédito base

## Métricas crediticias

Scorecard – 2010	Valor	Puntuación	Ponderación De Sub-Factores	Total De Sub-Factores	Ponderación De Factores	Total
<b>Factor 1: Entorno Operativo</b>						
PIB per cápita (en términos de PPA) (\$US)	14,203	9	50.0%			
Volatilidad del PIB	9.7	9	25.0%	9.75	60.0%	5.85
Índice de Efectividad Gubernamental (Banco Mundial)	0.17	12	25.0%			
<b>Factor 2: Marco Institucional</b>						
Previsibilidad, Estabilidad y Sensibilidad	7.5	7.5	50.0%			
Flexibilidad Fiscal A (Recursos Tributarios Propios)	15	15	16.7%	7.67	10.0%	0.77
Flexibilidad Fiscal B (Gasto)	7.5	7.5	16.7%			
Flexibilidad Fiscal C (Nivel de Endeudamiento)	1	1	16.6%			
<b>Factor 3: Posición y Desempeño Financieros</b>						
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	0.2	1	25.0%			
Superávit (Déficit) Financiero / Ingreso Total (%)	-5.9	12	25.0%	8.50	7.5%	0.64
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%)	-5.9	15	25.0%			
Capital de Trabajo Neto / Gastos Totales (%)	7.6	6	25.0%			
<b>Factor 4: Perfil de deuda</b>						
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	14.5	1	50.0%			
Deuda Directa Bruta a Corto Plazo / Deuda Directa Bruta (%)	31.6	9	25.0%	5.00	7.5%	0.38
Deuda Neta / Tendencia de Ingresos Operativos	3.4	9	25.0%			
<b>Factor 5: Políticas de Gestión y Control Internas</b>						
Gestión Fiscal	7.5	7.5	40.0%			
Gestión de Inversiones y de Deuda	7.5	7.5	20.0%			
Transparencia y Divulgación (A)	7.5	7.5	15.0%	8.63	7.5%	0.65
Transparencia y Divulgación (B)	15	15	15.0%			
Capacidad Institucional	7.5	7.5	10.0%			
<b>Factor 6: Fundamentos Económicos</b>						
PIB Regional per cápita (en términos de PPA)	6,559	15	100.0%	15.00	7.5%	1.13
BCA Estimada						<b>9</b>

Report Number: 142257

**Autor**  
Adrian Garza

**Asociado de Producción**  
Shubhra Bhatnagar

© 2012, Moody's Investors Service, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. ("MIS") Y SUS AFILIADAS SON OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S SOBRE EL RELATIVO RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y REPORTES PUBLICADOS POR MOODY'S ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S DEL RELATIVO RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA. MOODY'S DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES AL MOMENTO DE SU VENCIMIENTO Y CUALQUIER PÉRDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA OTROS RIESGOS, INCLUYENDO SIN LIMITAR: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO, O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN, Y NO SON, UN CONSEJO FINANCIERO NI DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON, NI PROPORCIONAN, RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER INSTRUMENTOS ESPECÍFICOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S COMENTAN SOBRE LA ADECUACIÓN DE UNA INVERSIÓN PARA NINGÚN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS REPORTES CON LA EXPECTATIVA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DE CADA INSTRUMENTO QUE ESTÁ CONSIDERANDO PARA COMPRAR, RETENER, O VENDER.**

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITAR LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) Y NINGUNA PARTE DE DICHA INFORMACIÓN PODRÁ SER COPIADA O REPRODUCIDA DE MANERA ALGUNA, REFORMATADA, TRANSMITIDA, CEDIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SER UTILIZADA CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN PARTE O EN SU TOTALIDAD, DE NINGUNA MANERA, POR NINGÚN MEDIO O POR NINGUNA PERSONA SIN PREVIO CONSENTIMIENTO POR ESCRITO DE MOODY'S. 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 ninguna clase de garantía. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza para asignar una calificación sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera confiables, incluyendo cuando corresponde, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en toda ocasión, verificar o validar de manera independiente la información que recibe en su proceso de calificación. MOODY'S no acepta, bajo ninguna circunstancia, responsabilidad alguna frente a personas o entidades por (a) cualquier pérdida o daño causado en su totalidad o en parte por, a resultas de, o en relación con, cualquier error (negligente o de otro tipo) u otras circunstancias o contingencias que se encuentren tanto bajo el control como fuera del control de MOODY'S o de cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados o agentes, en relación con la obtención, compilación, recopilación, análisis, interpretación, comunicación, publicación o distribución de dicha información, o (b) cualquier daño directo, indirecto, especial, mediato, inmediato o remoto (incluido, entre otros, el lucro cesante), que resulte del uso o de la incapacidad de usar tal información, aún en el supuesto de que se hubiera advertido a MOODY'S con anterioridad de la posibilidad de que se produjeran dichos daños. En su caso, las calificaciones, análisis de reportes financieros, proyecciones, y otras observaciones, de haberlas, que pudieran formar parte de la información contenida en este informe son, y a tales efectos deben ser considerados exclusivamente como, declaraciones de opinión, y no declaraciones de hechos ni recomendaciones para comprar, vender o mantener cualesquiera títulos. Cada usuario de la información aquí contenida debe realizar su propio estudio y evaluación de cada instrumento que pudiera considerar para comprar, retener o vender. MOODY'S NO CONCEDE NINGUNA GARANTÍA, EXPRESA O IMPLÍCITA, RESPECTO DE QUE DICHAS CALIFICACIONES Y DEMÁS OPINIONES E INFORMACIONES SEAN CORRECTAS, ACTUALIZADAS, COMPLETAS, COMERCIALIZABLES O APROPIADAS PARA NINGÚN OBJETO O FIN DETERMINADO.

MIS, agencia calificadoradora subsidiaria 100% propiedad 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, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MIS han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, retribuir a MIS por sus servicios de análisis y calificaciones mediante sus honorarios que oscilan entre los 1,500 dólares y aproximadamente los 2,500,000 dólares. MCO y MIS también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignados calificaciones de MIS y que también han informado públicamente a la SEC que mantienen un interés de propiedad en MCO superior al 5%, se publica anualmente en la página web de Moody's en [www.moody.com](http://www.moody.com), bajo el capítulo de "Shareholder Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy".

Cualquier publicación que se haga en Australia de este documento es a través de la afiliada de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657, con Licencia para Servicios Financieros en Australia núm. 336969. Este documento es para ser provisto únicamente a "clientes mayoristas" según se establece en la sección 761G de la Ley de Sociedades 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted está representando ante MOODY'S que usted es, o está accediendo al documento como representante de un "cliente mayorista" y que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán directa o indirectamente este documento o su contenido a "clientes minoristas" según se establece en la sección 761G de la Ley de Sociedades 2001.

No obstante lo anterior, las calificaciones crediticias asignadas del 1 de octubre de 2010 en adelante por Moody's Japan K.K. ("MJKK") son opiniones actuales de MJKK respecto del relativo riesgo crediticio futuro de entidades, compromisos de crédito, deuda y cualquier otro instrumento asimilable a deuda. En tal caso, se deberá considerar que "MIS" es sustituido por "MJKK" en dichas declaraciones.

MJKK es una agencia calificadoradora subsidiaria 100% propiedad de Moody's Group Japan G.K., que es 100% propiedad de Moody's Overseas Holdings Inc., una subsidiaria 100% propiedad de MCO.

Esta calificación crediticia es una opinión de la calidad crediticia o de una obligación de deuda del emisor, y no de las acciones de capital del emisor ni de cualquier otro tipo de instrumento que se encuentre disponible para inversionistas minoristas. Sería peligroso que los inversionistas minoristas tomaran la decisión de hacer una inversión con base en esta calificación crediticia. En caso de duda, usted debe contactar a su asesor financiero u otro asesor profesional.