

Moody's
INVESTORS SERVICE

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	3
RESULTADOS DEL MODELO DE EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO BASE	3
ACERCA DE LAS CALIFICACIONES SUBSOBERANAS DE MOODY'S	3
EVALUACIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO BASE	3

Contactos:

MEXICO CITY 52.55.1253.5700

Juan Manuel Calderon 5255.1253.5709
Assistant Vice President - Analyst
JuanManuel.Calderon@moody's.com

Maria del Carmen 5255.1253.5729
Martinez-Richa
Assistant Vice President - Analyst
MariadelCarmen.Martinez-Richa@moody's.com

Alberto Jones Tamayo 5255.1253.5702
Representative Director
Alberto.JonesTamayo@moody's.com

LONDON 44.20.7772.5454

David Rubinoff 44.20.7772.1398
Team Managing Director
David.Rubinoff@moody's.com

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.](#)

Calificaciones

Oaxaca, Estado de

CATEGORÍA	CALIFICACIÓN DE MOODY'S
Perspectiva	Estable
Calificaciones al Emisor	
Escala Nacional de México	A2.mx
Escala Global, moneda nacional	Ba2

Indicadores Clave

(AL 31/12)	2005	2006	2007	2008	2009
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Totales (%)	1.7	4.4	12.4	11.8	11.0
Pago de Intereses / Ingresos Totales (%)	0.2	0.3	0.3	0.6	0.6
Servicio de Deuda / Ingresos Totales (%)	1.1	0.4	1.6	1.0	4.2
Superávit (Déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	2.2	5.2	-4.7	2.2	-3.1
Gasto de Capital / Gasto Total (%)	9.4	14.6	14.7	17.0	19.0
Ingresos Propios Discrecionales / Ingresos Totales (%)	3.8	3.5	3.7	3.2	4.1
PIB per capita / Promedio Nacional (%)	45.0	45.1	45.2	45.7	46.1

Resumen de los Fundamentos de la Calificación

Moody's asigna calificaciones de emisor de A2.mx (Escala Nacional de México) y Ba2 (Escala Global, moneda local) al Estado de Oaxaca, reflejando resultados fiscales consolidados variables, con déficits financieros relativamente bajos en dos de los últimos cinco años, lo que ha generado incrementos modestos en sus niveles de deuda y servicio de la deuda. Aunque Oaxaca registró superávits financieros en 2005, 2006 y 2008, que promediaron 3.2% de los ingresos totales, el estado registró déficits financieros modestos en 2007 y 2009, que promediaron -3.9% de los ingresos totales, debido a incrementos en gastos de capital, incluyendo un aumento en proyectos contracíclicos durante 2009. Como reflejo de los recientes requerimientos de financiamiento, la deuda directa e indirecta neta aumentó de 1.7% de los ingresos totales en 2005 a 11.0% en 2009, lo cual es un nivel moderado, en línea con la mediana de los estados mexicanos con calificación Ba. Las calificaciones también consideran las buenas prácticas de administración integrales que soportan una tendencia positiva de la tasa de crecimiento de los ingresos propios del estado, aunque partiendo de una base reducida, y una fuerte posición de liquidez que otorga capacidad interna para absorber choques imprevistos.

Comparación entre Emisores Nacionales

El Estado de Oaxaca está calificado en la parte inferior del rango de calificaciones para los estados mexicanos, cuyas calificaciones abarcan de Ba3 a Baa1. La posición de Oaxaca con respecto a sus pares nacionales refleja déficits financieros a ingresos totales e ingresos propios a ingresos totales por debajo de la mediana de estados mexicanos con calificación Ba, compensados por una posición de liquidez muy por arriba de la mediana de sus pares.

Fortalezas Crediticias

Las fortalezas crediticias del Estado de Oaxaca incluyen:

- » Fuerte posición de liquidez
- » Iniciativas recientes para incrementar los ingresos propios, aunque a partir de una base pequeña
- » Prácticas de administración integrales

Retos Crediticios

Los retos crediticios del Estado de Oaxaca incluyen:

- » Base económica limitada
- » Incrementos de deuda modestos, aunque a partir de un nivel muy bajo
- » Moderados pasivos por pensiones no fondeadas

Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de la calificación es estable.

Qué Pudiera Cambiar la Calificación a la Alza

Incrementos adicionales en ingresos propios, conjuntamente con controles de gastos, que propicien el reequilibrio de los resultados fiscales, podrían ejercer presión a la alza en las calificaciones.

Qué Pudiera Cambiar la Calificación a la Baja

Un deterioro de la disciplina fiscal que ocasione un incremento de los déficits financieros más allá de las expectativas actuales, y un deterioro de la posición de liquidez del estado, podrían ejercer presión a la baja en las calificaciones.

Nota: para fortaleza

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 los incrementos en gastos de capital, que en 2009 incluyeron proyectos contracíclicos, el Estado de Oaxaca registró déficits fiscales consolidados en dos de los últimos cinco años, lo que ha generado modestos requerimientos de endeudamiento. Aunque Oaxaca registró superávits financieros en 2005, 2006 y 2008, que promediaron 3.2% de los ingresos totales, el estado registró déficits financieros moderados en 2007 y 2009 que promediaron -3.9% de los ingresos totales. Cabe mencionar que, en el año 2009, los ingresos totales incluyen los recursos provenientes del Fondo Federal de Estabilización de los Ingresos de las Entidades Federativas (FEIEF), mismos que representaron 3.1% de los ingresos totales.

Entre 2005 y 2009, los gastos de capital crecieron a una tasa anual de crecimiento compuesta (CAGR por sus siglas en inglés) de 36.6%, en comparación con la CAGR de 14.6% de los gastos totales, mientras que los ingresos totales aumentaron a una CAGR de sólo 12.2% en el mismo periodo. Aunque el gobierno ha implementado una serie de iniciativas para mejorar la recaudación de ingresos propios, incluyendo la incorporación de bancos comerciales como canales alternativos para pago de impuestos, lo cual ha soportado las altas tasas de crecimiento de los ingresos propios, Oaxaca enfrenta grandes necesidades de infraestructura. Estas necesidades, en conjunto con la limitada base económica, restringen la capacidad interna del estado para financiar proyectos de capital.

Moody's espera que el Estado de Oaxaca experimente presión en los resultados financieros de 2010, debido a que las transferencias federales y los ingresos propios probablemente continúen restringidos por la modesta recuperación económica, y porque el estado entrará en un ciclo electoral. Moody's monitoreará las políticas adoptadas ante estos acontecimientos, con particular atención sobre la efectividad de los controles de gastos y la capacidad de respuesta de la administración para ajustar los gastos de capital a los recursos disponibles.

A pesar de los recientes resultados fiscales, que han ocasionado que Oaxaca registre incrementos modestos en sus niveles de deuda, el estado ha podido mantener una fuerte posición de liquidez en relación a otros estados con calificación Ba. Esto refleja parcialmente una política de mantener disponible una parte de los recursos provenientes de préstamos. El capital de trabajo neto, medido como activo circulante menos pasivo circulante, promedió 8.0% de los gastos totales entre 2005 y 2009, lo cual es un nivel alto. Esto se considera una fortaleza crediticia en virtud de que proporciona al estado capacidad interna para absorber choques imprevistos, tales como una contracción no anticipada de las transferencias federales.

Perfil de Endeudamiento

Los recientes déficits financieros registrados por el Estado de Oaxaca han ocasionado modestos incrementos en sus niveles de deuda, aunque a partir de una base muy baja. Entre 2005 y 2009, la deuda directa e indirecta neta como porcentaje de los ingresos totales aumentó de 1.7% a 11.0%, lo cual representa un nivel moderado en comparación con la mediana de los estados calificados con Ba. Durante el mismo período, el costo del servicio de la deuda (principal e intereses) promedió aproximadamente 1.6% de los ingresos totales, lo cual es un nivel alineado con la media de los estados mexicanos calificados con Ba, y fácilmente manejable dentro del actual marco fiscal de Oaxaca.

A diciembre de 2009, el inventario de la deuda directa e indirecta neta de Oaxaca ascendía a MXN 4,700 millones, mismo que incluye dos créditos bancarios y una emisión de certificados bursátiles. En el cálculo de la deuda, Moody's incluye la parte financiada de un contrato de proyecto de prestación de servicios (PPS) con entidades del sector privado, el cual se inició en 2006 para construir un complejo de edificios administrativos. Por lo anterior, Moody's incluyó en el cálculo de la deuda directa e indirecta neta de Oaxaca aproximadamente MXN 571.5 millones del saldo estimado al cierre de 2009 del contrato PPS. El proyecto fue financiado mediante a) un crédito de Banorte que cubrió 99% de los costos del proyecto, y b) un componente de capital proporcionado por la entidad privada, que cubrió el 1% restante. Como parte de la estructura del proyecto, el estado realiza pagos mensuales de servicio (contraprestaciones) a la entidad privada, estimados en menos de 1% de los ingresos totales, lo cual es un nivel muy bajo.

Aunque el gobierno no contrató deuda directa nueva en 2009 y no tiene planes de hacerlo en 2010, recientemente celebró un nuevo contrato PPS para construir otra sede administrativa. Como resultado de este proyecto, se espera que la deuda directa e indirecta neta permanezca en niveles modestos, manteniendo los indicadores de deuda relativamente estables.

Oaxaca enfrenta pasivos por pensiones no fondeadas moderados. De acuerdo con un estudio actuarial independiente del año 2008, los pasivos por pensiones no fondeadas, estimados a una tasa de descuento del 5%, ascendieron a MXN 19,200 millones ó 47.0% de los ingresos totales del estado. En 2009, las contribuciones de pensiones del estado consumieron alrededor de 0.4% de los ingresos totales, lo cual es un nivel muy bajo. El estado ha anunciado su intención de reformar la ley e institucionalizar la administración de las obligaciones por pensiones. Moody's monitoreará estos acontecimientos conforme surjan, y evaluará su impacto en el perfil crediticio de largo plazo del estado.

Factores de Administración y Gobierno Interno

Oaxaca muestra prácticas de administración y gobierno interno relativamente integrales, en línea con las de 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 3.6 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 2008, el PIB per capita estatal ascendió a alrededor del 46% de la cifra nacional. Como reflejo de la limitada economía estatal, los ingresos

propios, que fueron equivalentes a 4.2% de los ingresos totales en 2009, permanecieron por debajo del promedio del grupo de 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 el difícil entorno que puede restringir la capacidad del estado para reequilibrar su desempeño financiero.

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

Moody's asigna calificaciones en escala nacional en aquellos mercados locales de capital en los que los inversionistas se han encontrado con que la escala de calificación global no proporciona suficiente diferenciación entre emisores y emisiones, o que es inconsistente con una escala de calificación que ya es de uso común en el país. Las Calificaciones de Escala Nacional de Moody's son opiniones de la relativa calidad crediticia de emisores y emisiones dentro de un país específico. Aún cuando la expectativa de pérdida será un factor de diferenciación importante en la asignación de la calificación final, se debe tener en cuenta que se puede esperar que la expectativa de pérdida asociada con las Calificaciones de Escala Nacional sea bastante más alta que la de niveles de calificación aparentemente similares de la escala global de Moody's. Las Calificaciones de Escala Nacional de Moody's reflejan un ordenamiento de emisores y emisiones de acuerdo con su relativa calidad crediticia: las calificaciones más altas se asocian con la menor pérdida crediticia esperada.

Las Calificaciones de Escala Nacional pueden considerarse como un ordenamiento relativo de la calidad crediticia (incluyendo el soporte externo correspondiente) dentro de un país específico. Las Calificaciones de Escala Nacional no están diseñadas para ser comparadas entre países; más bien, se refieren al relativo riesgo crediticio dentro de un país determinado. El uso de las Calificaciones de Escala Nacional por parte de los inversionistas es adecuado únicamente con respecto a la porción de la cartera que está expuesta al mercado local de un país determinado, considerando los varios riesgos que implican las calificaciones en moneda local y extranjera de ese país.

La calificación en escala global de Moody's para emisores y emisiones en moneda local permite que los inversionistas comparen la calidad crediticia del emisor/emisión contra la de otros en el resto del mundo y no nada más en un solo país. La calificación 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 – 2008	VALOR	PUNTUACIÓN	PONDERACIÓN DE SUB-FACTORES	TOTAL DE SUB-FACTORES	PONDERACIÓN DE FACTORES	TOTAL
Factor 1: Entorno Operativo						
PIB per cápita (en términos de PPA) (\$US)	14,271	9	50.0%			
Volatilidad del PIB	9.8	9	25.0%	9.75	60.0%	5.85
Índice de Efectividad Gubernamental (Banco Mundial)	0.18	12	25.0%			
Factor 2: Marco Institucional						
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%			
Factor 3: Posición y Desempeño Financieros						
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	0.5	1	25.0%			
Superávit (Déficit) Financiero / Ingreso Total (%)	0.6	6	25.0%	5.50	7.5%	0.41
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%)	0.6	12	25.0%			
Capital de Trabajo Neto / Gastos Totales (%)	10.8	3	25.0%			
Factor 4: Perfil de deuda						
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	11.8	1	50.0%			
Deuda Directa Bruta a Corto Plazo / Deuda Directa Bruta (%)	3.3	1	25.0%	4.50	7.5%	0.34
Deuda Neta / Tendencia de Ingresos Operativos	49.2	15	25.0%			
Factor 5: Políticas de Gestión y Control Internas						
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%			
Factor 6: Fundamentos Económicos						
PIB Regional per cápita (en términos de PPA)	6,186	15	100.0%	15.00	7.5%	1.13
BCA Estimada						9

Report Number: 124177

Autor
Juan Manuel Calderón

Analista Asociado
Patricio Esnaola

Asociado de Producción
Diana Brimson

© Copyright 2010, Moody's Investors Service, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS SON OPINIONES VIGENTES DE MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. (MIS) DEL RELATIVO RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, OBLIGACIONES CREDITICIAS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA. MIS DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y CUALQUIER PÉRDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO CONSIDERAN OTROS RIESGOS, INCLUYENDO SIN LIMITAR: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO, O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO SON DECLARACIONES DE INFORMACIÓN ACTUAL NI HISTÓRICA. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO CONSTITUYEN UNA RECOMENDACIÓN FINANCIERA NI DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO SON RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O RETENER NINGÚN INSTRUMENTO EN PARTICULAR. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO COMENTAN SOBRE LA CONVENIENCIA DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. MIS EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS 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 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 resultados 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, consecutivo, daños y perjuicios o daños de carácter fortuito (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 calificadora 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 papel comercial) 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's.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 de mayoreo (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 y sus afiliadas que usted es, o está accediendo al Documento como representante de un cliente de mayoreo y que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán directa o indirectamente este Documento o su contenido a clientes de menudeo (según se establece en la sección 761G de la Ley de Sociedades 2001).