

Estudio de incumplimiento y transición de calificaciones para el sector corporativo en América Latina - 2016

Fecha de publicación: 20 de junio de 2017

Global Fixed Income Research:

Diane Vazza, Director Gerente, Nueva York 1 (212) 438-2760; diane.vazza@spglobal.com
Sudeep K Kesh, Senior Director, Nueva York 1 (212) 438-7982; sudeep.kesh@spglobal.com
Nick W Kraemer, FRM, Director Senior, Nueva York 1 (212) 438-1698; nick.kraemer@spglobal.com
Gregg R Moskowitz, Director Asociado, Nueva York 1 (212) 438-1838; gregg.moskowitz@spglobal.com

Colaborador:

Nivritti Mishra Richhariya, CRISIL Global Analytical Center, filial de S&P, Mumbai

Índice

PERIODOS DE ESTRÉS SOBERANO EN AMÉRICA LATINA Y SU IMPACTO	
SOBRE LOS INCUMPLIMIENTOS CORPORATIVOS	12
INCUMPLIMIENTOS CORPORATIVOS DE AMÉRICA LATINA	13
DESEMPEÑO DE LAS CALIFICACIONES EN AMÉRICA LATINA	14
TABLAS DE TRANSICIÓN Y TASAS DE INCUMPLIMIENTO ACUMULADO	17
ÍNDICES GINI Y CURVAS DE LORENZ	24
APÉNDICE I: METODOLOGÍA Y DEFINICIONES DE INCUMPLIMIENTO	27
APÉNDICE II: METODOLOGÍA DE GINI	37
APÉNDICE III: PERFIL DE INCUMPLIMIENTOS	39
ARTÍCULOS RELACIONADOS	50

Estudio de incumplimiento y transición de calificaciones para el sector corporativo en América Latina - 2016

Los mercados en América Latina afrontaron una volatilidad inusual en 2016. La inestabilidad política, la presión derivada de los precios de las materias primas internacionales (*commodities*) y la incertidumbre económica junto con otros factores, tuvieron un papel importante en el número históricamente alto de incumplimientos en la región. El total de 2016 de 14 incumplimientos en América Latina igualó el de 2009 y superó el de 2002. Del total de incumplimientos, 10 se ubicaron en Brasil, cuya calificación soberana en moneda extranjera de largo plazo bajamos a 'BB' de 'BB+' el 17 de febrero de 2016 derivado de los desafíos económicos y políticos que aún persisten a pesar de la destitución de la expresidenta Dilma Rousseff. De hecho, la investigación en curso conocida como Operação Lava Jato (Operación Lavado de Autos) se ha ampliado en las últimas semanas alcanzando al sucesor de Rousseff, el presidente Michel Temer, quien afronta acusaciones de corrupción. S&P Global Ratings colocó las calificaciones de riesgo crediticio del soberano y de diversas empresas brasileñas en el listado de Revisión Especial (*CreditWatch*) con implicaciones negativas a finales de mayo de este año, lo que indica una potencial baja de las calificaciones si las condiciones se deterioran significativamente dentro de un periodo de 90 días tras colocarlas en *CreditWatch*.

En general, la baja de calificaciones soberanas y los incumplimientos tienen un efecto amplio sobre la presión a la baja. En América Latina, el sesgo negativo (la proporción de las calificaciones con perspectiva negativa o en Revisión Especial con implicaciones negativas) es de aproximadamente 67%, en comparación con el promedio histórico de 20%. Este alto nivel de sesgo negativo se debe en gran medida a los toques de las calificaciones soberanas, ya que casi la mitad de los países en América Latina tienen perspectiva negativa o está en Revisión Especial (*CreditWatch*) con implicaciones negativas y podría tomarles años mejorar. Cuando se toma una acción de calificación sobre los soberanos, es muy común que las entidades relacionadas con el gobierno (ERGs) u otros emisores con fuertes vínculos con el soberano (incluidas las instituciones financieras, empresas de servicios públicos y otras corporaciones) también experimenten acciones de calificación debido a su exposición a la calidad crediticia del soberano.

RESUMEN

- El número de incumplimientos en América Latina aumentó a 14 (incluyendo dos emisores confidenciales) en 2016 desde nueve en 2015. Como resultado de ello, la tasa de incumplimiento en grado especulativo a 12 meses de la región pasó a 4.17% desde 2.49%.
- De los 14 incumplimientos en América Latina, 10 se presentaron en Brasil.
- El incumplimiento de la empresa venezolana de petróleo y gas, Petróleos de Venezuela S.A. en octubre de 2016 fue el más grande de una empresa por monto de deuda en América Latina, de alrededor de US\$19,900 millones de deuda en circulación calificada al momento del incumplimiento.
- En 2016, los incumplimientos en los mercados emergentes representaron un 20% de los incumplimientos a nivel mundial por conteo y un 17% por deuda afectada. América Latina contribuyó con 10% del total de los incumplimientos mundiales por conteo de emisiones y con 7% por deuda afectada.
- El coeficiente Gini a un año para las entidades corporativas calificadas en América Latina se situó en 77.80% en 2016, cifra superior al promedio de 20 años de la región de 75.27%. Esto muestra que la mayoría de los incumplimientos de la región provienen de las categorías de calificación más bajas.

Al igual que en nuestro estudio global de incumplimiento, los datos de incumplimiento para América Latina indican que las calificaciones constituyen indicadores efectivos del riesgo crediticio relativo. El estudio anual de incumplimientos corporativos en América Latina de S&P Global Fixed Income Research identificó una clara correspondencia negativa entre las calificaciones y los incumplimientos: a una calificación de emisor más alta, menor era la frecuencia de incumplimiento observada. Utilizamos los coeficientes Gini para medir la correspondencia entre las calificaciones y los incumplimientos. Los coeficientes Gini miden el orden de clasificación de las calificaciones durante un periodo de tiempo y comparan el índice del desempeño real en el orden de clasificación con el orden teóricamente perfecto. Si las calificaciones corporativas estuvieran perfectamente ordenadas de manera que todos los incumplimientos ocurrieran solo entre las entidades con calificaciones más bajas, el coeficiente Gini sería 100%. El coeficiente Gini a un año para las entidades corporativas calificadas en América Latina se situó en 77.80% en 2016, cifra superior al promedio de 20 años de la región de 75.27%. (Este indicador se basa en las calificaciones vigentes un año antes del incumplimiento y no en las que estaban vigentes inmediatamente antes del incumplimiento). Los promedios ponderados en este reporte usan la cuenta por emisor al inicio del año como los ponderadores. (Para más detalles sobre la metodología Gini, consulte el Apéndice II).

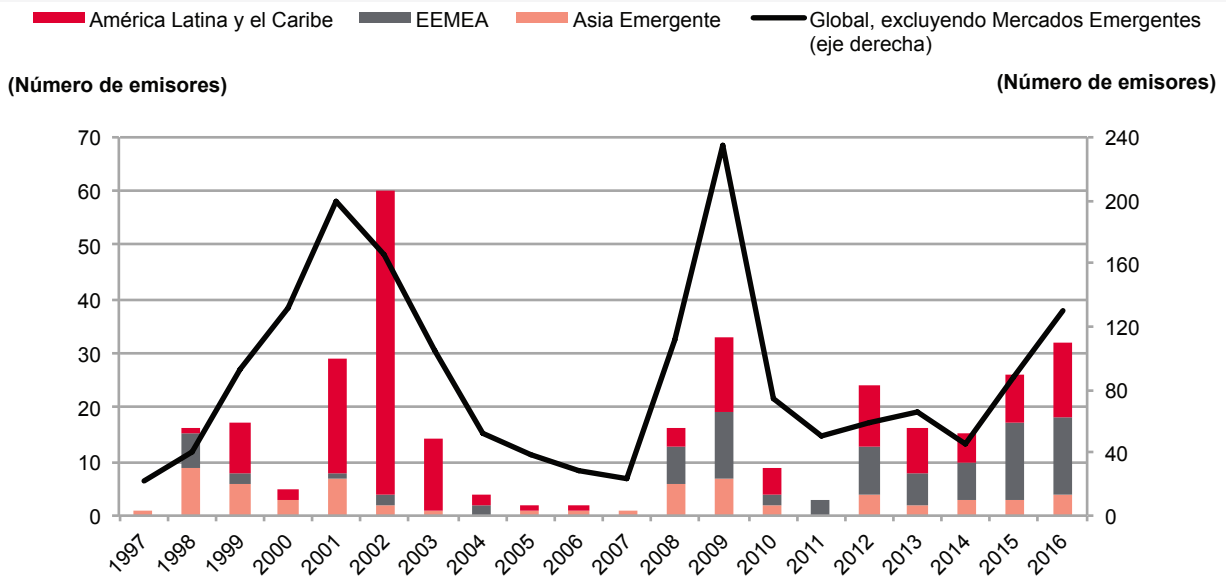
A menos que se indique de otra manera, las estadísticas que presentamos en este estudio hacen referencia al universo de calificaciones en moneda local en escala global de empresas Credit Pro® de S&P Global Market Intelligence. Incluyen empresas financieras y no financieras en América Latina, pero excluyen emisores soberanos, de finanzas públicas y de financiamiento de proyectos. Aunque en este estudio incluimos datos sobre varios países en América Latina, la mayoría de las empresas incluidas en este reporte son de Argentina, Brasil y México. Para conocer nuestra metodología y las definiciones de los términos usados, así como la lista de los países latinoamericanos incluidos en este estudio, consulte el Apéndice I.

Las siguientes son las observaciones clave de nuestro reporte:

- De los 14 incumplimientos corporativos en América Latina en 2016, el sector energético y de recursos naturales se ubica a la cabeza del conteo con cuatro. S&P Global Ratings calificó a los 14 emisores en incumplimiento con grado especulativo ('BB+' o más baja) un año antes de su incumplimiento. Ningún emisor latinoamericano que calificamos con grado de inversión ('BBB-' o más alta) a principios del año incumplieron en 2016.
- A nivel mundial, el número de incumplimientos corporativos aumentó a 162 en 2016 de 113 en 2015. Las empresas ubicadas en Estados Unidos (que incluyen los paraísos fiscales de las Bermudas y las Islas Caimán) representaron 105 de los incumplimientos corporativos a nivel mundial (65%). Los 162 incumplimientos corporativos a nivel global en 2016 afectaron deuda por un valor de US\$239,790 millones, monto superior a los US\$110,310 millones de 2016. De estos 162 incumplimientos, 32 fueron en los mercados emergentes, 14 en América Latina, 14 en la región de Europa Oriental, Medio Oriente, África y cuatro en Asia emergente. De los 14 incumplimientos en América Latina, Brasil contribuyó con 10 --el mayor número de incumplimientos por país en la región de mercados emergentes en 2016.
- El sector aeroespacial/automotriz/bienes de capital/metalmecánico latinoamericano y el sector energético y de recursos naturales presentaron las tasas de incumplimiento más altas, con 13.79% y 10.71%, respectivamente, las empresas brasileñas encabezaron la cuenta de incumplimientos en ambos sectores.
- De los 12 incumplimientos públicos en América Latina, las razones de incumplimiento fueron pago atrasado de intereses o de principal (ocho), canjes de deuda [*distressed exchange*] (tres), y reorganización judicial (una).
- El plazo promedio antes de incumplimiento --el número promedio de años entre la fecha de la calificación inicial y la fecha de incumplimiento-- para los 14 incumplimientos que calificamos en América Latina fue de 6.24 años, nivel mayor al promedio mundial de 5.8 años para todos los emisores que incumplieron en 2016. En cambio, el plazo promedio antes de incumplimiento de largo plazo de todas las entidades de América Latina que incumplieron de 1997 a 2016 fue de 4.07 años, mientras que el plazo promedio antes de incumplimiento de entidades a nivel global entre 1981 y 2016 fue de 5.74 años. El periodo más corto antes de incumplimiento puede atribuirse al menor número de datos en América Latina, así como a la mayor inclinación hacia el grado especulativo de la región en comparación con la cartera global.
- Los emisores con calificación más alta mostraron una mayor estabilidad en las calificaciones en 2016 que los emisores en grado especulativo, con menos emisores en transición a otras calificaciones. Por ejemplo, durante 2016, 86.4% de los emisores con calificación de 'A' mantuvieron esa calificación, mientras que solo 56.8% de los emisores con calificación de 'B' mantuvieron esa calificación.
- S&P Global Ratings asignó calificaciones a 47 nuevos emisores en América Latina en 2016, un aumento desde 44 nuevos emisores en 2015. Estas nuevas calificaciones podrían incluir emisores que surgieron de canjes de deuda (*distressed exchanges*) y otros incumplimientos. De dichas 47 nuevas calificaciones, 37 (79%) fueron calificadas en grado especulativo. De los 508 emisores calificados en escala global en América Latina al cierre de 2016, S&P Global Ratings asignó calificaciones en grado especulativo al 67%, en comparación con el 49% del total de emisores mundiales y el 53% de todos los emisores de mercados emergentes (véase la Tabla 4 y gráfica 3). El porcentaje de emisores en grado especulativo en América Latina ha disminuido de manera constante desde 2006

GRÁFICA 1

INCUMPLIMIENTOS CORPORATIVOS ANUALES POR NÚMERO DE EMISORES

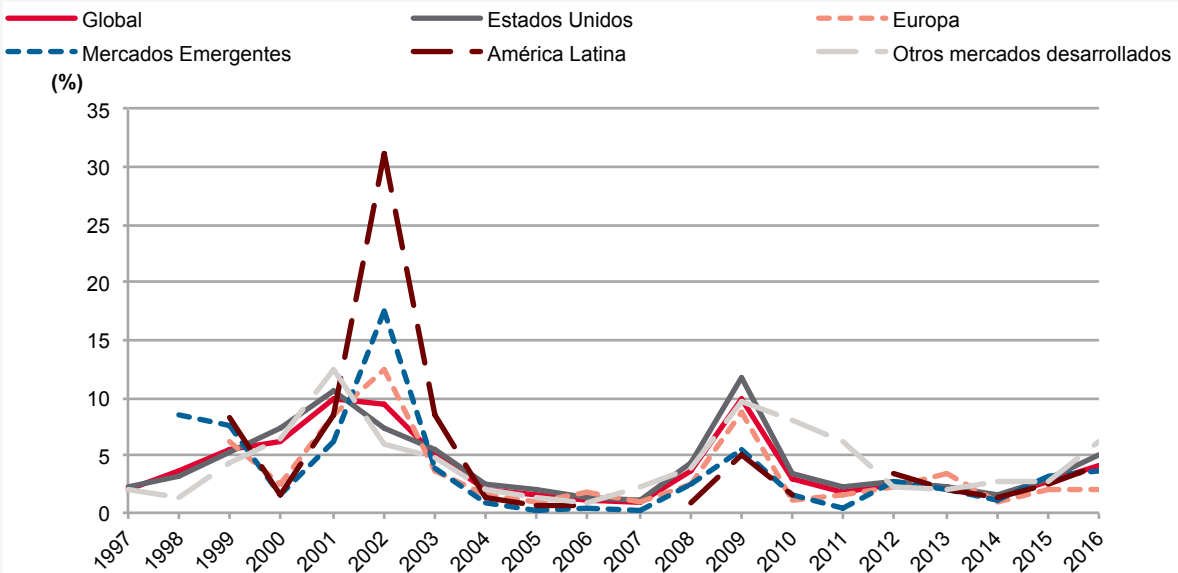


EEMEA--Europa Occidental, Medio Oriente, y África. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

Copyright © 2017 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

GRÁFICA 2

TASAS ANUALES DE INCUMPLIMIENTO CORPORATIVO DE GRADO ESPECULATIVO



Nota: Otros mercados desarrollados incluyen a Canadá, Japón, Australia, y Nueva Zelanda. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

Copyright © 2017 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

TABLA 1**RESUMEN DE INCUMPLIMIENTOS CORPORATIVOS EN AMÉRICA LATINA**

Año	Incumplimientos totales*	Incumplimientos de grado de inversión	Incumplimientos de grado especulativo	Tasa de incumplimiento (%)	Tasa de incumplimiento de grado de inversión (%)	Tasa de incumplimiento de grado especulativo (%)
1997	0	0	0	0.00	0.00	0.00
1998	1	0	0	0.00	0.00	0.00
1999	9	0	9	5.03	0.00	8.26
2000	2	0	2	1.04	0.00	1.61
2001	21	0	12	5.48	0.00	8.51
2002	56	0	52	22.13	0.00	31.14
2003	13	0	12	5.83	0.00	8.45
2004	2	0	2	0.89	0.00	1.35
2005	1	0	1	0.40	0.00	0.61
2006	1	0	1	0.35	0.00	0.52
2007	0	0	0	0.00	0.00	0.00
2008	3	1	2	0.84	0.93	0.79
2009	14	0	13	3.44	0.00	5.04
2010	5	0	4	1.06	0.00	1.53
2011	0	0	0	0.00	0.00	0.00
2012	11	0	9	2.13	0.00	3.32
2013	8	0	6	1.28	0.00	2.05
2014	5	0	4	0.78	0.00	1.27
2015	9	0	8	1.49	0.00	2.49
2016	14	0	14	2.71	0.00	4.17
Promedio	9	0	8	2.74	0.05	4.05
Mediana	5	0	4	1.05	0.00	1.57
Desviación estándar	13	0	12	4.92	0.21	6.98
Mínimo	0	0	0	0.00	0.00	0.00
Máximo	56	1	52	22.13	0.93	31.14

*Esta columna incluye las empresas que ya no estaban calificadas al momento del incumplimiento. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

TABLA 2**RESUMEN DE INCUMPLIMIENTOS CORPORATIVOS A NIVEL GLOBAL**

Año	Incumplimientos totales*	Incumplimientos de grado de inversión	Incumplimientos de grado especulativo	Tasa de incumplimiento (%)	Tasa de incumplimiento de grado de inversión (%)	Tasa de incumplimiento de grado especulativo (%)	Deuda total en incumplimiento (US\$ miles de millones)
1981	2	0	2	0.14	0.00	0.62	0.1
1982	18	2	15	1.19	0.18	4.41	0.9
1983	12	1	10	0.76	0.09	2.94	0.4
1984	14	2	12	0.91	0.17	3.27	0.4
1985	19	0	18	1.11	0.00	4.32	0.3
1986	34	2	30	1.72	0.15	5.67	0.5
1987	19	0	19	0.94	0.00	2.79	1.6
1988	32	0	29	1.38	0.00	3.85	3.3
1989	44	3	35	1.77	0.22	4.67	7.3
1990	70	2	56	2.73	0.14	8.12	21.2
1991	93	2	65	3.25	0.14	11.05	23.7
1992	39	0	32	1.49	0.00	6.10	5.4
1993	26	0	14	0.60	0.00	2.50	2.4
1994	21	1	15	0.63	0.05	2.11	2.3
1995	35	1	29	1.05	0.05	3.53	9.0
1996	20	0	16	0.51	0.00	1.81	2.7
1997	23	2	20	0.63	0.08	2.01	4.9
1998	56	4	48	1.28	0.14	3.66	11.3
1999	109	5	92	2.14	0.17	5.56	39.4
2000	136	7	109	2.48	0.24	6.23	43.3
2001	229	7	173	3.78	0.23	9.87	118.8
2002	226	13	159	3.59	0.42	9.49	190.9
2003	119	3	89	1.92	0.10	5.06	62.9
2004	56	1	38	0.78	0.03	2.02	20.7
2005	40	1	31	0.60	0.03	1.50	42.0
2006	30	0	26	0.48	0.00	1.18	7.1
2007	24	0	21	0.37	0.00	0.91	8.2
2008	127	14	89	1.80	0.42	3.69	429.6
2009	268	11	224	4.18	0.33	9.89	627.7
2010	83	0	64	1.20	0.00	3.00	97.5
2011	53	1	44	0.80	0.03	1.83	84.3
2012	83	0	66	1.14	0.00	2.57	86.7
2013	81	0	64	1.06	0.00	2.29	97.3
2014	60	0	45	0.69	0.00	1.43	91.6
2015	113	0	94	1.36	0.00	2.75	110.3
2016	162	0	143	2.06	0.00	4.19	239.8
Promedio	72	2	57	1.46	0.09	4.08	69.3
Mediana	49	1	37	1.16	0.04	3.40	16.0
Desviación estándar	66	4	51	1.01	0.12	2.72	128.6
Mínimo	2	0	2	0.14	0.00	0.62	0.1
Máximo	268	14	224	4.18	0.42	11.05	627.7

*Esta columna incluye las empresas que ya no estaban calificadas al momento del incumplimiento. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

TABLA 3**RESUMEN DE LA ACTIVIDAD NETA ANUAL DE CALIFICACIONES CORPORATIVAS EN AMÉRICA LATINA (%)***

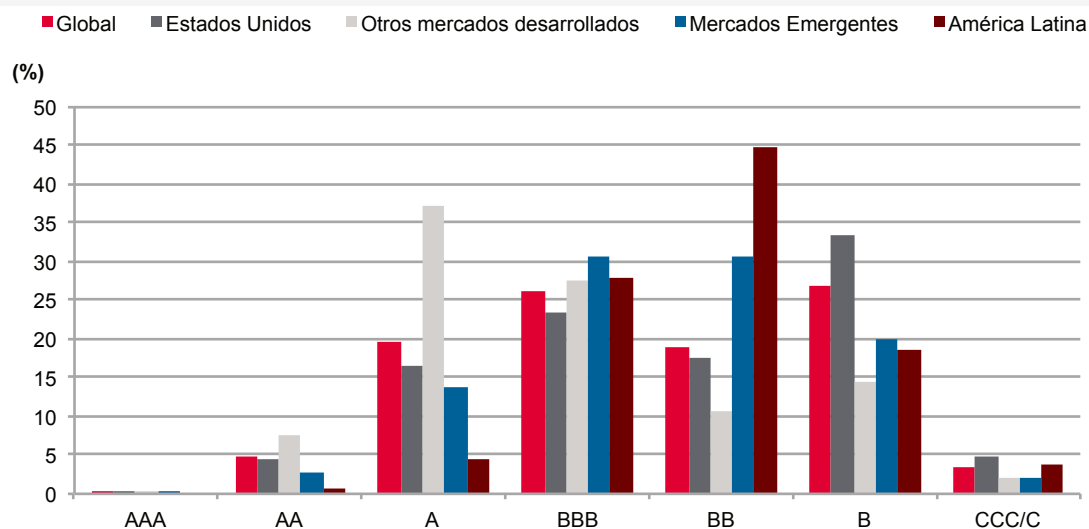
Año	Emisores	Alzas (%)	Bajas§ (%)	Incumplimientos (%)	Calificaciones retiradas (%)	Cambio de calificación (%)	Calificaciones sin cambio (%)	Índice de bajas/alzas
1997	68	7.35	5.88	0.00	7.35	20.59	79.41	0.80
1998	127	3.15	11.02	0.00	1.57	15.75	84.25	3.50
1999	179	0.56	21.79	5.03	4.47	31.84	68.16	39.00
2000	192	10.42	11.98	1.04	4.69	28.13	71.88	1.15
2001	219	4.11	27.40	5.48	12.33	49.32	50.68	6.67
2002	235	2.98	18.72	22.13	7.66	51.49	48.51	6.29
2003	206	8.25	6.80	5.83	12.62	33.50	66.50	0.82
2004	225	13.33	1.33	0.89	9.33	24.89	75.11	0.10
2005	249	12.45	1.61	0.40	11.24	25.70	74.30	0.13
2006	283	20.85	3.18	0.35	10.60	34.98	65.02	0.15
2007	324	26.23	3.09	0.00	11.73	41.05	58.95	0.12
2008	359	15.04	8.91	0.84	7.52	32.31	67.69	0.59
2009	378	5.82	21.16	3.44	8.99	39.42	60.58	3.64
2010	379	17.94	5.80	1.06	11.08	35.88	64.12	0.32
2011	387	21.71	5.94	0.00	8.53	36.18	63.82	0.27
2012	423	13.00	11.58	2.13	7.09	33.81	66.19	0.89
2013	467	18.63	11.13	1.28	9.21	40.26	59.74	0.60
2014	510	6.08	17.06	0.78	8.82	32.75	67.25	2.81
2015	537	7.45	19.37	1.49	9.87	38.18	61.82	2.60
2016	517	9.28	22.82	2.71	8.90	43.71	56.29	2.46
Promedio ponderado		12.08	12.63	2.43	9.02	36.16	63.84	2.80
Promedio		11.23	11.83	2.74	8.68	34.49	65.51	3.65
Mediana		9.85	11.08	1.05	8.95	34.39	65.61	0.86
Desviación estándar		7.06	7.91	4.92	2.78	8.84	8.84	8.55
Mínimo		0.56	1.33	0.00	1.57	15.75	48.51	0.10
Máximo		26.23	27.40	22.13	12.62	51.49	84.25	39.00

*Esta tabla presenta el cambio neto en las calificaciones desde el primero hasta el último día de cada año. No se consideran las calificaciones intermedias. §Excluye las bajas a 'D' (incumplimiento), que se muestran por separado en la columna de incumplimiento. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

TABLA 4**CALIFICACIONES DE LOS NUEVOS EMISORES CORPORATIVOS EN AMÉRICA LATINA***

Año	--Primera calificación--							Total	GI (%)	GE (%)
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C			
1997	0	1	0	21	31	11	0	64	34.4	65.6
1998	0	1	2	10	23	18	0	54	24.1	75.9
1999	0	0	0	5	15	9	0	29	17.2	82.8
2000	0	0	1	7	19	10	0	37	21.6	78.4
2001	0	1	1	10	25	24	2	63	19.0	81.0
2002	0	0	0	7	21	11	4	43	16.3	83.7
2003	0	0	2	11	20	18	7	58	22.4	77.6
2004	0	0	0	9	20	11	6	46	19.6	80.4
2005	0	0	0	6	20	30	4	60	10.0	90.0
2006	0	1	0	8	28	31	5	73	12.3	87.7
2007	1	0	0	8	29	32	2	72	12.5	87.5
2008	0	0	2	11	22	16	2	53	24.5	75.5
2009	0	0	1	4	23	16	5	49	10.2	89.8
2010	0	1	1	10	17	21	4	54	22.2	77.8
2011	0	0	4	16	19	25	3	67	29.9	70.1
2012	0	0	2	18	37	25	3	85	23.5	76.5
2013	0	0	4	17	35	31	4	91	23.1	76.9
2014	0	2	1	31	24	14	2	74	45.9	54.1
2015	0	0	3	16	13	7	5	44	43.2	56.8
2016	0	0	1	9	18	14	5	47	21.3	78.7
Total	1	7	25	234	459	374	63	1,163	23.0	77.0

*Incluye los emisores a los que se les asignó una calificación por primera vez tras incumplimiento así como las empresas que se calificaron por primera vez. GI--Grado de inversión. GE--Grado especulativo. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

GRÁFICA 3
DISTRIBUCIÓN DE LAS CALIFICACIONES DE RIESGO CREDITICIO DE EMISOR - AMÉRICA LATINA VS. OTRAS REGIONES (AL CIERRE DE 2016)


Nota: Otros mercados desarrollados incluyen a Canadá, Japón, Australia y Nueva Zelanda. Datos al 31 de diciembre de 2016. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

Copyright © 2017 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

TABLA 5
TASAS ANUALES DE INCUMPLIMIENTO CORPORATIVO EN AMÉRICA LATINA POR INDUSTRIA (%)

Año	Aeroespacial/ automóviles/ bienes de capital/ metales	Consumo/ sector de servicios	Energía y recursos naturales	Instituciones financieras	Productos forestales y para la construcción/ desarrolladores de vivienda	Cuidado de la salud/ Químicos	Alta tecnología/ computación/ equipo de oficina
1997	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1998	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	N/A
1999	23.53	6.67	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2000	0.00	0.00	10.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2001	23.53	2.78	0.00	13.95	0.00	0.00	100.00
2002	12.50	7.69	33.33	6.52	11.76	25.00	N/A
2003	0.00	0.00	0.00	0.00	6.25	0.00	N/A
2004	0.00	0.00	0.00	1.39	6.25	0.00	N/A
2005	0.00	0.00	6.67	0.00	0.00	0.00	N/A
2006	0.00	2.63	0.00	0.00	0.00	0.00	N/A
2007	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	N/A
2008	0.00	2.17	0.00	0.00	4.00	0.00	N/A
2009	7.69	8.57	0.00	2.21	7.69	10.00	0.00
2010	0.00	0.00	9.09	0.70	0.00	0.00	N/A
2011	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	N/A
2012	4.55	0.00	4.17	1.26	3.85	0.00	N/A
2013	0.00	0.00	4.17	0.58	6.90	0.00	0.00

TABLA 5							
TASAS ANUALES DE INCUMPLIMIENTO CORPORATIVO EN AMÉRICA LATINA POR INDUSTRIA (%). CONT...							
Año	Aeroespacial/ automóviles/ bienes de capital/ metales	Consumo/ sector de servicios	Energía y recursos naturales	Instituciones financieras	Productos forestales y para la construcción/ desarrolladores de vivienda	Cuidado de la salud/ Químicos	Alta tecnología/ computación/ equipo de oficina
2014	3.23	1.47	0.00	0.56	0.00	0.00	0.00
2015	9.09	4.35	3.23	0.00	3.45	0.00	0.00
2016	13.79	4.69	10.71	0.00	0.00	0.00	0.00
Promedio ponderado	5.05	2.22	4.11	0.89	2.69	1.45	7.14
Promedio	4.90	2.05	4.07	1.36	2.51	1.75	11.11
Mediana	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Desviación estándar	7.77	2.86	7.84	3.32	3.56	5.91	33.33
Mínimo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Máximo	23.53	8.57	33.33	13.95	11.76	25.00	100.00
Año	Seguros	Entretenimiento/ medios	Bienes Raíces	Telecomunicaciones	Transporte	Servicios Públicos	
1997	N/A	0.00	N/A	0.00	0.00	0.00	
1998	N/A	0.00	N/A	0.00	0.00	0.00	
1999	0.00	15.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2000	0.00	0.00	0.00	5.00	0.00	0.00	
2001	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2002	0.00	52.94	100.00	27.27	0.00	42.22	
2003	0.00	11.11	0.00	31.58	12.50	11.54	
2004	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2005	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2006	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2007	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2008	0.00	0.00	0.00	5.88	0.00	0.00	
2009	0.00	10.00	0.00	0.00	0.00	1.85	
2010	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.72	
2011	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2012	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	6.45	
2013	0.00	0.00	0.00	14.29	0.00	0.00	
2014	0.00	7.14	0.00	0.00	0.00	0.00	
2015	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2016	0.00	0.00	6.67	6.25	5.88	0.00	
Promedio ponderado	0.00	6.33	1.42	5.31	1.01	3.23	
Promedio	0.00	4.81	5.93	4.51	0.92	3.19	
Mediana	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Desviación estándar	0.00	12.23	23.53	9.28	3.03	9.63	
Mínimo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Máximo	0.00	52.94	100.00	31.58	12.50	42.22	

Nota: Incluye entidades calificadas en grado de inversión y grado especulativo. N/A--No aplica. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

TABLA 6						
TASAS ACUMULADAS DE INCUMPLIMIENTO CORPORATIVO EN AMÉRICA LATINA POR SECTOR (%)						
Año	--Todas las empresas financieras--			--Todas las empresas no financieras--		
	Un año	Tres años	10 años	Un año	Tres años	10 años
1997	0.00	N/D	N/D	0.00	N/D	N/D
1998	0.00	N/D	N/D	0.00	N/D	N/D
1999	0.00	0.00	N/D	6.04	7.84	N/D
2000	0.00	0.00	N/D	1.32	5.94	N/D
2001	13.64	16.67	N/D	3.43	12.08	N/D
2002	6.38	14.63	N/D	26.06	31.79	N/D
2003	0.00	15.91	N/D	7.89	34.86	N/D
2004	1.33	6.38	N/D	0.67	32.45	N/D
2005	0.00	1.85	N/D	0.59	9.21	N/D
2006	0.00	1.33	17.65	0.53	1.33	27.45
2007	0.00	0.00	19.23	0.00	0.59	36.63
2008	0.00	0.00	20.00	1.32	1.60	41.61
2009	2.03	2.48	14.63	4.35	3.94	40.40
2010	0.66	3.05	15.91	1.32	7.02	37.14
2011	0.00	2.70	6.38	0.00	5.65	34.57
2012	1.16	1.32	1.85	2.79	3.96	11.84
2013	0.52	2.65	1.33	1.81	5.08	6.00
2014	0.51	2.33	1.27	0.95	5.58	5.88
2015	0.00	1.05	2.11	2.40	4.35	8.51
2016	0.00	0.51	4.13	4.50	7.30	10.34
Promedio	1.31	4.05	9.50	3.30	10.03	23.67
Mediana	0.00	2.09	6.38	1.32	5.80	27.45
Desviación estándar	3.25	5.61	7.91	5.78	10.96	15.03
Mínimo	0.00	0.00	1.27	0.00	0.59	5.88
Máximo	13.64	16.67	20.00	26.06	34.86	41.61

Nota: Todas las empresas financieras incluyen instituciones financieras y aseguradoras, combinadas. N/D.--No disponible.
Fuentes: S&P Global Fixed Income Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

Periodos de estrés soberano en América Latina y su impacto sobre los incumplimientos corporativos

En el periodo 1997-2016, la tasa de incumplimiento corporativo en grado especulativo de América Latina rebasó la tasa de incumplimiento global en solamente cuatro años: 1999, 2002, 2003 y 2012. El repunte en la tasa de incumplimiento corporativo de grado especulativo de América Latina a 8.26% en 1998 estuvo relacionado con el contagio de la crisis financiera asiática y de la crisis soberana en Rusia. En 2002, la tasa de incumplimiento corporativo en grado especulativo en América Latina aumentó a 31.14%, única vez que subió a 10% o más desde 1997-2016. Argentina, que estaba en medio de una depresión, concentró la mayoría de los incumplimientos en ese año.

En los mercados emergentes, los periodos de estrés se caracterizan por inestabilidad política, elevados niveles de deuda externa, políticas financieras insostenibles (tales como elevadas tasas de interés para mantener el control del tipo de cambio), fuerte dependencia de las exportaciones e mercados financieros inestables. Estos factores generaron incertidumbre financiera, pérdida de la confianza de los consumidores y colapso de las burbujas de activos, lo que afectó el consumo privado y la inversión, y provocó un aumento en los incumplimientos corporativos.

Esto se hizo evidente a finales de la década de 1990 y a principios del 2000. En Argentina, el crecimiento económico fue sólido durante la mayoría de la década de 1990, pero un periodo de incertidumbre política y de reducción del producto interno bruto (PIB) le sucedieron al periodo de 1999-2002. Además, el contagio de la crisis de Rusia y la devaluación del real brasileño se tradujeron en una disminución en las exportaciones argentinas y en un mayor debilitamiento de la confianza y del consumo local. S&P Global Ratings bajó su calificación soberana de Argentina siete veces en el periodo de 2000 a 2001, y el país optó por el incumplimiento selectivo en 2001, lo que representó una pesada carga para las corporaciones ubicadas en ese país. La moneda de Argentina se devaluó abruptamente, ya que el país eliminó la paridad peso-dólar, instauró los controles de precio, congeló los depósitos bancarios locales y emitió un mandato legal para convertir los contratos de deuda local de dólares a pesos a los tipos de cambio establecidos por el gobierno. Los incumplimientos corporativos en Argentina sumaron un total de 18 en 2001 y 43 en 2002. Estos incumplimientos se dieron principalmente entre las instituciones financieras, las empresas de servicios públicos y energía.

Incumplimientos corporativos de América Latina

Los 14 emisores en incumplimiento en América Latina en 2016 (incluyendo dos emisores con calificación confidencial) tenían calificación de grado especulativo a principios de 2016 (vea la Tabla 7). Para información más detallada sobre las entidades que incumplieron, incluyendo su historial de calificaciones, consulte el Apéndice III.

TABLA 7												
DETALLE DE INCUMPLIMIENTOS CORPORATIVOS EN AMÉRICA LATINA DURANTE 2016												
Empresa	Razón del incumplimiento	País	Industria	Monto de la deuda (US\$ millones)	Fecha de incumplimiento	Calificación antes de la última	Fecha de calificación antes de la última	Calificación un año antes del incumplimiento	Calificación tres años antes del incumplimiento	Primera calificación	Fecha de la primera calificación	
Ultrapetrol (Bahamas) Ltd.	Impago de intereses	Bahamas	Transporte	225	18/01/2016	CC	15/12/2015	B	B-	BB-	11/03/1998	
Usinas Siderurgicas de Minas Gerais S.A. (Usiminas)	Impago de principal	Brasil	Energía y recursos naturales	843	22/03/2016	CCC+	29/01/2016	BB	BB+	BB-	14/01/2004	
PDG Realty S.A. Empreendimentos E Participacoes	Impago de deuda	Brasil	Bienes raíces	307	24/03/2016	CCC-	18/08/2015	B	BB-	BB-	28/12/2010	
Odebrecht Oleo e Gas S.A.	Impago de intereses	Brasil	Energía y recursos naturales	550	20/04/2016	CC	17/03/2016	BB-	-	BBB-	03/06/2014	
USJ Acucar e Alcool S/A	Impago de intereses	Brasil	Consumo/ Servicios	275	10/05/2016	CC	16/03/2016	B+	BB-	BB-	24/10/2012	
Arendal, S. de R.L. de C.V.	Impago de principal	México	Aeroespacial / automóviles / bienes de capital / metales	100	23/05/2016	CC	10/05/2016	B-	B	B	30/11/2012	
Camposol S.A. (Camposol Holding PLC)	Oferta de canje	Perú	Consumo/ Servicios	53	25/05/2016	CC	11/04/2016	B	B	B	18/01/2012	
Oi S.A.	Reorganización judicial	Brasil	Telecomunicaciones	9,596	21/06/2016	CCC-	26/04/2016	BB+	BBB-	BBB-	06/09/2011	
Gol Linhas Aereas Inteligentes S.A.	Oferta de canje	Brasil	Transporte	1,079	04/07/2016	CC	04/05/2016	B	B	BB-	19/05/2010	
Usina Caete S.A. - NE	Impago de intereses / principal	Brasil	Consumo/ Servicios	89	01/08/2016	CCC-	27/06/2016	B-	BB-	BB-	20/06/2013	
Samarco Mineracao S.A.	Impago de intereses	Brasil	Energía y recursos naturales	2,200	28/09/2016	CCC	05/07/2016	BB+	BBB	BBB	22/10/2012	
Petróleos de Venezuela S.A.	Oferta de canje	Venezuela	Energía y recursos naturales	19,859	25/10/2016	CC	19/09/2016	CCC	B	BB-	08/03/2007	
Total				35,176								

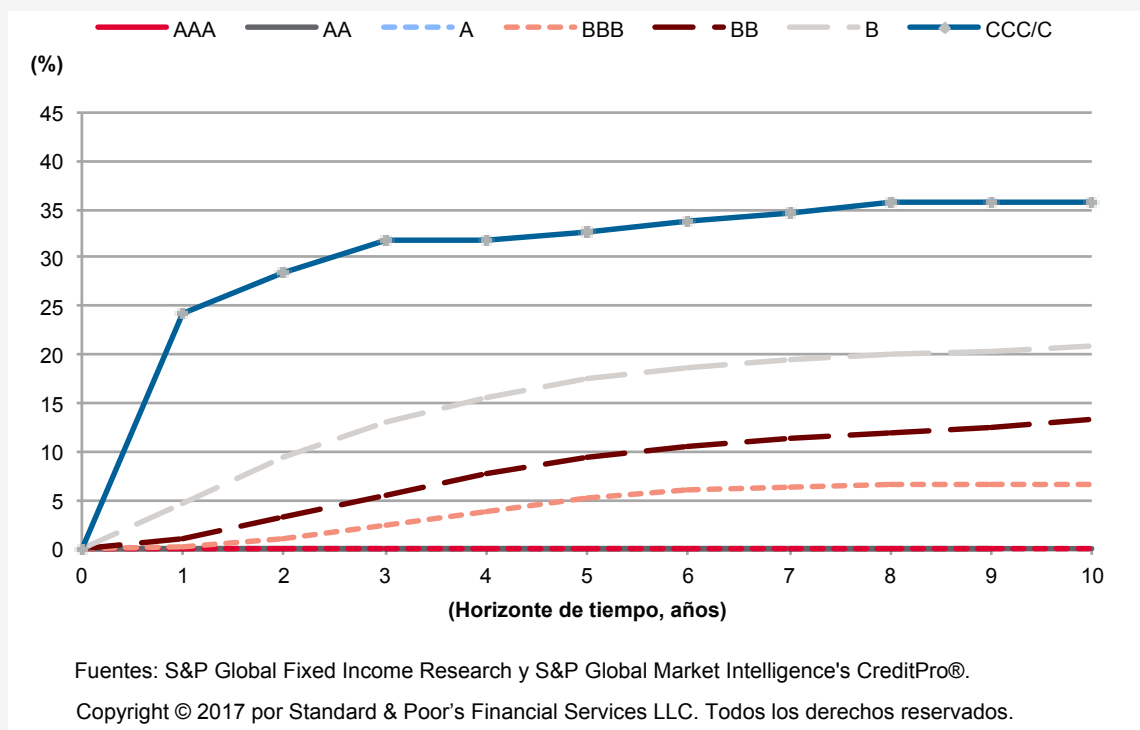
Nota: Excluye incumplimientos calificados confidencialmente y su deuda en circulación. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

Desempeño de las calificaciones en América Latina

El estudio anual de incumplimientos corporativos en América Latina de S&P Global Fixed Income Research identificó una clara relación negativa entre las calificaciones y los incumplimientos: a una calificación de emisor más alta menor era la frecuencia de incumplimiento observada (vea la Gráfica 4).

GRÁFICA 4

TASAS PROMEDIO ACUMULADAS DE INCUMPLIMIENTO CORPORATIVO DE AMÉRICA LATINA (1997-2016)

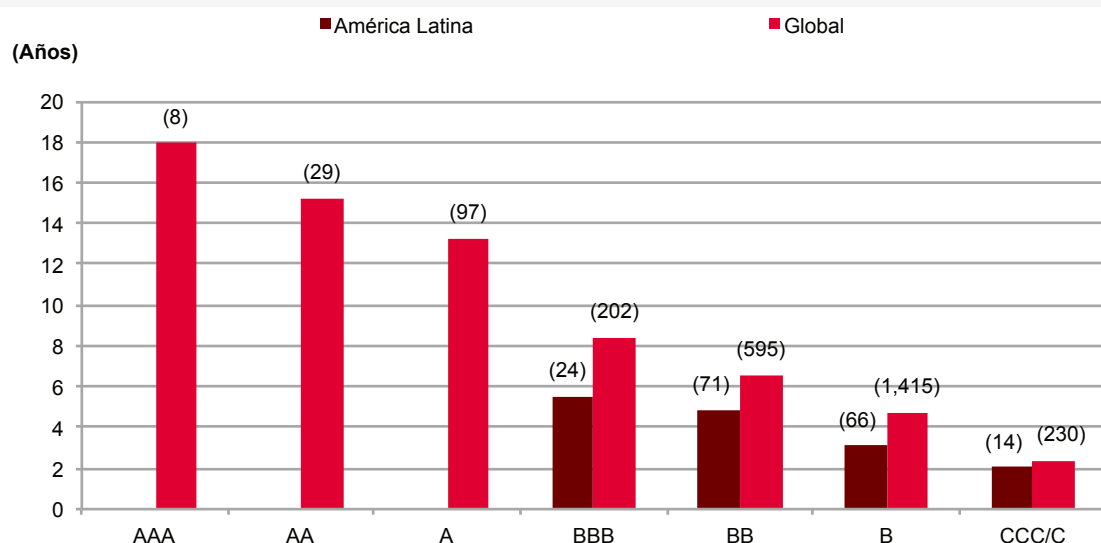


Para las entidades corporativas que calificamos en América Latina, el coeficiente Gini promedio ponderado a un año 1997-2016 se situó en 75.27%, el de tres años se ubicó en 48.99% y el de cinco años en 39.25%. (Para más detalles sobre la metodología Gini, consulte el Apéndice II). Los coeficientes Gini para América Latina son más bajos que los de sus contrapartes a nivel mundial debido al menor número de emisores calificados en la región, lo que se traduce en una mayor probabilidad de que los valores atípicos puedan distorsionar los datos.

En el periodo 1997 a 2016, hubo 175 incumplimientos corporativos en América Latina, una fracción de los 2,576 registrados en todo el mundo durante el mismo periodo. El pequeño tamaño de la muestra de América Latina plantea algunos desafíos para el análisis. El plazo promedio antes de incumplimiento para los incumplimientos de América Latina en 2016 fue de 6.24 años. Las entidades con calificaciones más altas normalmente toman un plazo mayor antes de incumplir, aunque esto es menos evidente en América Latina debido a la escasez de los incumplimientos de grado de inversión (véase la Gráfica 5). Por ejemplo, a los emisores latinoamericanos con calificación de 'B' les tomó en promedio 3.09 años caer en incumplimiento, mientras que a los emisores con calificación de 'BB' les tomó 4.87 años. Los plazos promedio antes de incumplimiento desde la calificación inicial para los emisores en América Latina son más cortos en todas las categorías de calificación en comparación con los del grupo de emisores a nivel mundial. Esto es cierto independientemente de si el plazo antes del incumplimiento se calcula a partir de la calificación inicial (véase la Tabla 8) o a partir de cualquier calificación posterior (véase la Tabla 9). Esta diferencia en el plazo promedio (y la desviación estándar asociada) se deriva en parte del volumen de incumplimientos significativamente menor en cada categoría de calificación en América Latina. Por ejemplo, 595 emisores en la categoría de 'BB' incumplieron a nivel mundial durante los 36 años que concluyeron en 2016, mientras que la cifra comparable para América Latina fue de solamente 175 incumplimientos en los últimos 20 años (que es el alcance de nuestros datos en la región).

GRÁFICA 5

PLAZO PROMEDIO AL INCUMPLIMIENTO DESDE LA CALIFICACIÓN ORIGINAL



Nota: Las calificaciones de América Latina corresponden al periodo 1997-2016. Las cifras entre paréntesis indican el número de observaciones que conforman los promedios correspondientes. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

Copyright © 2017 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

TABLA 8

TIEMPO TRANSCURRIDO ENTRE LA CALIFICACIÓN INICIAL Y EL INCUMPLIMIENTO ENTRE EMISORES CORPORATIVOS (AMÉRICA LATINA VS. MUNDIAL)

Calificación inicial	Incumplimientos	Promedio de años desde la calificación inicial	Mediana de años desde la calificación inicial	Desviación estándar en años desde la calificación inicial
América Latina (1997-2016)				
AAA	N/D	N/D	N/D	N/D
AA	N/D	N/D	N/D	N/D
A	N/D	N/D	N/D	N/D
BBB	24	5.5	4.8	3.8
BB	71	4.9	4.3	3.2
B	66	3.1	2.5	2.1
CCC/C	14	2.1	1.5	2.2
Total	175	4.1	3.7	3.0
Global (1981-2016)				
AAA	8	18.0	18.5	11.4
AA	29	15.2	14.4	8.5
A	97	13.3	10.8	8.2
BBB	202	8.4	7.0	5.9
BB	595	6.6	5.1	5.2
B	1,415	4.8	3.5	4.0
CCC/C	230	2.3	1.3	2.8
Total	2,576	5.7	4.0	5.3

N/D --No disponible. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

TABLA 9**TIEMPO TRANSCURRIDO ENTRE LA CALIFICACIÓN Y EL INCUMPLIMIENTO ENTRE EMISORES CORPORATIVOS (AMÉRICA LATINA VS. MUNDIAL)**

Evolución de la calificación al incumplimiento	Promedio de años desde calificación	Mediana de años desde la categoría de calificación	Desviación estándar desde la categoría de calificación
América Latina (1997-2016)			
AAA	N/D	N/D	N/D
AA	N/D	N/D	N/D
A	N/D	N/D	N/D
BBB	5.0	4.9	2.5
BB	2.3	1.1	2.7
B	1.5	0.7	2.1
CCC/C	0.4	0.2	1.0
Total	1.3	0.6	2.1
Global (1981-2016)			
AAA	23.7	23.3	8.2
AA	13.3	14.1	8.3
A	10.6	9.1	7.5
BBB	7.8	6.2	6.6
BB	5.5	3.9	5.2
B	2.8	1.7	3.4
CCC/C	0.8	0.3	1.5
Total	3.1	1.2	4.6
N/D--No disponible. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.			

Al analizar las tasas de incumplimiento por modificador (el menos o más después de la calificación) muestra que, históricamente, las categorías menores de calificación experimentan mayores tasas de incumplimiento en promedio, aunque la variabilidad es posible en cualquier año dado (véase la Tabla 10). Sin embargo, los datos de los ciclos de incumplimiento previos indican que la mayoría de los incumplimientos ocurren entre las calificaciones más bajas.

TABLA 10
TASAS DE INCUMPLIMIENTO CORPORATIVO DE AMÉRICA LATINA POR MODIFICADOR DE CALIFICACIÓN (%)

	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC/C
1997	N/D	N/D	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	N/D
1998	N/D	N/D	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	N/D
1999	N/D	N/D	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.70	15.79	30.00	12.50	100.00
2000	N/D	N/D	N/D	0.00	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	14.29	0.00	50.00
2001	N/D	N/D	N/D	0.00	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.56	19.44	10.34	10.00	0.00	0.00
2002	N/D	N/D	N/D	0.00	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.69	6.25	15.38	3.70	42.11	38.46	83.78
2003	N/D	N/D	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	6.06	28.57	10.00	29.17
2004	N/D	N/D	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.85	0.00	0.00	5.88
2005	N/D	N/D	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.35	0.00	0.00
2006	N/D	N/D	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	16.67
2007	N/D	N/D	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2008	0.00	N/D	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.33	0.00	0.00	0.00	2.33	0.00	4.35	0.00
2009	0.00	N/D	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.18	5.71	9.68	11.54	50.00
2010	N/D	N/D	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.28	0.00	0.00	0.00	23.08
2011	N/D	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2012	N/D	N/D	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.75	2.94	0.00	16.00	27.27
2013	N/D	N/D	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.69	0.00	5.71	2.17	16.67
2014	N/D	N/D	0.00	0.00	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.03	2.17	0.00	5.41
2015	N/D	N/D	0.00	0.00	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.20	0.00	4.76	8.11	0.00	5.71
2016	N/D	N/D	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.19	0.00	1.75	2.50	5.56	21.74	16.13
Promedio	0.00	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.12	0.44	0.50	2.31	3.05	8.03	5.84	23.88
Mediana	0.00	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.41	3.26	0.00	16.40
Desviación estándar	0.00	N/D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.52	1.73	1.49	5.30	4.11	12.03	10.10	29.50
Mínimo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Máximo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.33	7.69	6.25	19.44	15.79	42.11	38.46	100.00

N/D--No disponible. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

Tablas de transición y tasas de incumplimiento acumulado

Nuestro análisis de la transición de calificaciones en 2016 sugiere que el desempeño de las calificaciones en América Latina es consistente con las tendencias globales, las cuales han presentado una correspondencia negativa entre calificación crediticia y probabilidad de incumplimiento. Los emisores calificados en grado de inversión en América Latina tienden a mostrar una mayor estabilidad crediticia (medida por la frecuencia de las transiciones de calificación) que sus contrapartes de grado especulativo (véase la Tabla 11). Por ejemplo, 86.36% de los emisores en América Latina con calificación de 'A' al 1 de enero de 2016, aún tenían calificación de 'A' al cierre del año, mientras que el indicador comparable para los emisores con calificación de 'B' fue solamente de 56.8%. Se debe interpretar de manera cuidadosa las tasas de estabilidad bajas relacionadas con la categoría de calificación 'CCC'/C' pues se trata de una muestra pequeña.

TABLA 11									
TASAS DE TRANSICIÓN CORPORATIVA 2016 A UN AÑO: AMÉRICA LATINA VS. GLOBAL (%)									
Desde/A	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NC
América Latina									
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	0.00	86.36	9.09	0.00	0.00	0.00	0.00	4.55
BBB	0.00	0.00	1.29	84.52	7.74	0.65	0.00	0.00	5.81
BB	0.00	0.00	0.00	0.00	81.70	8.93	0.89	0.89	7.59
B	0.00	0.00	0.00	0.00	8.64	56.79	6.17	8.64	19.75
CCC/C	0.00	0.00	0.00	0.00	3.23	48.39	22.58	16.13	9.68
Global									
AAA	81.25	12.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	6.25
AA	0.00	90.11	6.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.39
A	0.00	0.82	91.02	4.01	0.00	0.00	0.00	0.00	4.15
BBB	0.00	0.00	2.61	87.71	3.23	0.17	0.06	0.00	6.23
BB	0.00	0.00	0.00	3.13	80.31	6.09	0.23	0.47	9.77
B	0.00	0.00	0.00	0.00	3.84	73.99	5.56	3.69	12.93
CCC/C	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	14.43	40.30	32.84	11.44

D--Incumplimiento. NC--No calificado. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

Este patrón es similar a la tendencia a largo plazo del comportamiento de las calificaciones de los emisores calificados a nivel mundial. Del total de emisores en América Latina con calificación de 'AA' en el periodo 1997-2016, 82.9% mantuvo esta calificación después de un año, mientras que solamente 68.7% de los emisores con calificación 'B' mantuvieron dicha calificación durante el mismo periodo (véase la Tabla 12). La diferencia entre la Tabla 11 y la 12 es que en la primera mostramos las transiciones de calificación únicamente en 2016, mientras que en la Tabla 12 mostramos el promedio a largo plazo del periodo 1997-2016.

Las tasas de transición para América Latina también son generalmente consistentes con los patrones globales. Con base en el análisis de la transición para un horizonte de dos años, en lugar de uno, las calificaciones más bajas también tienden a mostrar menor estabilidad que las más altas (véase la Tabla 13).

Las transiciones por modificador de calificación también muestran la misma relación general, aunque las diferencias en el tamaño de la muestra a veces pueden crear pequeñas variaciones entre las categorías de calificación adyacentes (véase la Tabla 14).

TABLA 12**TASAS PROMEDIO DE TRANSICIÓN CORPORATIVA A UN AÑO (%)**

Desde/A	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NC
América Latina (1997-2016)									
AAA	50.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	50.00
	-70.71	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-70.71
AA	0.00	82.93	12.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.88
	0.00	-25.78	-24.94	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-12.94
A	0.00	0.74	86.40	8.82	1.47	0.00	0.00	0.00	2.57
	0.00	-1.90	-9.58	-7.25	-4.17	0.00	0.00	0.00	-4.98
BBB	0.00	0.05	1.02	86.35	5.30	0.75	0.48	0.05	6.00
	0.00	-0.26	-1.01	-8.63	-5.94	-2.37	-2.31	-0.24	-3.24
BB	0.00	0.00	0.00	4.40	80.75	4.78	1.01	0.96	8.09
	0.00	0.00	0.00	-3.32	-7.55	-2.84	-2.86	-2.33	-2.94
B	0.00	0.00	0.00	0.14	6.55	68.71	5.57	4.53	14.49
	0.00	0.00	0.00	-0.67	-4.51	-8.70	-6.74	-5.79	-3.61
CCC/C	0.00	0.00	0.00	0.00	1.15	18.39	40.23	24.14	16.09
	0.00	0.00	0.00	0.00	-2.00	-21.40	-23.21	-28.06	-12.05
Global (1981-2016)									
AAA	87.05	9.03	0.53	0.05	0.08	0.03	0.05	0.00	3.17
	-7.14	-7.16	-0.83	-0.25	-0.25	-0.17	-0.35	0.00	-2.42
AA	0.52	86.82	8.00	0.51	0.05	0.07	0.02	0.02	3.99
	-0.52	-5.25	-4.21	-0.69	-0.20	-0.21	-0.07	-0.08	-1.89
A	0.03	1.77	87.79	5.33	0.32	0.13	0.02	0.06	4.55
	-0.09	-1.02	-3.53	-2.11	-0.39	-0.27	-0.07	-0.11	-1.77
BBB	0.01	0.10	3.51	85.56	3.79	0.51	0.12	0.18	6.23
	-0.04	-0.16	-1.65	-3.73	-1.52	-0.70	-0.22	-0.26	-1.59
BB	0.01	0.03	0.12	4.97	76.97	6.92	0.61	0.72	9.64
	-0.06	-0.09	-0.26	-1.89	-4.41	-3.12	-0.76	-0.85	-2.37
B	0.00	0.03	0.09	0.19	5.15	74.26	4.46	3.76	12.06
	0.00	-0.09	-0.21	-0.22	-2.04	-4.22	-2.19	-3.25	-2.19
CCC/C	0.00	0.00	0.13	0.19	0.64	12.91	43.91	26.84	15.39
	0.00	0.00	-0.45	-0.69	-0.97	-8.05	-9.03	-11.48	-5.45

Nota: Las cifras entre paréntesis son desviaciones estándar ponderadas. D--Incumplimiento. NC--No calificado. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

TABLA 13**TASAS PROMEDIO DE TRANSICIÓN CORPORATIVA A TRES AÑOS (%)**

Desde/A	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NC
América Latina (1997-2016)									
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	75.68	16.22	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	8.11
	0.00	-26.32	-27.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-15.48
A	0.00	1.60	76.00	15.60	1.60	0.00	0.00	0.00	5.20
	0.00	-3.37	-12.14	-9.15	-4.34	0.00	0.00	0.00	-6.51
BBB	0.00	0.06	1.87	75.31	9.05	1.40	0.70	1.05	10.57
	0.00	-0.28	-1.72	-11.77	-8.61	-3.11	-2.98	-4.47	-4.30
BB	0.00	0.00	0.05	8.28	64.88	6.99	1.20	3.15	15.46
	0.00	0.00	-0.17	-4.84	-10.72	-3.39	-2.82	-6.74	-3.88
B	0.00	0.00	0.00	0.15	10.93	49.19	7.24	9.08	23.41
	0.00	0.00	0.00	-0.69	-7.24	-7.34	-7.87	-9.11	-4.10
CCC/C	0.00	0.00	0.00	0.87	0.43	25.22	18.70	29.57	25.22
	0.00	0.00	0.00	-3.17	-1.31	-24.81	-15.44	-30.47	-14.84
Global (1981-2016)									
AAA	75.74	16.08	1.44	0.11	0.19	0.05	0.11	0.03	6.26
	-10.05	-10.48	-1.47	-0.31	-0.39	-0.23	-0.41	-0.17	-4.27
AA	0.91	75.47	14.17	1.31	0.19	0.15	0.02	0.06	7.73
	-0.67	-8.13	-6.01	-1.09	-0.34	-0.29	-0.07	-0.12	-3.03
A	0.04	3.19	77.22	9.24	0.81	0.29	0.05	0.15	9.02
	-0.08	-1.63	-5.34	-2.78	-0.78	-0.44	-0.11	-0.20	-2.78
BBB	0.02	0.19	6.43	73.67	6.01	1.13	0.22	0.52	11.82
	-0.08	-0.24	-2.57	-5.78	-1.93	-1.13	-0.32	-0.66	-2.56
BB	0.01	0.05	0.31	8.80	59.40	10.32	1.10	2.26	17.76
	-0.06	-0.10	-0.52	-2.82	-6.16	-2.68	-0.93	-2.24	-3.37
B	0.00	0.04	0.16	0.46	8.68	55.13	5.11	8.56	21.86
	0.00	-0.12	-0.31	-0.44	-3.07	-5.33	-2.02	-5.95	-3.69
CCC/C	0.00	0.00	0.17	0.54	1.09	16.58	21.98	35.60	24.05
	0.00	0.00	-0.51	-1.25	-1.20	-7.90	-7.69	-12.90	-7.68

Nota: Las cifras entre paréntesis son desviaciones estándar ponderadas. D--Incumplimiento. NC--No calificado. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

TABLA 14
TASAS PROMEDIO DE TRANSICIÓN A UN AÑO PARA EMPRESAS DE AMÉRICA LATINA POR MODIFICADOR DE CALIFICACIÓN, 1997-2016 (%)

Desde/A	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	D	NC
AAA	50.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	50.00
	-70.71	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-70.71
AA+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
AA	0.00	0.00	33.33	66.67	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	0.00	0.00	-57.74	-57.74	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA-	0.00	0.00	2.63	78.95	13.16	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.26
	0.00	0.00	-9.22	-26.66	-25.92	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-14.20
A+	0.00	0.00	0.00	5.26	73.68	13.16	0.00	0.00	5.26	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.63
	0.00	0.00	0.00	-18.61	-32.16	-25.70	0.00	0.00	-8.59	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-7.00
A	0.00	0.00	0.00	4.82	78.31	10.84	1.20	1.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.61
	0.00	0.00	0.00	0.00	-13.45	-25.39	-20.87	-7.87	-6.38	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-7.91
A-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.28	74.83	9.93	1.99	1.32	0.00	2.65	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.99
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-9.24	-13.37	-10.15	-4.81	-4.06	0.00	-7.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-4.27
BBB+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.24	80.80	9.48	1.75	0.00	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.24
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-4.61	-14.62	-11.20	-2.79	0.00	0.00	-1.36	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-5.42
BBB	0.00	0.00	0.00	0.16	0.00	0.00	0.16	9.18	74.59	9.67	0.98	0.66	0.16	0.00	0.00	0.16	0.00	0.00	4.26
	0.00	0.00	0.00	-0.94	0.00	0.00	-0.60	-12.62	-13.19	-9.15	-2.25	-2.28	-0.94	0.00	0.00	-1.02	0.00	0.00	-5.84
BBB-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.12	0.58	8.63	69.43	8.63	1.17	0.23	0.35	0.70	0.47	1.05	0.12	8.52
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.41	-1.25	-8.00	-16.52	-10.83	-2.47	-0.52	-0.95	-2.39	-1.68	-4.40	-0.52	-5.16
BB+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.17	0.67	14.50	56.32	14.84	2.70	0.51	0.84	0.67	0.51	0.34	7.93
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-1.04	-1.28	-13.16	-15.38	-17.24	-5.22	-1.15	-3.21	-1.44	-2.20	-1.21	-5.43
BB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.12	0.00	0.82	11.57	69.51	7.13	1.64	0.35	0.23	1.52	0.47	6.66
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.61	0.00	-1.52	-10.14	-12.22	-6.23	-2.93	-0.85	-1.10	-4.92	-1.33	-4.37
BB-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.21	0.43	1.07	11.11	66.13	6.73	1.92	0.21	0.85	1.82	9.51
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-1.10	-2.15	-2.09	-7.00	-8.77	-4.00	-1.95	-0.54	-2.18	-4.48	-5.39
B+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.34	1.01	12.96	58.25	5.89	3.70	2.02	3.03	12.79
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-1.80	-1.80	-10.29	-11.90	-5.72	-4.50	-4.86	-3.65	-6.72
B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.21	0.00	1.49	11.06	51.06	12.34	4.47	5.53	13.83
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-1.25	0.00	-2.58	-9.36	-15.22	-12.28	-5.92	-9.94	-6.50
B-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.54	0.00	0.27	0.00	3.23	12.13	47.44	12.67	5.66	18.06
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-2.79	0.00	-1.08	0.00	-7.27	-12.73	-16.55	-16.53	-9.38	-9.25
CCC/C	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.15	0.77	2.30	15.33	40.23	24.14	16.09
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-2.00	-3.04	-4.63	-20.42	-23.21	-28.06	-12.05

Nota: Las cifras entre paréntesis son desviaciones estándar ponderadas. D--Incumplimiento. NC--No calificado. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

La correlación negativa entre calificaciones e incumplimientos en América Latina también permanece a través del paso del tiempo (véase las Tablas 15 y 16 y la Gráfica 6). En América Latina, ningún emisor con calificación de 'AAA', 'AA' o 'A' ha incumplido. En promedio, de 1997 a 2016, los emisores latinoamericanos con calificación de 'BB' tenían una tasa de incumplimiento de 0.96% en el primer año después de que se calificaron y una tasa de incumplimiento de 3.14% en el segundo. Los emisores con calificación de 'B' tenían una tasa de incumplimiento promedio de 4.53% en el primer año y de 9.32% en el segundo año después de que se calificaron por primera vez.

El pequeño número de emisores en la muestra y el corto periodo de tiempo del estudio limitan nuestras conclusiones. El tamaño de la muestra de calificaciones de emisores de 1997-2016 para América Latina es solamente de 1,163 emisores, en comparación con 18,963 emisores para nuestro estudio mundial (1981-2016). Aunque el periodo de estudio para América Latina corresponde a 1997-2016, más del 50% de las calificaciones totales de emisor de la región en nuestra cartera se asignaron después de 2005. Esto significa que una parte importante de la cartera no está tan madura como su contraparte global, lo que conduce a promedios que están mucho más influenciados por las carteras recientes, especialmente para los horizontes de tiempo más largos.

TABLA 15**COMPARACIÓN DE LAS TASAS PROMEDIO ACUMULADAS DE INCUMPLIMIENTO CORPORATIVO (%)**

Desde/A	--Horizonte de tiempo (años)--										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
América Latina (1997-2016)											
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	N/D
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BBB	0.05	1.05	2.30	3.86	5.28	6.14	6.35	6.59	6.73	6.73	6.73
BB	0.96	3.14	5.48	7.67	9.42	10.61	11.31	11.85	12.59	13.22	13.22
B	4.53	9.32	12.94	15.65	17.44	18.69	19.64	20.04	20.35	20.90	20.90
CCC/C	24.14	28.55	31.85	31.85	32.71	33.66	34.65	35.77	35.77	35.77	35.77
Grado de inversión	0.05	0.89	1.96	3.28	4.49	5.20	5.38	5.58	5.70	5.70	5.70
Grado especulativo	3.70	6.96	9.82	12.11	13.83	15.02	15.83	16.34	16.88	17.44	17.44
Todas las calificadas	2.43	4.84	7.09	9.06	10.60	11.64	12.24	12.65	13.04	13.40	13.40
Global (1981-2016)											
AAA	0.00	0.03	0.13	0.24	0.35	0.46	0.52	0.60	0.66	0.72	0.72
AA	0.02	0.06	0.13	0.23	0.33	0.44	0.54	0.62	0.69	0.77	0.77
A	0.06	0.15	0.25	0.38	0.53	0.69	0.88	1.05	1.23	1.41	1.41
BBB	0.18	0.51	0.88	1.33	1.78	2.24	2.63	3.01	3.39	3.76	3.76
BB	0.72	2.24	4.03	5.80	7.45	8.97	10.26	11.41	12.43	13.33	13.33
B	3.76	8.56	12.66	15.87	18.33	20.32	21.96	23.24	24.38	25.44	25.44
CCC/C	26.84	35.96	41.04	44.14	46.49	47.46	48.63	49.59	50.44	51.10	51.10
Grado de inversión	0.10	0.27	0.46	0.71	0.96	1.21	1.45	1.67	1.89	2.11	2.11
Grado especulativo	3.83	7.48	10.64	13.21	15.30	17.01	18.46	19.66	20.72	21.68	21.68
Todas las calificadas	1.52	2.99	4.27	5.35	6.26	7.02	7.67	8.22	8.72	9.18	9.18
N/D--No disponible. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.											

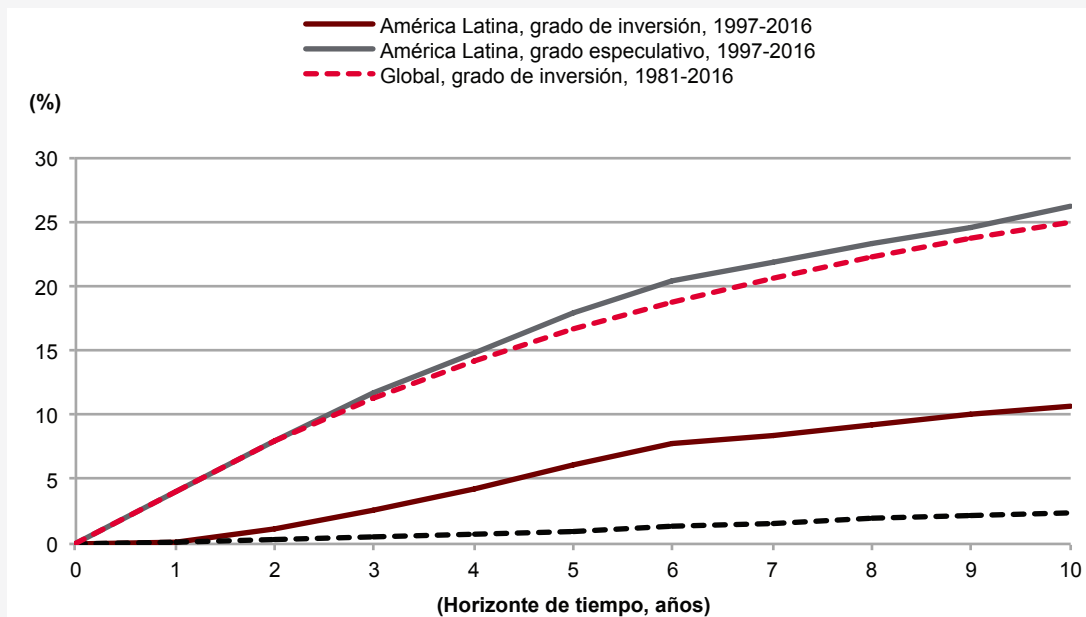
TABLA 16**TASAS PROMEDIO ACUMULADAS DE INCUMPLIMIENTO PARA EMPRESAS DE AMÉRICA LATINA POR MODIFICADOR DE CALIFICACIÓN, 1997-2016 (%)**

Calificación	--Horizonte de tiempo (años)--										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	N/D
AA+	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	N/D	N/D	N/D	N/D	
AA-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
A+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
A	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
A-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
BBB+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.40	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	
BBB	0.00	0.00	0.40	1.31	2.11	2.73	2.73	2.73	2.73	2.73	
BBB-	0.12	2.23	4.62	7.26	9.54	10.73	11.18	11.69	11.97	11.97	
BB+	0.34	2.50	4.96	7.29	8.48	8.48	8.48	8.48	9.03	10.32	
BB	0.47	2.93	5.11	6.89	8.35	8.76	9.68	10.20	10.80	11.49	
BB-	1.82	3.75	6.16	8.61	10.83	13.10	13.94	14.71	15.64	15.93	
B+	3.03	7.54	10.67	12.97	14.31	15.52	16.31	16.87	16.87	16.87	
B	5.53	10.62	14.91	18.08	19.24	20.24	21.41	21.86	22.90	24.83	
B-	5.66	10.49	14.02	16.83	20.18	21.83	22.78	22.78	22.78	22.78	
CCC/C	24.14	28.55	31.85	31.85	32.71	33.66	34.65	35.77	35.77	35.77	
Grado de inversión	0.05	0.89	1.96	3.28	4.49	5.20	5.38	5.58	5.70	5.70	
Grado especulativo	3.70	6.96	9.82	12.11	13.83	15.02	15.83	16.34	16.88	17.44	
Todas las calificadas	2.43	4.84	7.09	9.06	10.60	11.64	12.24	12.65	13.04	13.40	

N/D--No disponible. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

GRÁFICA 6

TASAS PROMEDIO ACUMULADAS DE INCUMPLIMIENTO CORPORATIVO EN AMÉRICA LATINA POR GRADO



Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

Copyright © 2017 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Índices Gini y Curvas de Lorenz

Un indicador cuantitativo del desempeño de las calificaciones indica que el rango relativo de orden de las calificaciones en América Latina es consistente a través de varios horizontes de tiempo. A fin de medir el desempeño de las calificaciones, o la exactitud de las calificaciones, trazamos el acumulado de emisores por calificación contra la participación acumulada de incumplimientos en una curva de Lorenz para obtener la exactitud de su orden por rango (véanse las gráficas 7-9). (Consulte las definiciones y metodología, vea el Apéndice II). Nuestros cálculos indican que la transición a incumplimiento de un año en América Latina, muestra un coeficiente Gini promedio de un año de 75.27%, un coeficiente Gini a tres años de 48.99%, y uno de cinco años de 39.25%. Si las calificaciones corporativas se aproximaran solo aleatoriamente al riesgo de incumplimiento, el coeficiente de Gini sería cero. Por otra parte, si las calificaciones corporativas estuvieran perfectamente ordenadas de manera que los incumplimientos solo ocurrieran entre los emisores con las calificaciones más bajas, la curva de Lorenz capturaría toda el área de la gráfica que está arriba de la diagonal, y el coeficiente de Gini sería de 100%.

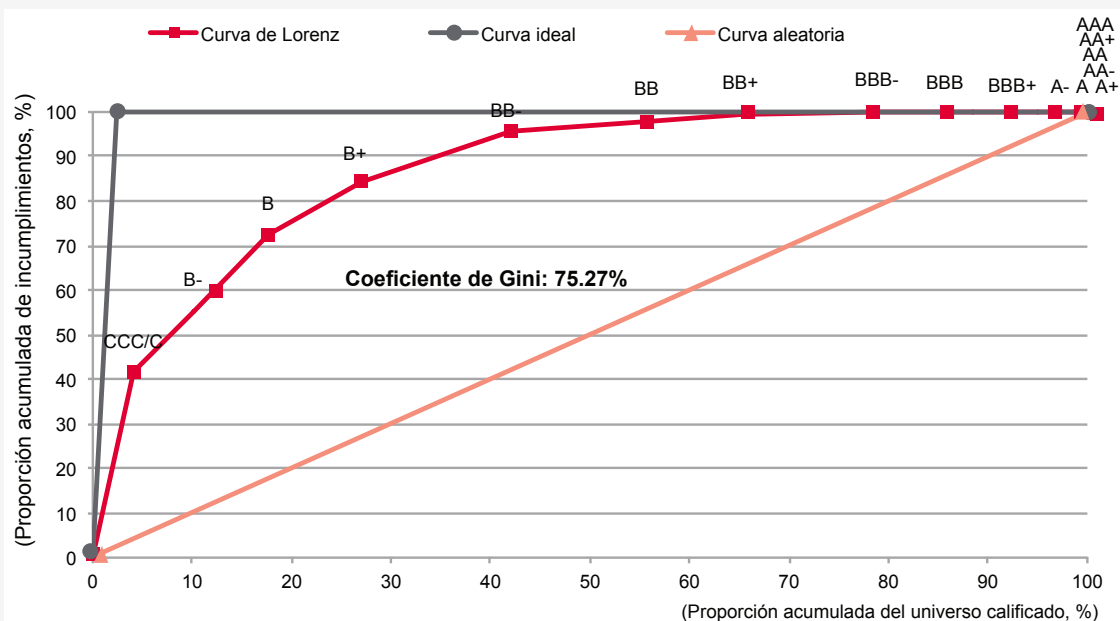
También observamos las variaciones de los coeficientes Gini por región (véase la Tabla 17). Como se esperaba, los coeficientes Gini bajan a medida que el horizonte de tiempo se extiende porque un mayor horizonte de tiempo da más tiempo para la degradación crediticia entre los emisores con calificaciones más altas. En la curva de Lorenz de América Latina para un año, por ejemplo, 99.3% de los incumplimientos ocurrieron en la categoría en grado especulativo, mientras que las calificaciones de 'BB+' o más bajas constituyeron solamente 65.15% de todos los emisores corporativos de la región (véase la Gráfica 7). La curva de Lorenz a cinco años muestra que los emisores de grado especulativo constituían 85.38% de los incumplimientos y solamente 66.50% de toda la muestra (véase la Gráfica 9). Si el orden de rango de las calificaciones tuviera poco valor predictivo, el número acumulado de emisores corporativos en incumplimiento y el acumulado de todos los emisores sería casi el mismo.

TABLA 17
COEFICIENTES DE GINI CORPORATIVOS POR REGIÓN (%)

Región	--Horizonte de tiempo--		
	Un año	Tres años	Cinco años
Global	82.31	75.10	71.73
Estados Unidos	80.66	72.99	69.58
Europa	90.28	86.02	82.95
Mercados emergentes	73.90	57.13	49.55
América Latina	75.27	48.99	39.25

Nota: Las cifras de América Latina corresponden al periodo 1997-2016. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

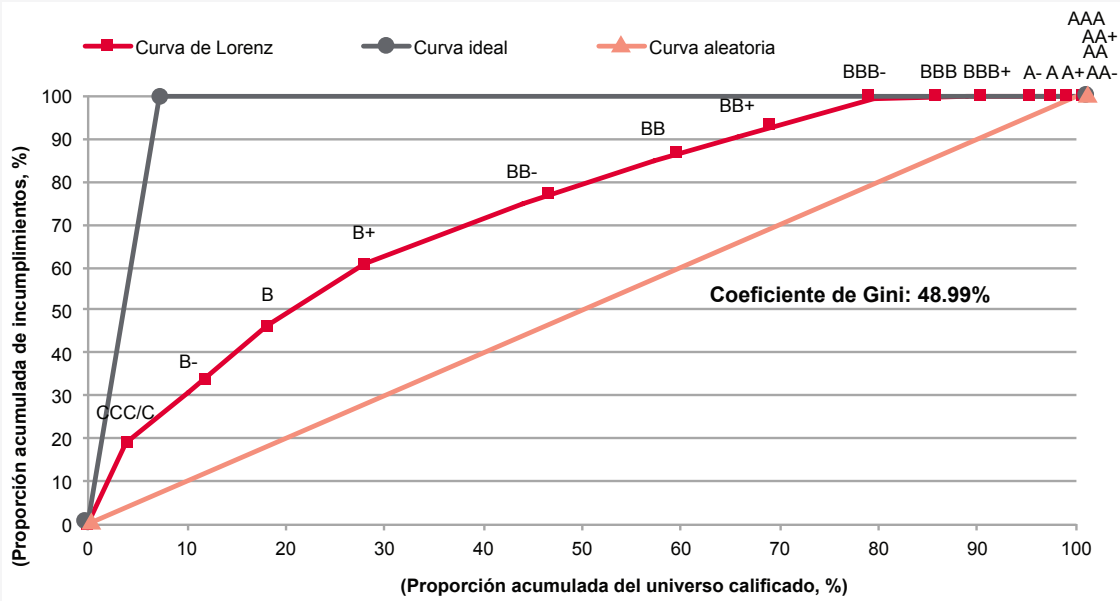
GRÁFICA 7
DESEMPEÑO RELATIVO DE CALIFICACIONES CORPORATIVAS DE AMÉRICA LATINA A UN AÑO (1997-2016)



Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.
 Copyright © 2017 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

GRÁFICA 8

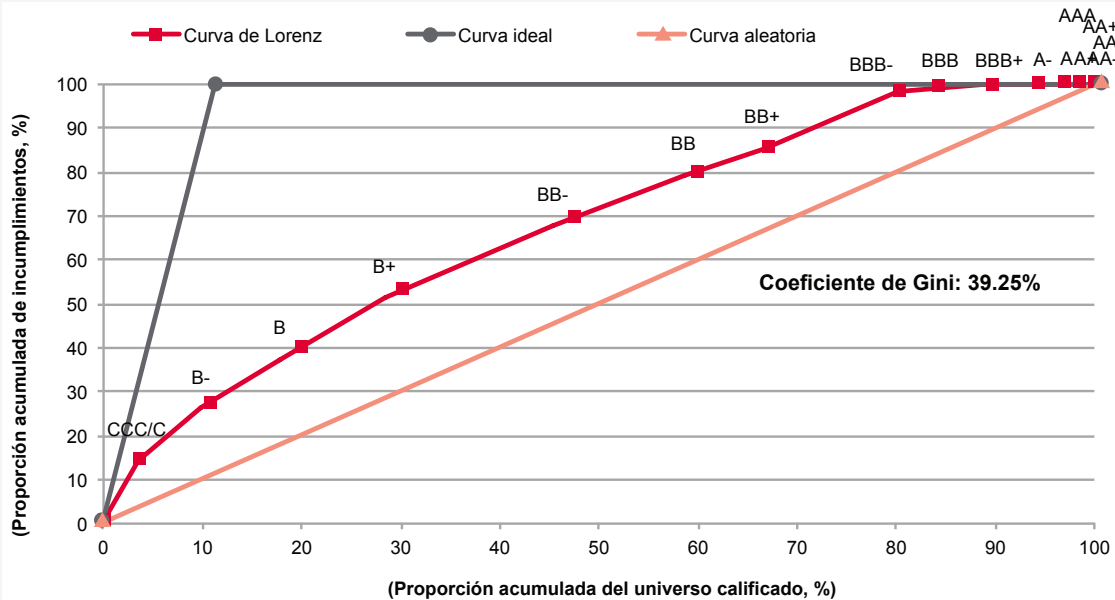
DESEMPEÑO RELATIVO DE CALIFICACIONES CORPORATIVAS DE AMÉRICA LATINA A TRES AÑOS (1997-2016)



Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.
Copyright © 2017 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

GRÁFICA 9

DESEMPEÑO RELATIVO DE CALIFICACIONES CORPORATIVAS DE AMÉRICA LATINA A CINCO AÑOS (1997-2016)



Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.
Copyright © 2017 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Apéndice I: Metodología y definiciones de incumplimiento

El presente estudio de incumplimiento y transición de calificaciones corporativas de largo plazo usa la base de datos CreditPro® de S&P Global Market Intelligence de las calificaciones crediticias de emisor de largo plazo en moneda local. La mayoría de las muestras en este estudio son el producto directo de la interfaz de CreditPro®, mientras que otras reflejan la manipulación manual de la base de datos subyacente. Creamos las gráficas 5 y 7-10 y las Tablas 1-10 y 12-23 manualmente utilizando los datos de CreditPro®.

La calificación de riesgo crediticio del emisor refleja la opinión a futuro de S&P Global Ratings sobre la calidad crediticia en general de una empresa. Esta opinión se enfoca en la capacidad y voluntad del deudor para cumplir en tiempo y forma con sus compromisos financieros conforme se acercan a su vencimiento. No aplica a ninguna obligación financiera específica porque no considera la naturaleza y términos de la obligación, su posición en el proceso de bancarrota o liquidación, preferencias estatutarias, o la legalidad y exigibilidad de la obligación. No es necesario que la empresa tenga deuda calificada para tener una calificación de riesgo crediticio de emisor. Aunque una calificación de riesgo crediticio es una evaluación del riesgo de incumplimiento, también puede incorporar una evaluación de la antigüedad relativa o de la recuperación final de la emisión en caso de incumplimiento. Las obligaciones junior de una empresa generalmente tienen una menor calificación que las obligaciones senior para reflejar su prelación inferior en las expectativas de bancarrota y recuperación final. Alternativamente, la deuda garantizada podría tener una calificación más alta que la calificación de riesgo crediticio de emisor. El ajuste de niveles (notching) aplica a la subordinación estructural de la deuda emitida por subsidiarias operativas o empresas tenedoras que forman parte de una empresa que consideramos como una entidad económica individual.

El continuo reforzamiento que realiza S&P Global Ratings de la base de datos CreditPro® utilizada para generar este estudio, podría generar resultados que difieran, en cierto grado, de los reportados en estudios previos. Sin embargo, esto no supone un problema de continuidad porque las estadísticas de cada estudio datan del 31 de diciembre de 1997. Por consiguiente, cada estudio de incumplimiento anual está contenido en sí mismo y reemplaza efectivamente todas las versiones anteriores.

Emisores incluidos en este estudio

Para los fines de este estudio, la región de mercados emergentes se refiere a Argentina, Armenia, Aruba, Azerbaiyán, Bahamas, Bahréin, Bangladesh, Barbados, Bielorrusia, Belice, Bután, Bolivia, Bosnia y Herzegovina, Brasil, Brunei Darussalam, Camboya, Chile, China, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Egipto, El Salvador, Fiyi, Gabón, Georgia, Ghana, Guatemala, Hong Kong, Honduras, India, Indonesia, Israel, Jamaica, Jordania, Kazajstán, Kenia, Corea (República de), Kuwait, Líbano, Liberia, Macao, Región Administrativa Especial de China, Malasia, Islas Marshall, Mauricio, México, Mongolia, Marruecos, Antillas Holandesas, Nigeria, Omán, Pakistán, Panamá, Papúa Nueva Guinea, Paraguay, Perú, Filipinas, Qatar, Federación Rusa, Arabia Saudita, Singapur, Sudáfrica, Sri Lanka, República Árabe de Siria, Taiwán, Tailandia, Togo, Trinidad y Tobago, Túnez, Turquía, Islas Turcos y Caicos, Ucrania, Emiratos Árabes Unidos, Uruguay, Uzbekistán, Venezuela, Vietnam, y Yemen.

Para los fines de este estudio, América Latina se refiere a Argentina, Aruba, Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Curazao, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Granada, Guatemala, Honduras, Jamaica, México, Antillas Neerlandesas, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Surinam, Trinidad y Tobago, Islas Turcos y Caicos, Uruguay y Venezuela.

Este estudio analiza los historiales de calificación de 1,163 empresas latinoamericanas que califica S&P Global Ratings que tienen calificaciones entre el 1 de enero de 1997 y el 31 de diciembre de 2016. Dichas empresas pertenecen a los sectores industriales, de servicios públicos, instituciones financieras y aseguradoras a nivel mundial, con calificaciones de largo plazo moneda local en escala global. Este análisis excluye las calificaciones de información pública (“pi”) y las calificaciones que se basan en la garantía de otra empresa o entidad gubernamental. Los vehículos de financiamiento estructurado, emisores del sector público y emisores soberanos son tema de estudios de incumplimiento y transición por separado y no se incluyen en este reporte.

A fin de evitar contabilizarlas por partida doble, la base de datos CreditPro® excluye a las subsidiarias con deuda que está totalmente garantizada por una matriz o con riesgo de incumplimiento que se considera idéntico al de sus controladoras. Estas últimas son compañías con obligaciones que no están legalmente garantizadas por una matriz pero que tienen actividades operativas o de financiamiento que están tan inextricablemente entrelazadas con las de la matriz que sería imposible imaginar el incumplimiento de una y no de la otra. Sin embargo, a veces, algunas de estas subsidiarias podrían no haber estado cubiertas por una garantía de la matriz, o la relación que combina el riesgo de incumplimiento de la matriz y subsidiaria podría haber terminado o aún no comenzar. Incluimos tales subsidiarias para el periodo durante el cual presentaron un riesgo de incumplimiento independiente y distinto.

Emisores con calificaciones retiradas

S&P Global Ratings retira sus calificaciones cuando toda la deuda de una entidad es pagada o cuando el programa o programas calificados se terminan y se extingue la deuda correspondiente. Para fines de este reporte, una calificación puede retirarse debido a fusiones o adquisiciones. Otras, debido a la falta de cooperación, en particular cuando una empresa está experimentando dificultades financieras y se rehúsa a proporcionar toda la información necesaria para continuar con la vigilancia de las calificaciones, o a solicitud de la entidad.

Definición de incumplimiento

Un emisor con calificación 'SD' (*Selective Default*: Incumplimiento de pago selectivo) o 'D' (Incumplimiento) indica que no ha cumplido con una o más de sus obligaciones financieras (calificadas o no calificadas), a menos que S&P Global Ratings considere que tales pagos se realizarán en un plazo de cinco días hábiles, independientemente de cualquier periodo de gracia. S&P Global Ratings también baja una calificación a 'D' cuando un emisor presenta una solicitud de bancarrota o si toma una acción similar que ponga en riesgo el pago de una obligación financiera. Se asigna una calificación de 'D' cuando S&P Global Ratings considera que un incumplimiento de pago será general y que el deudor no pagará puntualmente ninguna o casi ninguna de sus obligaciones al vencimiento. S&P Global Ratings asigna una calificación de 'SD' cuando el deudor ha incumplido de manera selectiva sobre una emisión específica o clase de obligaciones pero que continuará cumpliendo con el pago de las obligaciones de otras emisiones o clases de obligaciones de manera oportuna. Un incumplimiento selectivo incluye la realización de un canje de deuda desventajoso (*distressed exchange offer*), mediante el cual una o más obligaciones financieras son recompradas por un monto de efectivo o reemplazadas por otros instrumentos que tienen un valor total inferior a la par. 'R' (intervención regulatoria) indica que un deudor se encuentra bajo supervisión regulatoria debido a su condición financiera. Esto no necesariamente indica un evento de incumplimiento, pero el regulador podría tener la potestad para favorecer una clase de obligaciones respecto de otras o pagar algunas obligaciones y otras no. Las acciones preferentes no se consideran como una obligación financiera y, por consiguiente, un dividendo de acciones preferentes que no se pague normalmente no se iguala a un incumplimiento.

Consideramos las calificaciones de riesgo crediticio 'D', 'SD', y 'R' como incumplimientos para los fines de este estudio. Asumimos que un incumplimiento ocurre en la fecha más temprana entre: la fecha en que S&P Global Ratings revisó la calificación o las calificaciones a 'D', 'SD' o 'R'; la fecha en que no se cubrió un pago de deuda; la fecha en que se anunció un canje de deuda desventajoso; o la fecha en que el deudor presentó una solicitud de bancarrota o fue obligado a hacerlo.

Cuando un emisor incumple, no es raro que S&P Global Ratings retire posteriormente la calificación de 'D'. Para fines de este estudio, si un emisor incumple, ponemos fin a su historial de calificaciones en 'D'. Si una entidad en incumplimiento resurge de la bancarrota o reestructura de alguna manera los instrumentos de deuda en los que incumplió, reestableciendo así los pagos en tiempo y forma de todas sus obligaciones de deuda, reingresamos a este emisor a nuestra base de datos como una nueva entidad. Su historia de calificaciones después del evento de incumplimiento es incluida en nuestras estimaciones de manera separada respecto de su experiencia que lo llevó a su anterior incumplimiento.

Muchos practicantes usan las estadísticas de este estudio de incumplimiento para estimar la "probabilidad de incumplimiento" y la "probabilidad de transición de calificaciones". Las calificaciones de S&P Global Ratings no implican una probabilidad específica de incumplimiento.

Cálculos

Metodología de cartera estática. S&P Global Fixed Income Research realiza sus estudios de incumplimiento con base en agrupaciones denominadas carteras estáticas. Para fines de este estudio, conformamos las carteras estáticas mediante la agrupación de los emisores por categoría de calificación al inicio de cada año que cubre el estudio. Damos seguimiento a cada cartera estática a partir de ese punto y en adelante. Todas las empresas incluidas en el estudio están asignadas a una o más carteras estáticas. Cuando un emisor incumple, asignamos ese incumplimiento nuevamente a todas las carteras estáticas a las que pertenecía dicho emisor.

S&P Global Fixed Income Research usa la metodología de cartera estática para evitar ciertas deficiencias en la estimación de las tasas de incumplimiento. De esta manera asegura que las tasas de incumplimiento se incluyan en la migración de las calificaciones y permitan que sean calculadas a través de múltiples horizontes de tiempo. Algunos métodos para calcular las tasas de incumplimiento y transición de calificaciones podrían aplicar incumplimientos solamente respecto de la calificación inicial del emisor, ignorando los cambios de calificación más recientes que proveen de más información actual. Otros métodos calculan las tasas de incumplimiento utilizando solamente los datos más recientes de incumplimiento y calificación; estos métodos pueden generar tasas de incumplimiento comparativamente bajas durante periodos de elevada actividad con calificaciones, ya que ignoran la actividad de incumplimiento de los años anteriores.

La membresía en las carteras estáticas se mantiene constante. Cada cartera estática puede interpretarse como un portafolio de comprar-y-retener. Dado que los errores, si hay alguno, se corrigen con cada nueva actualización, y que la inclusión o exclusión de las empresas en el estudio de incumplimiento está sujeta a revisiones menores con el tiempo, no es posible comparar carteras estáticas de diferentes estudios. Por consiguiente, cada nueva actualización revisa los resultados de nuevo en la fecha de inicio a fin de evitar problemas de continuidad.

Los emisores cuyas calificaciones se retiraron —es decir, que se cambiaron a 'NR' (siglas en inglés para No Calificada)— se vigilan con el fin de capturar un incumplimiento potencial. Dado que las carteras estáticas solamente incluyen emisores con calificaciones activas a la fecha de inicio, excluimos a las empresas con calificaciones que retiramos, así como a las que cayeron en incumplimiento, de las siguientes carteras estáticas. Si una empresa tiene un retiro de calificación después de la fecha inicial de una cartera estática en particular e incumplimientos subsecuentes, la incluiremos en esa cartera estática como un incumplimiento y la categorizaremos en el nivel de calificación del que fue miembro en ese momento.

Por ejemplo, la cartera estática de 2001 está conformada por todas las empresas calificadas a partir de las 12:01 a.m. del 1 de enero de 2001. Las compañías que se calificaron inicialmente en 2001 y las que sobrevivieron de la cartera estática de 2002. Todos los cambios de calificación que ocurrieron se reflejan en la cartera estática recién formada de 2002 con base en las calificaciones de estos emisores a partir de las 12:01 a.m. del 1 de enero de 2002.

Consideremos el siguiente ejemplo: Originalmente, un emisor tiene una calificación de 'BB' a mediados del 2000, y S&P Global Ratings baja la calificación de la empresa a 'B' en 2002. Lo anterior seguido del retiro de la calificación en 2003 y de un incumplimiento en 2004. Incluiríamos a esta empresa hipotética en las carteras de 2001 y 2002 con la calificación de 'BB', que era la que tenía al inicio de esos años. De igual manera, incluiríamos a la compañía en las carteras de 2003 con la calificación de 'B'. La empresa no sería parte de la cartera de 2004 porque no tenía calificación el primer día de ese año, y no se incluiría en ninguna cartera después del último día de 2004 porque S&P Global Ratings habría retirado la calificación para entonces. No obstante, cada una de las tres carteras en las que incluimos a esta empresa (2001-2003) registraría su incumplimiento de 2004 en el horizonte de tiempo apropiado.

Fecha de incumplimiento. Calculamos las tasas anuales de incumplimiento para cada cartera estática, primero en unidades y luego como porcentajes con respecto al número de emisores en cada categoría de calificación. Combinamos estos porcentajes para obtener tasas acumuladas de incumplimiento para los 36 años que cubre el estudio.

Tasas de incumplimiento ponderadas por emisor. Todas las tasas de incumplimiento que se incluyen en este estudio se calculan con base en el número de emisores más que en los montos en dólares afectados por los incumplimientos o cambios de calificación. Aunque los montos en dólares ofrecen información sobre la porción del mercado que se ve afectada por los incumplimientos o cambios de calificación, los promedios ponderados por emisor son una medida más útil del desempeño de las calificaciones.

Cálculo de la tasa acumulada promedio de incumplimiento. Las tasas acumuladas de incumplimiento en este estudio promedian la experiencia de todas las carteras estáticas primero calculando las tasas de incumplimiento marginales para cada horizonte de tiempo posible y para cada cartera estática, después con el promedio ponderado de las tasas de incumplimiento marginales condicionales tras la supervivencia (sobrevivientes que no son incumplimientos), y mediante la acumulación de las tasas promedio marginales condicionales de incumplimiento. Calculamos las tasas condicionales de incumplimiento mediante la división del número de emisores en una cartera estática que incumplieron en un horizonte de tiempo específico entre el número de emisores que sobrevivieron (que no incumplieron) hasta ese momento. Las ponderaciones se basan en el número de emisores en cada cartera estática. La tasa de incumplimiento acumulado es igual a uno menos el producto de la proporción de sobrevivientes (empresas que no incumplieron).

Análisis de transición

Las tasas de transición comparan calificaciones de emisor al inicio de cada periodo con las calificaciones al final del periodo. Para computar las tasas de transición a un año por categoría de calificación, comparamos la calificación de cada entidad al cierre de un año particular con la calificación al inicio del mismo año. Contabilizamos a un emisor que permaneció calificado durante más de un año tantas veces como el número de años que estuvo calificado. Por ejemplo, un emisor calificado continuamente desde mediados de 1984 a mediados de 1991, aparecería en las siete matrices consecutivas de transición a un año de 1985 a 1991. Si la calificación del emisor se retiró a mediados de 1991, se incluiría en la columna que representa las transiciones a 'NR' en la matriz de transición de 1991. De manera similar, si incumplió a mediados de 1991, se incluiría en la columna que representa las transiciones a 'D' en la matriz de transición a un año de 1991.

Todos los miembros de la cartera estática de 1981 todavía calificados el 1 de enero de 2016, tuvieron 36 transiciones a un año, mientras que las empresas que se calificaron inicialmente el 1 de enero de 2016, solamente tuvieron una. Cada matriz de transición a un año muestra todos los cambios de calificación entre las categorías en letras desde el inicio hasta el final del año. Para cada calificación incluida en la columna del extremo izquierdo de la matriz, hay nueve índices enlistados en las filas, que corresponden a las calificaciones de 'AAA' a 'D', más una entrada para 'NR' (no calificado).

Las únicas calificaciones consideradas en estos cálculos son las de emisores al inicio de cada cartera estática y las del final. Se ignoran todos los cambios de calificación que ocurren en medio. Por ejemplo, si una entidad tenía una calificación de 'A' el 1 de enero de 2016, que bajó a 'BBB' a mediados del año y luego subió a 'A' posteriormente en el año (sin otros cambios de calificación posteriores), solamente se le incluiría en el porcentaje de emisores que iniciaron el año con una calificación de 'A' y que terminaron en el mismo nivel de calificación. Esto también aplica a las matrices de transición que se extienden por horizontes de tiempo más largos. Si un emisor incumple o se retira su calificación a mediados del año, entonces su calificación se consideraría como 'D' o 'NR' el 31 de diciembre.

Transiciones multianuales. También calculamos las transiciones multianuales para periodos de dos a cinco años. En este caso, comparamos la calificación al inicio del periodo multianual con la calificación al final. Por ejemplo, calculamos las matrices de transición a tres años mediante la comparación de las calificaciones al inicio de los años 1997-2014 con las calificaciones al final de los años 1999-2016. De otra manera, la metodología sería idéntica a la que usamos para las transiciones de un solo año.

Calculamos las matrices de transición promedio sobre la base de las matrices multianuales que acabamos de describir. Estas matrices promedio constituyen un resumen cuyas tasas representan la incidencia histórica de las calificaciones listadas en la primera columna que cambian a las indicadas en la línea superior durante el curso del periodo multianual. Las matrices de transición que presentan promedios durante horizontes múltiples de tiempo también se calculan como promedios ponderados por emisor.

Modificadores de calificación. Usamos modificadores de calificación (signos de más y menos) para calcular los porcentajes de alzas y bajas, así como la magnitud de los cambios de calificación en este estudio. Sin embargo, algunas tablas de transición pueden usar categorías completas de calificación por razones prácticas. En otras palabras, el uso de una categoría de calificación sugiere que las transiciones, por ejemplo, de 'AA' a 'AA-' o de 'BBB+' a 'BBB-' no se consideran como transiciones de calificación porque la calificación se mantiene dentro de la misma categoría.

Desviaciones estándar

Muchos de los resultados en este estudio presentan promedio de tasas de incumplimiento, tasas de transición e índices Gini. A menudo corresponde a promedios ponderados por emisor. Estudios anteriores han mostrado que las fluctuaciones dentro de las tasas de incumplimiento y transiciones pueden variar en gran medida dependiendo de muchas circunstancias específicas a particulares periodos de tiempo, industrias y regiones geográficas. Como complemento a muchas de las series de promedios y plazos presentadas en este estudio, las desviaciones estándar indican la dispersión de los rangos de datos detrás de estos promedios.

Para las matrices de transición calculamos la desviación estándar para cada celda en una matriz dada utilizando los datos de cada uno de los años del conjunto subyacente que contribuye a los promedios, ponderados por la base de emisores del año del conjunto para cada nivel de calificación. Por ejemplo, en la matriz de transición de América Latina a un año, la desviación estándar de cada celda se calcula a partir de la serie de esa celda en particular en cada uno de los 19 conjuntos que inician en el de 1997 y concluyen en el conjunto de 2016. La diferencia al cuadrado entre la tasa de transición de cada conjunto y el promedio ponderado —que es el dato en cada celda— se multiplica por la ponderación de cada conjunto. Estas ponderaciones se basan en la contribución del nivel de calificación de cada conjunto a la base total de emisores de 19 años para cada nivel de calificación. Posteriormente, la dividimos entre el índice del número total de ponderaciones diferentes de cero menos uno y el número total de ponderaciones diferentes de cero.

Las desviaciones estándar de los coeficientes Gini se obtienen de las series históricas de todos los componentes de los conjuntos anuales. Por ejemplo, la desviación estándar aplicada al índice Gini mundial promedio ponderado de siete años se calculó de las series históricas de los índices Gini de siete años disponibles por conjunto. En este caso, hay siete índices Gini de siete años a partir de conjunto de 1997 hasta el conjunto de siete años de 2010. Calculamos las desviaciones estándar de los índices Gini en este estudio como las desviaciones estándar de un ejemplo, no las de la población.

Muestra de tiempo

Esta actualización limita el reporte de las tasas de incumplimiento en América Latina a un horizonte de tiempo de 10 años. Sin embargo, los datos recopilados de América Latina para 20 años y todos los cálculos se basan en la experiencia de calificación de ese periodo. Además, las estadísticas de incumplimiento promedio se vuelven menos confiables en horizontes de tiempo más largos porque el tamaño de la muestra se reduce y la naturaleza cíclica de las tasas de incumplimiento tiene un efecto mayor sobre los promedios.

TABLA 18**TASAS ACUMULADAS DE INCUMPLIMIENTO CORPORATIVO DE TODAS LAS CALIFICACIONES DE LA CARTERA ESTÁTICA DE AMÉRICA LATINA (1997-2016)**Calificación:
Todas las
calificadas

Año	Emisores	--Horizonte de tiempo (años)--									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1997	68	0.00	1.47	5.88	5.88	10.29	23.53	25.00	25.00	25.00	25.00
1998	127	0.00	3.94	4.72	10.24	27.56	33.07	33.07	33.07	33.07	33.07
1999	179	5.03	6.15	12.85	32.40	37.43	37.43	37.43	37.43	37.43	37.99
2000	192	1.04	6.77	28.13	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.85	34.90
2001	219	5.48	26.94	31.05	31.05	31.51	31.51	31.51	31.96	32.88	32.88
2002	235	22.13	26.81	27.23	27.66	27.66	27.66	28.09	28.94	28.94	28.94
2003	206	5.83	6.80	7.28	7.28	7.28	7.77	8.74	9.22	9.22	9.22
2004	225	0.89	1.33	1.33	1.33	1.78	2.67	3.11	3.11	3.56	4.44
2005	249	0.40	0.40	0.40	0.80	2.41	3.21	3.21	3.61	4.42	4.42
2006	283	0.35	0.35	1.06	2.83	3.53	3.53	4.95	6.01	6.01	6.36
2007	324	0.00	0.62	3.40	4.32	4.32	5.56	7.10	7.10	7.41	8.02
2008	359	0.84	4.46	5.57	5.57	7.24	8.64	8.91	9.19	10.03	
2009	378	3.44	4.50	4.50	6.08	7.67	8.20	8.47	9.26		
2010	379	1.06	1.06	2.90	4.49	5.01	5.28	6.33			
2011	387	0.00	2.58	4.13	4.65	5.17	6.72				
2012	423	2.13	3.78	4.26	5.20	6.86					
2013	467	1.28	1.71	3.00	5.57						
2014	510	0.78	2.16	4.71							
2015	537	1.49	4.10								
2016	517	2.71									
Resumen de las estadísticas											
Promedio marginal		2.43	2.48	2.36	2.11	1.70	1.16	0.68	0.46	0.45	0.42
Promedio acumulado		2.43	4.84	7.09	9.06	10.60	11.64	12.24	12.65	13.04	13.40
Desviación estándar		4.92	7.78	9.77	11.69	12.75	13.29	13.26	13.31	13.53	13.84
Mediana		1.05	3.78	4.60	5.57	7.26	8.20	8.83	9.26	17.51	25.00
Mínima		0.00	0.35	0.40	0.80	1.78	2.67	3.11	3.11	3.56	4.42
Máxima		22.13	26.94	31.05	33.33	37.43	37.43	37.43	37.43	37.43	37.99

Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

TABLA 19**TASAS ACUMULADAS DE INCUMPLIMIENTO CORPORATIVO DE LAS CALIFICACIONES DE GRADO DE INVERSIÓN DE LA CARTERA ESTÁTICA DE AMÉRICA LATINA (1997-2016)**Calificación:
Grado de
inversión

Año	Emisores	--Horizonte de tiempo (años)--									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1997	38	0.00	0.00	0.00	0.00	2.63	18.42	18.42	18.42	18.42	18.42
1998	61	0.00	0.00	0.00	3.28	21.31	22.95	22.95	22.95	22.95	22.95
1999	70	0.00	0.00	1.43	21.43	22.86	22.86	22.86	22.86	22.86	22.86
2000	68	0.00	0.00	22.06	23.53	23.53	23.53	23.53	23.53	23.53	23.53
2001	78	0.00	19.23	19.23	19.23	20.51	20.51	20.51	21.79	21.79	21.79
2002	68	0.00	0.00	0.00	1.47	1.47	1.47	2.94	2.94	2.94	2.94
2003	64	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.56	1.56	1.56	1.56	1.56
2004	77	0.00	0.00	0.00	0.00	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
2005	85	0.00	0.00	0.00	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18
2006	89	0.00	0.00	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12
2007	94	0.00	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06
2008	107	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	1.87	
2009	120	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.83		
2010	117	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.85			
2011	130	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.77				
2012	152	0.00	0.00	0.00	0.00	1.32					
2013	174	0.00	0.00	0.00	1.15						
2014	194	0.00	0.00	1.03							
2015	216	0.00	0.46								
2016	181	0.00									
Resumen de las estadísticas											
Promedio marginal		0.05	0.85	1.07	1.35	1.25	0.75	0.19	0.21	0.12	0.00
Promedio acumulado		0.05	0.89	1.96	3.28	4.49	5.20	5.38	5.58	5.70	5.70
Desviación estándar		0.21	4.39	6.60	8.20	9.50	10.18	10.25	10.48	10.55	10.74
Mediana		0.00	0.00	0.00	1.06	1.24	1.30	1.43	1.56	2.41	2.94
Mínima		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.83	1.06	1.06
Máxima		0.93	19.23	22.06	23.53	23.53	23.53	23.53	23.53	23.53	23.53

Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

TABLA 20**TASAS ACUMULADAS DE INCUMPLIMIENTO CORPORATIVO DE LAS CALIFICACIONES DE GRADO ESPECULATIVO DE LA CARTERA ESTÁTICA DE AMÉRICA LATINA (1997-2016)**Calificación:
Grado
especulativo

Año	Emisores	--Horizonte de tiempo (años)--									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1997	30	0.00	3.33	13.33	13.33	20.00	30.00	33.33	33.33	33.33	33.33
1998	66	0.00	7.58	9.09	16.67	33.33	42.42	42.42	42.42	42.42	42.42
1999	109	8.26	10.09	20.18	39.45	46.79	46.79	46.79	46.79	46.79	47.71
2000	124	1.61	10.48	31.45	38.71	38.71	38.71	38.71	38.71	39.52	41.13
2001	141	8.51	31.21	37.59	37.59	37.59	37.59	37.59	37.59	39.01	39.01
2002	167	31.14	37.72	38.32	38.32	38.32	38.32	38.32	39.52	39.52	39.52
2003	142	8.45	9.86	10.56	10.56	10.56	10.56	11.97	12.68	12.68	12.68
2004	148	1.35	2.03	2.03	2.03	2.03	3.38	4.05	4.05	4.73	6.08
2005	164	0.61	0.61	0.61	0.61	3.05	4.27	4.27	4.88	6.10	6.10
2006	194	0.52	0.52	1.03	3.61	4.64	4.64	6.70	8.25	8.25	8.76
2007	230	0.00	0.43	4.35	5.65	5.65	7.39	9.57	9.57	10.00	10.87
2008	252	0.79	5.95	7.54	7.54	9.92	11.90	12.30	12.70	13.49	
2009	258	5.04	6.59	6.59	8.91	11.24	12.02	12.40	13.18		
2010	262	1.53	1.53	4.20	6.49	7.25	7.63	8.78			
2011	257	0.00	3.89	6.23	7.00	7.78	9.73				
2012	271	3.32	5.90	6.64	8.12	9.96					
2013	293	2.05	2.73	4.78	8.19						
2014	316	1.27	3.48	6.96							
2015	321	2.49	6.54								
2016	336	4.17									
Resumen de las estadísticas											
Promedio marginal		3.70	3.38	3.08	2.54	1.96	1.39	0.95	0.61	0.64	0.68
Promedio acumulado		3.70	6.96	9.82	12.11	13.83	15.02	15.83	16.34	16.88	17.44
Desviación estándar		6.98	9.95	12.03	14.04	15.39	16.28	16.26	16.27	16.58	16.95
Mediana		1.57	5.90	6.80	8.19	10.26	11.90	12.35	13.18	23.41	33.33
Mínima		0.00	0.43	0.61	0.61	2.03	3.38	4.05	4.05	4.73	6.08
Máxima		31.14	37.72	38.32	39.45	46.79	46.79	46.79	46.79	46.79	47.71

Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

TABLA 21**MATRIZ DE TRANSICIÓN PROMEDIO DE DOS AÑOS DE CALIFICACIONES CORPORATIVAS DE AMÉRICA LATINA (1997-2016)**

Desde/A	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NC
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	75.68	16.22	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	8.11
	0.00	-26.32	-27.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-15.48
A	0.00	1.60	76.00	15.60	1.60	0.00	0.00	0.00	5.20
	0.00	-3.37	-12.14	-9.15	-4.34	0.00	0.00	0.00	-6.51
BBB	0.00	0.06	1.87	75.31	9.05	1.40	0.70	1.05	10.57
	0.00	-0.28	-1.72	-11.77	-8.61	-3.11	-2.98	-4.47	-4.30
BB	0.00	0.00	0.05	8.28	64.88	6.99	1.20	3.15	15.46
	0.00	0.00	-0.17	-4.84	-10.72	-3.39	-2.82	-6.74	-3.88
B	0.00	0.00	0.00	0.15	10.93	49.19	7.24	9.08	23.41
	0.00	0.00	0.00	-0.69	-7.24	-7.34	-7.87	-9.11	-4.10
CCC/C	0.00	0.00	0.00	0.87	0.43	25.22	18.70	29.57	25.22
	0.00	0.00	0.00	-3.17	-1.31	-24.81	-15.44	-30.47	-14.84

Nota: Las desviaciones estándar se muestran como números negativos. D--Incumplimiento. NC--No calificado.

Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

TABLA 22**MATRIZ DE TRANSICIÓN PROMEDIO DE TRES AÑOS DE CALIFICACIONES CORPORATIVAS DE AMÉRICA LATINA (1997-2016)**

Desde/A	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NC
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	68.75	18.75	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	12.50
	0.00	-27.54	-29.94	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-18.93
A	0.00	2.58	66.95	18.88	2.58	0.00	0.00	0.00	9.01
	0.00	-4.55	-15.61	-10.78	-7.01	0.00	0.00	0.00	-7.60
BBB	0.00	0.07	2.76	67.61	9.74	2.04	0.92	2.37	14.48
	0.00	-0.30	-2.16	-11.57	-8.80	-3.10	-2.89	-6.81	-4.59
BB	0.00	0.00	0.05	11.39	52.97	7.57	1.32	5.59	21.10
	0.00	0.00	-0.18	-5.82	-11.50	-3.73	-3.07	-9.65	-4.51
B	0.00	0.00	0.00	0.32	12.60	36.93	7.53	12.28	30.35
	0.00	0.00	0.00	-1.13	-7.80	-7.40	-7.89	-10.53	-4.99
CCC/C	0.00	0.00	0.00	1.54	2.56	23.59	6.15	36.41	29.74
	0.00	0.00	0.00	-3.55	-4.63	-24.96	-7.88	-33.31	-16.18

Nota: Las desviaciones estándar se muestran como números negativos. D--Incumplimiento. NC--No calificado. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

TABLA 23

MATRIZ DE TRANSICIÓN PROMEDIO DE CINCO AÑOS DE CALIFICACIONES CORPORATIVAS DE AMÉRICA LATINA (1997-2016)

Desde/A	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NC
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	56.00	28.00	4.00	0.00	0.00	0.00	0.00	12.00
	0.00	-29.16	-35.01	-14.01	0.00	0.00	0.00	0.00	-22.05
A	0.00	4.66	53.89	25.91	1.04	0.00	0.00	0.00	14.51
	0.00	-6.32	-12.73	-9.97	-2.70	0.00	0.00	0.00	-6.94
BBB	0.00	0.00	4.09	56.43	8.85	2.59	0.75	5.84	21.45
	0.00	0.00	-2.53	-8.84	-6.82	-2.23	-2.09	-10.50	-4.35
BB	0.00	0.00	0.12	14.44	36.25	7.31	0.81	10.10	30.98
	0.00	0.00	-0.28	-4.78	-9.93	-3.10	-1.98	-13.63	-6.29
B	0.00	0.00	0.00	1.23	14.60	21.33	6.16	16.87	39.81
	0.00	0.00	0.00	-1.25	-7.62	-5.57	-6.34	-12.99	-6.61
CCC/C	0.00	0.00	0.00	2.05	8.22	13.70	1.37	46.58	28.08
	0.00	0.00	0.00	-3.99	-10.23	-14.82	-4.41	-32.26	-15.24

Nota: Las desviaciones estándar se muestran como números negativos. D--Incumplimiento. NC--No calificado. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

TABLA 24

TASAS DE TRANSICIÓN INICIAL A FINAL EN AMÉRICA LATINA POR MODIFICADOR DE CALIFICACIÓN DE ENTIDADES NO FINANCIERAS (1981-2016) (%)

Desde/A	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC/C	D	NC	
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
AA+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
AA-	0.00	0.00	0.00	20.00	0.00	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	60.00	
A+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	
A	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	50.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	50.00	
A-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	15.38	0.00	30.77	7.69	0.00	23.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	23.08	
BBB+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	18.18	18.18	27.27	13.64	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.55	18.18
BBB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.88	7.84	25.49	7.84	3.92	5.88	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.84	35.29
BBB-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.17	5.43	16.30	1.09	10.87	0.00	1.09	0.00	0.00	0.00	0.00	17.39	45.65
BB+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.56	2.78	18.06	9.72	1.39	2.78	0.00	1.39	0.00	0.00	18.06	40.28
BB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.98	0.00	1.96	4.90	32.35	7.84	4.90	0.98	2.94	0.98	0.00	15.69	26.47
BB-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.04	3.40	9.52	10.88	4.08	0.00	1.36	1.36	0.00	21.09	46.26
B+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.13	4.17	5.21	9.38	4.17	1.04	1.04	0.00	17.71	54.17
B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.03	1.03	5.15	1.03	3.09	4.12	3.09	0.00	27.84	53.61
B-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.32	0.00	0.00	1.32	0.00	0.00	0.00	7.89	1.32	0.00	17.11	71.05
CCC/C	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.96	0.00	0.00	1.96	1.96	1.96	0.00	7.84	19.61	0.00	21.57	43.14

D--Incumplimiento. NC--No calificado. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

TABLA 25

TASAS DE TRANSICIÓN INICIAL A FINAL EN AMÉRICA LATINA POR MODIFICADOR DE CALIFICACIÓN DE ENTIDADES FINANCIERAS (1981-2016) (%)

Desde/A	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC/C	D	NC
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
AA+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
AA-	0.00	0.00	0.00	66.67	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	33.33
A+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	0.00	0.00	16.67	0.00	50.00	16.67	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	16.67
A-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	18.18	18.18	18.18	0.00	0.00	0.00	9.09	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	36.36
BBB+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.00	5.00	65.00	5.00	0.00	0.00	5.00	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	10.00
BBB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.86	25.71	31.43	2.86	0.00	2.86	5.71	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	28.57
BBB-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	12.77	6.38	10.64	2.13	19.15	4.26	2.13	0.00	2.13	0.00	6.38	34.04
BB+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	10.53	5.26	2.63	13.16	7.89	7.89	0.00	0.00	0.00	0.00	2.63	50.00
BB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.77	3.77	1.89	5.66	24.53	5.66	0.00	1.89	1.89	0.00	3.77	47.17
BB-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.47	2.94	17.65	16.18	1.47	0.00	0.00	0.00	11.76	48.53
B+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.13	0.00	0.00	8.51	10.64	27.66	0.00	4.26	2.13	2.13	42.55
B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.22	2.22	4.44	13.33	8.89	0.00	13.33	55.56
B-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.35	26.09	0.00	8.70	60.87
CCC/C	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	8.33	0.00	0.00	25.00	66.67

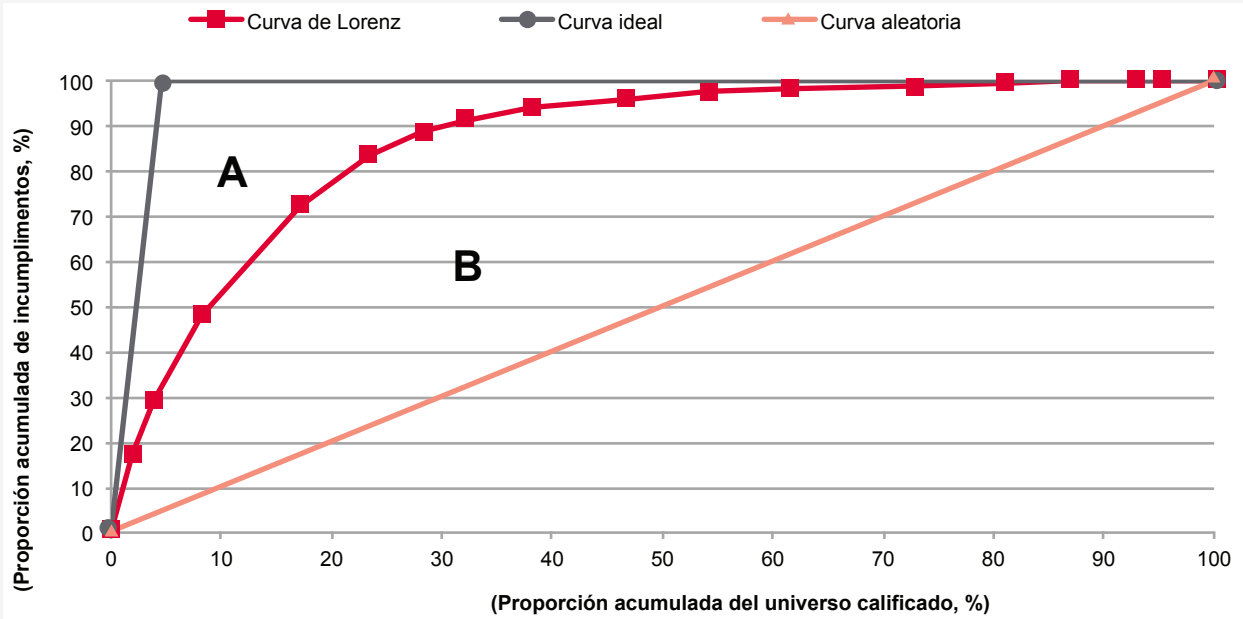
D--Incumplimiento. NC--No calificado. Fuentes: S&P Global Fixed Income Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

Apéndice II: Metodología de Gini

A fin de medir el desempeño o la exactitud de las calificaciones, trazamos el acumulado de emisores por calificación contra la participación acumulada de incumplimientos en una curva de Lorenz para obtener de manera visual la exactitud de su orden por rango. Max O. Lorenz desarrolló la curva de Lorenz como una representación gráfica de la proporcionalidad de una distribución. Para generar la curva de Lorenz, organizamos las observaciones desde la parte baja de la escala de calificaciones ('CCC/C') al punto más alto ('AAA'). Si las calificaciones corporativas de S&P Global Ratings se aproximaran solo aleatoriamente al riesgo de incumplimiento, la curva de Lorenz caería a lo largo de la diagonal y su coeficiente de Gini – que es un resumen estadístico de la curva de Lorenz— sería cero. Si las calificaciones corporativas estuvieran perfectamente ordenadas de manera que los incumplimientos solo ocurrieran entre los emisores con las calificaciones más bajas, la curva capturaría toda el área arriba de la diagonal en la gráfica, y el coeficiente de Gini sería de 100% (vea la gráfica 10). Calculamos los coeficientes de Gini al dividir el área B entre el total del área A más B. En otras palabras, el coeficiente de Gini captura la medida en la cual la exactitud de las calificaciones reales diverge del escenario aleatorio y aspira al escenario ideal.

GRÁFICA 10

MUESTRA DE LA CURVA DE LORENZ



Fuente: S&P Global Fixed Income Research.

Copyright © 2017 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Apéndice III: Perfil de incumplimientos

Ultrapetrol (Bahamas) Ltd.

- Notas de hipoteca naval preferentes por US\$225 millones, a una tasa de 8.875%, con vencimiento el 15 de junio de 2021
- Notas en primer grado por US\$25 millones, a una tasa de 8.875%, con vencimiento el 15 de junio de 2021
- Notas senior no garantizadas por US\$80 millones, a una tasa de 7.25%, con vencimiento el 15 de enero de 2017

El 18 de enero de 2016, S&P Global Ratings bajó su calificación de riesgo crediticio de la naviera sudamericana, Ultrapetrol (Bahamas) Ltd. a 'D' de 'C' debido a que el emisor no realizó los pagos de principal e intereses de sus créditos y tras el cambio en los términos y condiciones en los contratos de crédito originales, lo que consideramos como un incumplimiento general con sus obligaciones. El periodo de gracia de 30 días por el pago atrasado de intereses venció el 15 de enero de 2016.

El 5 de agosto de 2016, S&P Global Ratings retiró sus calificaciones de riesgo crediticio y de deuda a petición de la empresa.

TABLA 26
ULTRAPETROL (BAHAMAS) LTD.--HISTORIAL DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE EMISOR

Fecha	A
05-ago-16	NC/--/--
18-ene-16	D/--/--
15-dic-15	CC/Rev. Esp. Negativa/--
14-sep-15	B-/Negativa/--
11-may-15	B/Negativa/--
16-may-14	B/Estable/--
13-may-13	B-/Positiva/--
03-dic-12	B-/Rev. Esp. Desarrollo/--
01-oct-10	B-/Estable/--
28-ago-09	B/Negativa/--
18-feb-09	B/Estable/--
31-ene-08	B/Positiva/--
21-dic-06	B/Estable/--
27-may-05	B/Negativa/--
28-jun-01	BB-/Negativa/--
19-mar-01	BB-/Rev. Esp. Negativa/--
17-dic-98	BB-/Negativa/--
11-mar-98	BB-/Estable/--

Usinas Siderurgicas de Minas Gerais S.A. (Usiminas)

- Notas senior no garantizadas serie 1 por US\$400 millones, a una tasa de 7.25%, con vencimiento el 1 de enero de 2018
- Obligaciones por \$1,000 millones de reales (BRL), con vencimiento el 30 de enero de 2019
- Obligaciones por BRL600 millones, con vencimiento el 31 de diciembre de 2020

El 22 de marzo, S&P Global Ratings bajó su calificación de riesgo crediticio de Usinas Siderurgicas de Minas Gerais S.A. (Usiminas), productor de acero ubicado en Brasil, a 'SD' de 'CCC+'. La baja de la calificación refleja la decisión del emisor de ejecutar un acuerdo de statu quo con los bancos que le permitió al emisor suspender el pago de principal de los créditos bancarios durante un periodo de 120 días. S&P Global Ratings consideró las negociaciones entre el emisor y los bancos como un canje de deuda (distressed) de acuerdo con sus criterios y por lo tanto se trata como un equivalente a incumplimiento.

El 14 de septiembre de 2016, S&P Global Ratings subió su calificación de riesgo crediticio a 'CCC+' de 'SD' de Usiminas.

TABLA 27
USINAS SIDERURGICAS DE MINAS GERAIS S.A. (USIMINAS)--HISTORIAL DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE EMISOR

Fecha	A
14-sep-2016	CCC+/Negativa/--
22-mar-2016	SD/NM/--
29-ene-2016	CCC+/Rev. Esp. Negativa/--
09-oct-2015	B+/Negativa/--
01-jul-2015	BB-/Estable/--
20-mar-2015	BB/Negativa/--
07-may-2014	BB+/Estable/--
25-abr-2013	BB+/Negativa/--
24-sep-2012	BB+/Estable/--
18-mar-2011	BBB-/Negativa/--
04-jun-2007	BBB-/Estable/--
22-dic-2006	BB+/Positiva/--
18-may-2006	BB+/Estable/--
28-feb-2006	BB/Rev. Esp. Positiva/--
03-nov-2005	BB/Positiva/--
19-sep-2004	BB-/Estable/--
14-ene-2004	B+/Positiva/--

PDG Realty S.A. Empreendimentos E Participacoes

- Obligaciones por BRL600 millones, con vencimiento el 1 de agosto de 2016
- Obligaciones por BRL280 millones, con vencimiento el 10 de agosto de 2016
- Obligaciones por BRL1.9 millones, con vencimiento el 19 de septiembre de 2016
- Notas senior no garantizadas por BRL140 millones, a una tasa de 6.56%, con vencimiento el 15 de marzo de 2018
- Notas senior no garantizadas por BRL97 millones, a una tasa de 0.00%, con vencimiento el 30 de septiembre de 2016
- Notas serie 1 por BRL250 millones, con vencimiento el 1 de julio de 2014
- Notas en primer grado por BRL300 millones, con vencimiento el 15 de marzo de 2016

El 24 de marzo de 2016, S&P Global Ratings corrigió las calificaciones de la empresa brasileña, PDG Realty S.A. Empreendimentos E Participacoes debido a un error en la aplicación de Puntualidad de los criterios “Implicaciones para las calificaciones de canje y reestructuras de deuda similares” y “Puntualidad de los pagos: Periodos de gracia, garantías, y uso de las calificaciones ‘D’ y ‘SD’” ya que no había una provisión de compensación clara para los pagos no realizados antes del retraso con la última de las obligaciones de la empresa. Por ello, S&P Global Ratings debió bajar las calificaciones de PDG a ‘SD’ en septiembre de 2015, cuando por primera vez la empresa se retrasó en el pago de las obligaciones. Por lo tanto, en marzo S&P Global Ratings bajó sus calificaciones de riesgo crediticio en escala global y nacional de Brasil a ‘SD’ de ‘CCC-’ y de ‘brCCC-’ de PDG, respectivamente.

El 3 de agosto de 2016, S&P Global Ratings bajó la calificación de riesgo crediticio del emisor a ‘D’. La acción de calificación sucedió tras el atraso del emisor en el pago de principal de su emisión de deuda. El 22 de noviembre de 2016, S&P Global Ratings retiró su calificación de riesgo crediticio del emisor.

TABLA 28
PDG REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E PARTICIPACOES--HISTORIAL DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE EMISOR

Fecha	A
22-nov-2016	NC/--/--
03-ago-2016	D/--/--
24-mar-2016	SD/NM/--
18-ago-2015	CCC-/Rev. Esp. Negativa/--
06-ago-2015	B-/Negativa/--
08-oct-2014	B/Estable/--
12-jul-2013	B/Negativa/--
21-dic-2012	BB-/Negativa/--
28-dic-2010	BB-/Estable/--

Odebrecht Oleo e Gas S.A.

- Crédito bancario senior garantizado en primer grado por US\$470 millones, con vencimiento el 31 de diciembre de 2019
- Notas por US\$550 millones, a una tasa de 7.00%

El 20 de abril de 2016, S&P Global Ratings bajó su calificación de riesgo crediticio de Odebrecht Oleo e Gas S.A. (OOG), compañía de exploración y producción de petróleo y gas, a 'D' de 'CC'. La calificación de 'D' refleja el incumplimiento del pago de intereses de OOG de sus notas perpetuas senior garantizadas adicionales por US\$550 millones, a una tasa de 7.00% después del periodo de gracia de 30 días a partir de la fecha de pago de intereses original del 17 de marzo de 2016. Odebrecht Oil & Gas Finance Ltd. las notas perpetuas y están garantizadas en su totalidad por OOG.

TABLA 29

ODEBRECHT OLEO E GAS S.A.-- HISTORIAL DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE EMISOR

Fecha	A
20-abr-2016	D/--/--
17-mar-2016	CC/Rev. Esp. Negativa/--
01-mar-2016	CCC+/Rev. Esp. Negativa/--
02-oct-2015	B/Rev. Esp. Negativa/--
24-mar-2015	BB-/Estable/--
17-dic-2014	BB+/Estable/--
03-jun-2014	BBB-/Estable/--

USJ Acucar e Alcool S/A

- Notas por US\$275 millones, a una tasa de 9.875%, con vencimiento el 9 de noviembre de 2019

El 10 de mayo de 2016, S&P Global Ratings bajó su calificación de riesgo crediticio en escala global a 'SD' de 'CC' de USJ Acucar e Alcool S/A. La baja de la calificación sucedió tras el incumplimiento del emisor con el pago de intereses el 9 de mayo de 2016 de su bono no garantizado con vencimiento en 2019, que estaba en periodo de gracia de 30 días para remediar los pagos. S&P Global Ratings considera que el retraso en el pago de intereses es equivalente a incumplimiento a nivel de la emisión ya que considera que el pago de intereses durante el periodo de gracia es muy poco probable bajo la actual estructura de capital de USJ.

El 17 de mayo de 2016, S&P Global Ratings subió la calificación de riesgo crediticio en escala global a 'CCC-' de 'SD' de USJ. El alza de la calificación sucede tras la aceptación de una oferta de cambio de 89.42% de los tenedores de bonos originales el 16 de mayo de 2016, lo que había provocado originalmente la revisión de la calificación de riesgo crediticio a 'SD' y las calificaciones de las notas ofertadas a 'D'.

El 27 de julio de 2016, S&P Global Ratings subió la calificación de USJ a 'CCC+' de 'CCC-' en escala global y a 'brCCC+' de 'brCCC-' en escala nacional de Brasil. El alza de las calificaciones reflejó la menor presión de liquidez del emisor tras el canje de la deuda asimilable a impago. La perspectiva es estable.

TABLA 30
USJ ACUCAR E ALCOOL S/A--HISTORIAL DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE EMISOR

Fecha	A
27-jul-2016	CCC+/Estable/--
17-may-2016	CCC-/Rev. Esp. Positiva/--
10-may-2016	SD/NM/--
16-mar-2016	CC/Rev. Esp. Negativa/--
14-ene-2016	CCC-/Negativa/--
24-sep-2015	B-/Negativa/--
1-jul-2015	B/Rev. Esp. Negativa/--
5-dic-2014	B+/Negativa/--
15-jul-2014	BB-/Negativa/--
24-oct-2012	BB-/Estable/--

Arendal, S. de R.L. de C.V.

- Notas a mediano plazo por US\$100 millones, a una tasa de 10.50%, con vencimiento el 23 de mayo de 2016
- Notas senior no garantizadas por US\$11.25 millones, a una tasa de 10.50%, con vencimiento el 29 de diciembre de 2016

El 23 de mayo de 2016, S&P Global Ratings bajó su calificación de riesgo crediticio de Arendal, S. de R.L. de C.V., empresa mexicana de ingeniería y construcción, a 'D' de 'CC'. La baja de la calificación a 'D' sucedió tras el incumplimiento del emisor del pago de principal de sus notas senior no garantizadas por US\$100 millones, con vencimiento el 23 de mayo de 2016.

TABLA 31
ARENDA, S. DE R.L. DE C.V.--HISTORIAL DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE EMISOR

Fecha	A
25-oct-2016	NC/--/--
23-may-2016	D/--/--
10-may-2016	CC/Rev. Esp. Negativa/--
17-feb-2016	CCC-/Negativa/--
15-may-2014	B-/Estable/--
30-nov-2012	B/Estable/--

Camposol S.A.

- Notas por US\$200 millones, a una tasa de 9.875%, con vencimiento el 2 de febrero de 2017

El 25 de mayo de 2016, S&P Global Ratings bajó su calificación de riesgo crediticio de la empresa peruana de agronegocios, Camposol S.A. a 'SD' de 'CC'. La baja de la calificación fue posterior al anuncio del emisor de que cambiaría US\$147.5 millones de sus notas senior no garantizadas en circulación por US\$200 millones por nuevas notas senior garantizadas a una tasa de 10.5% con vencimiento en 2021. S&P Global Ratings considera esta transacción como un canje de deuda asimilable a impago debido a que el plazo de los nuevos instrumentos va más allá de el de las notas originales y la empresa realizó la oferta desde una posición de liquidez desfavorable.

El 6 de junio de 2016, S&P Global Ratings subió la calificación de riesgo crediticio de Camposol S.A. a 'CCC' de 'SD' y las colocó en Revisión Especial (CreditWatch) en desarrollo. El alza de la calificación fue posterior a la revisión de S&P Global Ratings de la conclusión del canje de deuda asimilable a impago. El 4 de agosto de 2016, S&P Global Ratings bajó las calificaciones de riesgo crediticio y de emisión de Camposol S.A. a 'CCC-' de 'CCC'. La baja de las calificaciones reflejó el mayor riesgo de refinanciamiento de Camposol y la posibilidad de incumplimiento si la empresa no es capaz de refinanciar sus vencimientos de deuda a corto plazo en los siguientes seis meses.

TABLA 32

CAMPOSOL S.A.--HISTORIAL DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE EMISOR

Fecha	A
4-ago-2016	CCC-/Negativa/--
6-jun-2016	CCC/Rev. Esp. Desarrollo/--
25-may-2016	SD/NM/--
11-abr-2016	CC/Negativa/--
17-feb-2016	CCC/Negativa/--
18-nov-2015	B-/Negativa/--
15-abr-2014	B/Estable/--
30-abr-2013	B/Negativa/--
18-ene-2012	B/Estable/--

Oi S.A.

- Bonos por \$1,100 millones de reales (BRL), a una tasa de 9.75%, con vencimiento el 15 de septiembre de 2016
- Notas por US\$1,787 millones, a una tasa de 5.50%, con vencimiento el 23 de octubre de 2020
- Notas por US\$1,500 millones, a una tasa de 5.75%, con vencimiento el 10 de febrero de 2022
- Notas a mediano plazo por €750 millones, a una tasa de 5.875%, con vencimiento el 17 de abril de 2018
- Bonos por €750 millones, a una tasa de 5.00% con vencimiento el 4 de noviembre de 2019
- Notas senior no garantizadas por €750 millones, a una tasa de 5.125%, con vencimiento el 15 de diciembre de 2017
- Notas por €600 millones, a una tasa de 5.625%, con vencimiento el 22 junio de 2021
- Bonos por €500 millones, a una tasa de 4.50%, con vencimiento el 16 de junio 2025
- Notas a mediano plazo por €500 millones, a una tasa de 4.375%, con vencimiento el 24 de marzo de 2017
- Notas senior a mediano plazo por €50 millones, con vencimiento el 30 de enero de 2019
- Notas de crédito a mediano plazo por €250 millones, a una tasa de 5.24%, con vencimiento el 6 de noviembre de 2017
- Notas a mediano plazo por €1,000 millones, a una tasa de 4.625%, con vencimiento el 8 de mayo de 2020
- Notas a mediano plazo por €400 millones, a una tasa de 6.25%, con vencimiento el 26 de julio de 2016
- Notas senior no garantizadas por US\$750 millones, a una tasa de 9.5%, con vencimiento el 23 de abril de 2019
- Crédito bancario no garantizado revolvente por US\$1,000 millones, con vencimiento el 1 de noviembre de 2016
- Crédito bancario senior garantizado en primer grado, a retiro aplazado por US\$200 millones, con vencimiento el 21 de diciembre de 2021
- Crédito bancario no garantizado, a retiro aplazado, por US\$500 millones, con vencimiento el 1 de agosto de 2019
- Crédito bancario no garantizado, a retiro aplazado, por US\$103 millones, con vencimiento el 1 de febrero de 2020
- Crédito bancario no garantizado, a retiro aplazado, por US\$200 millones, con vencimiento el 31 de mayo de 2022
- Crédito bancario no garantizado, a retiro aplazado, por US\$360 millones, con vencimiento el 18 de septiembre de 2017
- Crédito bancario no garantizado, a retiro aplazado, por US\$300 millones, con vencimiento el 31 de diciembre de 2018
- Crédito bancario a largo plazo, no garantizado, por US\$100 millones, con vencimiento el 31 de julio de 2018
- Notas por US\$750 millones, a una tasa de 9.50%, con vencimiento el 23 de abril de 2019
- Crédito bancario no garantizado, a retiro aplazado, por BRL369 millones, con vencimiento el 28 de febrero de 2019
- Crédito bancario a largo plazo no garantizado por BRL4,300 millones, con vencimiento el 31 de mayo de 2018
- Crédito bancario senior garantizado en primer grado, a retiro aplazado por €100 millones, a una tasa de 2.07%, con vencimiento el 20 de septiembre de 2018
- Crédito bancario senior garantizado en primer grado, a retiro aplazado por €600 millones, a una tasa de 5.625%, con vencimiento el 22 de junio de 2021
- Notas senior no garantizadas por BRL2,350 millones, con vencimiento el 28 de marzo de 2019
- Notas senior no garantizadas por BRL1,500 millones, con vencimiento el 28 de marzo de 2019
- Crédito bancario a largo plazo por US\$257 millones, con vencimiento el 15 de marzo de 2024

El 21 de junio de 2016, S&P Global Ratings bajó su calificación de riesgo crediticio de largo plazo de Oi S.A., empresa brasileña, a 'D' de 'CCC-'. La baja de la calificación sucedió tras el anuncio de Oi de que había presentado una solicitud de reorganización judicial en un esfuerzo por reestructurar sus obligaciones de deuda.

TABLA 33

Oi S.A.--HISTORIAL DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE EMISOR

Fecha	A
21-jun-2016	D/--/--
26-abr-2016	CCC-/Negativa/--
10-mar-2016	CCC/Negativa/--
26-feb-2016	B+/Rev. Esp. Negativa/--
15-feb-2016	BB-/Negativa/--
2-abr-2015	BB+/Negativa/--
18-jul-2014	BB+/Estable/--
4-jul-2014	BBB-/Rev. Esp. Negativa/--
23-may-2014	BBB-/Negativa/--
2-oct-2013	BBB-/Rev. Esp. Negativa/--
6-sep-2011	BBB-/Estable/--

Gol Linhas Aereas Inteligentes S.A.

- Notas por US\$300 millones, a una tasa de 9.25%, con vencimiento el 20 de julio de 2020
- Notas por US\$325 millones, con vencimiento el 24 de enero de 2022
- Crédito bancario por US\$300 millones, con vencimiento el 8 de agosto de 2020
- Notas por US\$200 millones, a una tasa de 10.75%, con vencimiento el 21 de febrero de 2023
- Préstamo bancario senior garantizado a largo plazo, por US\$300 millones, a una tasa de 6.5%, con vencimiento el 31 de agosto de 2020
- Notas senior por US\$200 millones, a una tasa de 8.75%
- Notas senior por US\$221.3 millones, a una tasa de 7.5%, con vencimiento el 3 de abril de 2017
- Notas senior no garantizadas por US\$255 millones, a una tasa de 7.5%, con vencimiento el 3 de abril de 2017

El 4 de julio de 2016, S&P Global Ratings bajó su calificación de riesgo crediticio de Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., aerolínea brasileña, a 'SD' de 'CC'. La baja de la calificación refleja la evaluación de S&P Global Ratings de que el canje de parte de las notas senior no garantizadas de GOL con vencimiento en 2017, 2020, 2022 y 2023 y de sus notas perpetuas se considera un canje de deuda asimilable a impago, o equivalente a un incumplimiento de sus obligaciones. Los tenedores de las notas que estuvieron de acuerdo con el canje recibirán significativamente menos de lo prometido originalmente debido a que el canje incluye un recorte promedio a las notas de un 50% del valor nominal, parte del cual se pagará en efectivo y otra parte en nuevos bonos con vencimiento en 2018, 2021 y 2028.

El 6 de julio de 2016, S&P Global Ratings subió las calificaciones de riesgo crediticio a 'CCC' de 'SD' de GOL tras la finalización del canje de deuda, en el que la empresa ofertó un valor considerablemente menor de sus obligaciones con respecto a lo prometido originalmente.

TABLA 34
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.--HISTORIAL DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE EMISOR

Fecha	A
6-jul-2016	CCC/Negativa/--
4-jul-2016	SD/NM/--
4-may-2016	CC/Rev. Esp. Negativa/--
28-mar-2016	CCC-/Negativa/--
5-feb-2016	B-/Rev. Esp. Negativa/--
24-ago-2015	B-/Estable/--
11-jun-2015	B/Negativa/--
26-ago-2014	B/Estable/--
5-jul-2013	B/Negativa/--
28-mar-2013	B/Rev. Esp. Negativa/--
4-sep-2012	B/Estable/--
15-ago-2012	B+/Rev. Esp. Negativa/--
4-abr-2012	B+/Negativa/--
13-sep-2011	BB-/Negativa/--
19-may-2010	BB-/Estable/--

Usina Caete S.A. – NE

- Notas garantizadas por BRL70 millones, con vencimiento el 29 de julio de 2020
- Notas garantizadas por BRL115 millones, con vencimiento el 29 de julio de 2020
- Obligación a tasa variable por BRL185 millones, con vencimiento el 31 de julio de 2020
- Notas de línea de crédito prepago de exportación a tasa variable por US\$32.5 millones, con vencimiento el 31 de julio de 2020

El 1 de agosto de 2016, S&P Global Ratings bajó su calificación de riesgo crediticio en escala global de la empresa procesadora de caña de azúcar ubicada en Brasil, Usina Caete S.A. - NE a 'D' de 'CCC-' después de que la compañía se retrasara con los pagos de capital e intereses el 29 de julio de 2016, de su crédito a largo plazo obligatorio garantizado y otra deuda garantizada, equivalentes a casi toda la deuda de la empresa. S&P Global Ratings no prevé que la compañía realice los pagos dentro de los cinco siguientes días hábiles u otro periodo de gracia establecido, sino que más bien atraviese por una reestructuración de la deuda.

TABLA 35
USINA CAETE S.A. - NE--HISTORIAL DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE EMISOR

Fecha	A
1-ago-2016	D/--/--
27-jun-2016	CCC-/Rev. Esp. Negativa/--
19-jun-2015	B-/Negativa/--
25-nov-2014	B+/Negativa/--
20-jun-2013	BB-/Estable/--

Samarco Mineracao S.A.

- Notas por US\$700 millones , a una tasa de 5.75%, con vencimiento el 24 de octubre de 2023
- Notas por US\$500 millones, a una tasa de 5.375%, con vencimiento el 26 de septiembre de 2024
- Notas por US\$1,000 millones, a una tasa de 4.125%, con vencimiento el 1 de noviembre de 2022
- Crédito bancario senior garantizado en primer grado por US\$450 millones, con vencimiento el 1 de febrero de 2019
- Crédito bancario senior garantizado en primer grado por US\$231 millones, con vencimiento el 30 de septiembre de 2020
- Crédito bancario senior garantizado en primer grado por US\$335 millones, con vencimiento el 9 de septiembre de 2019

El 28 de septiembre de 2016, S&P Global Ratings bajó su calificación de riesgo crediticio de la empresa minera ubicada en Brasil, Samarco Mineracao S.A. a 'D' de 'CCC'. La baja de la calificación sucedió tras el retraso del pago de intereses el 26 de septiembre de 2016, de las notas senior no garantizadas, con vencimiento en 2024 de Samarco. Las notas tenían un periodo de subsanación de 30 días, durante el cual la empresa podría realizar el pago sin activar el incumplimiento. Sin embargo, Samarco actualmente no está en operación por lo que no está generando efectivo, y esto ha consumido su posición de efectivo durante 2016 para mantener sus operaciones paradas y cumplir con sus pasivos contingentes por el fallo en una presa a finales de 2015.

TABLA 36
SAMARCO MINERACAO S.A.--HISTORIAL DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE EMISOR

Fecha	A
28-sep-2016	D/--/--
5-jul-2016	CCC/Negativa/--
3-feb-2016	B/Negativa/--
23-nov-2015	BB-/Rev. Esp. Negativa/--
6-nov-2015	BB+/Rev. Esp. Negativa/--
10-sep-2015	BB+/Estable/--
28-jul-2015	BBB-/Negativa/--
24-mar-2014	BBB-/Estable/--
31-ene-2014	BBB/Negativa/--
22-oct-2012	BBB/Estable/--

Petróleos de Venezuela S.A.

- Notas por US\$5,000 millones, a una tasa de 6.00%, con vencimiento el 16 de mayo de 2024
- Notas senior no garantizadas por US\$4,500 millones, a una tasa de 6.00%, con vencimiento el 15 de noviembre de 2026
- Notas por US\$3,000 millones, a una tasa de 8.50%, con vencimiento el 2 de noviembre de 2017
- Notas senior no garantizadas por US\$3,000 millones, a una tasa de 5.25%, con vencimiento el 12 de abril de 2017
- Notas senior no garantizadas por US\$3,000 millones, a una tasa de 5.375%, con vencimiento el 12 de abril de 2027
- Notas por US\$2,400 millones, a una tasa de 9.00%, con vencimiento el 17 de noviembre de 2021
- Notas senior no garantizadas por US\$1,500 millones, a una tasa de 5.50%, con vencimiento el 12 de abril de 2037

El 25 de octubre de 2016, S&P Global Ratings bajó su calificación de riesgo crediticio de la empresa venezolana de petróleo y gas, Petróleos de Venezuela S.A. (PDVSA) a 'SD' de 'CC'. La baja de la calificación fue posterior al anuncio de PDVSA de que canjearía 31.4% de sus notas senior no garantizadas por US\$3,000 millones, a una tasa de 5.25%, con vencimiento en abril de 2017 y 45.30% de sus notas senior no garantizadas por US\$4,100 millones, a una tasa de 8.5% con vencimiento en noviembre de 2017. Como resultado, PDVSA emitirá US\$3,300 millones en nuevas notas senior garantizadas a una tasa de 8.50%, con vencimiento en 2020 Las notas estarán garantizadas por 50.1 % en participaciones en la subsidiaria indirecta de PDVSA, Citgo Holding Inc. S&P Global Ratings considera la transacción como canje de deuda asimilable a un incumplimiento, ya que el pago oportuno se retrasará con el aplazamiento de la fecha de vencimiento de las nuevas notas.

El 3 de noviembre de 2016, S&P Global Ratings subió su calificación de riesgo crediticio de PDVSA a 'CCC-' de 'SD' concluir su oferta de canje de deuda de las notas senior no garantizadas con un 5.25% y 8.5% en circulación de PDVSA. La perspectiva negativa de PDVSA refleja su alto nivel de deuda y próximos vencimientos en 2017, lo que podría derivar en otro canje de deuda asimilable a incumplimiento de las obligaciones de deuda de la empresa en los siguientes seis meses.

TABLA 37
PETRÓLEOS DE VENEZUELA S.A.--HISTORIAL DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE EMISOR

Fecha	A
3-nov-2016	CCC-/Negativa/--
25-oct-2016	SD/NM/--
19-sep-2016	CC/Negativa/--
10-feb-2015	CCC/Negativa/--
17-sep-2014	CCC+/Negativa/--
13-dic-2013	B-/Negativa/--
17-jun-2013	B/Negativa/--
22-abr-2013	B+/Negativa/--
13-ene-2010	B+/Estable/--
12-jun-2009	B+/Negativa/--
10-dic-2008	BB-/Negativa/--
8-mar-2007	BB-/Estable/--
1-nov-2006	B+/Rev. Esp. Positiva/--
8-feb-2006	B+/Rev. Esp. Desarrollo/--
15-ago-2005	B+/Estable/--
25-ago-2004	B/Estable/--
31-jul-2003	B-/Estable/--
16-abr-2003	CCC+/Estable/--
13-dic-2002	CCC+/Negativa/--
24-sep-2002	B-/Negativa/--

TABLA 37**PETROLÉOS DE VENEZUELA S.A.--HISTORIAL DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE EMISOR**

Fecha	A
31-ago-1998	B+/Negativa/--
5-jun-1997	B+/Estable/--
24-ene-1997	B/Positiva/--
26-jun-1996	B/Estable/--
23-feb-1996	B/Negativa/--
1-dic-1995	B+/Rev. Esp. Negativa/--
1-dic-1995	B+/NM/--
27-jul-1994	B+/Negativa/--
7-mar-1994	BB-/Rev. Esp. Negativa/--
4-mar-1994	BB/Estable/--
8-jul-1993	BB/Negativa/--

Artículos Relacionados

- Ratings On Several Brazilian Corporations Placed On CreditWatch Negative Following A Similar Action On The Sovereign, 23 de mayo de 2017.
- Ratings On 38 Brazilian Financial Institutions Placed On CreditWatch Negative On Heightened Risk For The Sector, 23 de mayo de 2017.
- S&P Global Ratings coloca en Revisión Especial Negativa calificaciones de largo plazo de Brasil por mayor incertidumbre política, 22 de mayo de 2017.
- 2016 Annual U.S. Corporate Default Study And Rating Transitions, 20 de abril de 2017
- 2016 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions, 13 de abril de 2017

Copyright © 2016 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

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

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

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

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

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

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