

Criterios

Criterios | General

Entendiendo las definiciones de Calificaciones de Standard & Poor's

Fecha de publicación global (inglés): 3 de junio de 2009

Fecha de revisión global (inglés): 2 de marzo de 2016

Fecha de publicación en español: 10 de enero de 2017

Oficial de criterios:

John A Scowcroft, Nueva York (212) 438-1098; john.scowcroft@spglobal.com

Oficial de criterios, América:

Felix E Herrera, CFA, Nueva York (1) 212-438-2485; felix.herrera@spglobal.com

Mark Puccia, Nueva York (1) 212-438-7233; mark.puccia@spglobal.com

Oficial de criterios, Asia-Pacífico:

Peter J Eastham, Melbourne (61) 3-9631-2184; peter.eastham@spglobal.com

Oficial de criterios, EMEA:

Lapo Guadagnuolo, Londres 44 (20) 7176-3507; lapo.guadagnuolo@spglobal.com

Índice

ATRIBUTOS CLAVE DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS	
DE STANDARD & POOR'S	4
CÓMO MEDIMOS EL DESEMPEÑO DE LAS CALIFICACIONES	6
CONCLUSIÓN	7
NOTAS	8
APÉNDICE I	8
APÉNDICE II	8
APÉNDICE III	11
APÉNDICE IV	14
APÉNDICE V	16

Entendiendo las definiciones de Calificaciones de Standard & Poor's

(Nota del editor: Este artículo contiene extractos de las definiciones de calificación de Standard & Poor's, las cuales revisamos periódicamente. Por lo tanto, le pedimos que vea la versión actual de las Definiciones de Calificación para obtener las definiciones actualizadas. Originalmente publicamos este artículo de criterios el 3 de junio de 2009, y lo estamos republicando tras haber completado nuestra revisión periódica el 2 de marzo de 2016. Como resultado de nuestra revisión, realizamos algunos ajustes a la información de contacto de los autores y cambiamos las referencias a criterios que ya fueron reemplazados).

RESUMEN EJECUTIVO

Las calificaciones crediticias de Standard & Poor's están diseñadas principalmente para ofrecer clasificaciones relativas entre emisores y obligaciones sobre su calidad crediticia en general; las calificaciones no son indicadores de una probabilidad absoluta de incumplimiento (default). La calidad crediticia considera la probabilidad de incumplimiento y también incluye (i) prioridad de pagos, (ii) recuperación y (iii) estabilidad crediticia.

Además, nuestros símbolos de calificación fueron creados para connotar el mismo nivel general de calidad crediticia para emisores y bonos en diferentes sectores y en diferentes momentos. A fin de promover la comparabilidad de las calificaciones entre sectores, ubicación geográfica, y en el tiempo, presentamos escenarios de estrés asociados con cada categoría de calificación. Estos escenarios de estrés serán una herramienta importante para calibrar nuestros criterios y ayudar a mantener su comparabilidad. Estos escenarios no serán parte de las definiciones de calificación. Tampoco serán los únicos o principales elementos conductores de nuestros criterios.

Standard & Poor's está comprometido a tomar acciones para contribuir a restablecer la confianza en las calificaciones. A manera de ejemplo, durante el año pasado, presentamos diversas iniciativas para fomentar una mayor transparencia en nuestros análisis y procesos. Estas iniciativas incluyen la publicación de análisis de escenarios "qué pasaría si" en los que revisamos los factores que podrían generar un cambio en las calificaciones, análisis más explícitos de los supuestos que usamos para conformar nuestras opiniones, y los cambios que hemos hecho a nuestros criterios de calificación para varias clases de activos derivados de eventos macroeconómicos y de los datos sobre desempeño constantes.

Al proporcionar más información y datos sobre las calificaciones, podemos ayudar a los participantes del mercado a entender mejor cómo desarrollamos nuestras calificaciones y –ya sea que estén o no de acuerdo con nuestras evaluaciones– a actuar en consecuencia.

El propósito de este artículo es ayudar a los participantes del mercado a entender mejor el significado de las calificaciones crediticias de Standard & Poor's. Aunque las definiciones oficiales parecen ser muy simples, incorporan varios factores que conforman la evaluación general de la calidad crediticia.

Standard & Poor's se ha esforzado por mantener la comparabilidad de sus calificaciones entre diferentes sectores. Esto lo ha logrado mediante la correlación de todas las calificaciones con el comportamiento e indicadores de incumplimiento comunes y a través de enfoques comunes al análisis de riesgo. En aras de promover una mayor transparencia, Standard & Poor's está articulando actualmente una serie de escenarios de estrés económico que se enumeran en el Apéndice IV, que planeamos usar como referencia para reforzar la consistencia y comparabilidad de las calificaciones entre sectores y en el tiempo. Cada escenario describe las condiciones particulares de estrés económico que asociamos con un nivel de calificación en particular, como se describe en el apéndice. Los créditos calificados en cada categoría buscan poder sortear condiciones particulares de estrés económico sin caer en incumplimiento (aunque pueden tener una baja significativa de calificación a medida que aumenta el estrés económico).

Esta publicación busca promover una mayor comprensión de las calificaciones y ayudar a los inversionistas a atribuir significados más claros a las diferentes categorías de calificación.

Atributos clave de las Calificaciones Crediticias de Standard & Poor's

Clasificación ordinal de la calidad crediticia

Las calificaciones crediticias de Standard & Poor's expresan opiniones prospectivas sobre la calidad crediticia de emisores y obligaciones (vea el Apéndice I para obtener una descripción de las calificaciones de "emisor" y de "emisión"). De manera más específica, las calificaciones crediticias de Standard & Poor's expresan una clasificación relativa de la calidad crediticia. En nuestra opinión, consideramos que los emisores y obligaciones con calificaciones más altas tienen mayor calidad crediticia que los emisores y obligaciones con calificaciones crediticias más bajas (vea el Apéndice III para obtener un resumen pertinente de las definiciones de calificación).

La calidad crediticia es un fenómeno multifacético. Aunque no hay una "fórmula" para combinar las diversas facetas, nuestras calificaciones crediticias intentan condensar sus efectos combinados en símbolos de calificación dentro de una escala simple unidimensional. De hecho, como se analiza más adelante, la importancia relativa de los varios factores puede cambiar en diferentes situaciones.

El término calidad crediticia se refiere a la pregunta de si un bono u otro instrumento financiero serán pagados de conformidad con sus términos contractuales. A simple vista, la idea de calidad crediticia parece ser muy sencilla. Sin embargo, al profundizar en el concepto se revela su verdadera naturaleza multidimensional.

Factor principal –Probabilidad de incumplimiento

En nuestra opinión, la probabilidad de incumplimiento es la piedra angular de la calidad crediticia. Esto significa que la probabilidad de incumplimiento –que incluye la voluntad y la capacidad de pagar– es el factor más importante en nuestra evaluación de calidad crediticia de un emisor o de una obligación. Por lo tanto, en línea con nuestro objetivo de lograr una clasificación ordinal de la calidad crediticia, las calificaciones más altas de emisores y obligaciones reflejan nuestra expectativa de que dichos emisores y obligaciones calificados incumplirán con menor frecuencia que los emisores y obligaciones con calificaciones más bajas, de mantenerse iguales todos los otros factores considerados.

Si bien enfatizamos el proceso de clasificación ordinal de la probabilidad de incumplimiento, no consideramos las categorías de calificación exclusivamente en términos relativos. Asociamos cada categoría de calificación sucesivamente más alta con la capacidad de sortear entornos económicos cada vez más estresantes, que consideramos tienen una menor probabilidad de ocurrir. Asociamos a emisores y obligaciones calificados en las categorías más altas con una capacidad para sortear condiciones de estrés extremas o severas en términos absolutos sin que caigan en incumplimiento. Por el contrario, asociamos a emisores y obligaciones calificados en categorías inferiores con una vulnerabilidad ante condiciones de estrés leves o moderadas (vea el Apéndice IV para obtener los escenarios de estrés por nivel de calificación que buscamos usar a fin de promover la comparabilidad entre calificaciones. El Apéndice V contiene un listado de ejemplos históricos de condiciones de estrés, incluyendo la magnitud de estrés que asociamos con cada uno).

Observar niveles de estrés absolutos es parte de la manera en que intentamos lograr la comparabilidad entre calificaciones a través de los diferentes tipos de instrumentos, distintos momentos, diferentes monedas, y diferentes regiones. Es decir, nos esforzamos por hacer que nuestros símbolos de calificación correspondan al mismo nivel aproximado de calidad crediticia en cualquier lugar que se encuentren. Así, cuando usamos un símbolo de calificación determinado, intentamos connotar aproximadamente el mismo nivel de calidad crediticia a emisores que pueden ser muy diferentes en todo el mundo, como una empresa minera canadiense, una institución financiera japonesa, un distrito escolar de Wisconsin, una emisión británica respaldada con hipotecas, o una nación soberana.

Buscaremos usar los escenarios de estrés hipotéticos descritos en el Apéndice IV como referencia para calibrar nuestros criterios entre diferentes sectores y a lo largo del tiempo. Los escenarios no formarán parte de las definiciones de calificación, y tampoco serán los únicos o principales elementos conductores de nuestros criterios. Sin embargo, serán una herramienta importante para calibrar nuestros criterios a fin de ayudar a mantener la comparabilidad entre los sectores y en el tiempo. Es decir, consideraremos los escenarios de estrés en el proceso de asociar factores cualitativos y cuantitativos con las diferentes categorías de calificación. Por ejemplo, para calificaciones crediticias de empresas, consideraremos los escenarios de estrés (junto con todo lo demás que tomamos en cuenta actualmente) al evaluar los niveles de apalancamiento y rentabilidad que asociamos con créditos en diferentes categorías de calificación. De igual manera, para emisiones de financiamiento estructurado, consideraremos los escenarios de estrés al evaluar los niveles de respaldo crediticio que asociamos con las diferentes categorías de calificación.

Los escenarios representan condiciones hipotéticas de estrés que corresponden a cada categoría de calificación. El escenario de una categoría particular reflejará un nivel de estrés que los créditos calificados en dicha categoría deberían, en nuestra opinión, poder sortear sin caer en incumplimiento (aunque podría haber bajas de calificación a niveles cercanos al incumplimiento). Es importante señalar que los escenarios no sustituyen las consideraciones de los factores de riesgo específicos del sector o de la compañía en nuestros criterios o cuando asignamos calificaciones individuales. Más bien, se aplican además de dichos factores. No esperamos que la adopción de los escenarios de estrés por sí misma, genere un número importante de cambios de calificación en el corto plazo. Esto es, aunque se están dando cambios en las calificaciones a medida que actualizamos nuestros criterios, no esperamos que la adopción de los escenarios de estrés, por sí sola, provoque cambios adicionales o de mayor magnitud.

Sin embargo, no asociamos probabilidades específicas a determinados tipos de entornos económicos potenciales. Por lo tanto, no atribuimos una “probabilidad de incumplimiento” específica para cada categoría de calificación. Por el contrario, reconocemos que las tasas de incumplimiento observadas para todas las categorías de calificación suben y bajan a medida que el entorno económico avanza a través de períodos de expansión y contracción (vea la nota 1). Además, generalmente los ciclos económicos no producen el mismo grado de estrés en todos los sectores y regiones. En consecuencia, solo a muy largo plazo (por ejemplo, durante varios ciclos económicos), esperaríamos ser capaces de observar si emisores con calificaciones similares de diferentes segmentos del mercado experimentan realmente frecuencias de incumplimiento similares en el largo plazo. Estas observaciones informan sobre cambios futuros a nuestros criterios y análisis.

Factores crediticios secundarios

Más allá de la probabilidad de incumplimiento, existen otros factores que pueden ser relevantes. Por ejemplo, uno de ellos es la prioridad de pago de una obligación tras un incumplimiento. Nuestras calificaciones reflejan el impacto de la prioridad de pago en una forma muy visible: Cuando una empresa emite deuda senior y deuda subordinada, comúnmente asignamos una calificación inferior a la deuda subordinada. Para la mayoría de los emisores, la probabilidad de incumplimiento es exactamente la misma para la deuda senior y para la deuda subordinada, ya que ambas caen en incumplimiento al mismo tiempo cuando un emisor quiebra. Otro ejemplo es la “subordinación estructural” de la deuda de una compañía controladora respecto a la deuda de sus subsidiarias operativas (vea “Criterios para calificar empresas 2008: Calificación de emisiones”, publicado el 15 de abril de 2008).

Otro factor secundario es la recuperación proyectada que un inversionista esperaría recibir en caso de incumplimiento de una obligación. Por ejemplo, nuestras calificaciones de ciertas obligaciones de una institución financiera y de obligaciones de empresas con calificaciones de grado especulativo reflejan ajustes en la recuperación esperada tras un incumplimiento (vea “Criterios para calificar empresas 2008: Calificación de emisiones”, publicado el 15 de abril de 2008, y “*Well Secured Debt: Notching Up*”, publicado el 23 de marzo de 2004). (Vea la nota 2).

Un tercer factor secundario es la estabilidad crediticia. Algunos tipos de emisores y obligaciones son propensos a mostrar un período de decadencia gradual antes de caer en incumplimiento. Otros pueden ser más vulnerables al deterioro o incumplimiento repentino. En esencia, algunos tipos de créditos dan señales antes de caer en incumplimiento, mientras que otros no. Además, la probabilidad de incumplimiento de algunos tipos de créditos puede cambiar repentinamente debido a modificaciones en aspectos clave del entorno económico o de negocios. Para otros créditos, la probabilidad de incumplimiento puede ser menos sensible a condiciones cambiantes. Ambos tipos de diferencias se describen por el término “estabilidad crediticia”. Los diferentes grados de estabilidad constituyen diferencias en la calidad crediticia (vea “Standard & Poor’s reconoce de manera explícita la estabilidad crediticia como un factor importante para la calificación de riesgo”, publicado el 15 de octubre de 2008).

La calidad crediticia es compleja y si bien no existe una fórmula para combinar los distintos factores en una evaluación general, los criterios proporcionan una guía para considerar estos factores. La prioridad de pago y la recuperación se aplican más a menudo en el contexto de asignación de calificación a obligaciones específicas que cuando se califican emisores. Asimismo, la prioridad de pago y la recuperación cobran mayor importancia a medida que aumenta la probabilidad de incumplimiento (es decir, en niveles más bajos de calificación). En contraste, la estabilidad crediticia tiene un peso cada vez mayor a medida que disminuye la probabilidad de incumplimiento (es decir, en niveles más altos de calificación). Además, la importancia relativa de los diversos factores puede sufrir altibajos si cambian las condiciones del mercado y del entorno económico. Los criterios de calificación para los diferentes tipos de créditos detallan los aspectos específicos sobre cómo incorporamos los factores de prioridad de pago, recuperación y estabilidad en nuestro análisis.

Las calificaciones crediticias de Standard & Poor’s son prospectivas. Es decir, expresan opiniones sobre el futuro. De hecho, la cuestión a la que se refieren -la calidad crediticia- está en esencia orientada al futuro. Las calificaciones en el extremo inferior de la escala de calificaciones reflejan nuestra opinión sobre la vulnerabilidad de la entidad a las fluctuaciones cíclicas y, en consecuencia, se refieren generalmente a horizontes de tiempo más cortos y pueden reflejar pronósticos y proyecciones económicas específicas. Por el contrario, las calificaciones en el extremo superior de la escala de calificaciones se refieren generalmente a horizontes de tiempo más largo y por lo general reflejan menos los pronósticos o proyecciones de lo que es probable que ocurra en el corto plazo. Más bien, reflejan un mayor énfasis de nuestra opinión sobre lo que podría ocurrir en escenarios futuros poco probables (o muy poco probables).

Tomando en consideración el movimiento de los ciclos económicos y crediticios, esperamos que las calificaciones cambien con el tiempo a medida que la calidad crediticia de emisores y obligaciones calificados sube y baja. Para hacer frente a la variabilidad inherente de la calidad crediticia, mantenemos la vigilancia o seguimiento de nuestras calificaciones. Nuestro enfoque respecto a los cambios en la calidad crediticia es tomar acciones de calificación de manera expedita cuando consideramos que, con base en nuestra vigilancia o seguimiento, es apropiado subir, bajar o confirmar las calificaciones. Junto con las calificaciones en sí, nos esforzamos en explicar el fundamento de nuestro análisis mediante la publicación de un fundamento claro para las calificaciones que asignamos. En muchos casos, no solo describimos las razones para asignar una calificación en particular, también examinamos la evolución a futuro que podría generar un cambio de la calificación.

Cómo medimos el desempeño de las calificaciones

Como señalamos en párrafos anteriores, el objetivo principal de las calificaciones de Standard & Poor’s es clasificar ordinalmente la calidad crediticia relativa de emisores y obligaciones. De esta manera, una medida clave que usamos para evaluar el desempeño de nuestras calificaciones es cómo se han clasificado ordinalmente las frecuencias de incumplimiento observadas durante un periodo de evaluación determinado (comúnmente un año). Es decir, cuando nuestras calificaciones se desempeñan de acuerdo con lo esperado, los instrumentos con calificaciones más altas deben mostrar frecuencias menores de incumplimiento que los instrumentos con calificaciones más bajas durante un periodo de evaluación dado.

Nuestros estudios de desempeño han mostrado en su mayor parte una sólida clasificación ordinal de las frecuencias de incumplimiento dentro de cada segmento principal del mercado de renta fija (por ejemplo, bonos corporativos, financiamiento estructurado, finanzas públicas, etc.). Sin embargo, como se señaló anteriormente, los ciclos económicos no producen el mismo grado de estrés en todas las regiones geográficas ni en todos los segmentos del mercado en un momento determinado. En consecuencia, aunque nos esforzamos por lograr la comparabilidad de nuestras calificaciones, esperamos observar menos consistencia en la clasificación ordinal de las frecuencias de incumplimiento observadas entre regiones y segmentos de mercado. Solo durante períodos muy largos -que abarcan múltiples ciclos económicos- esperaríamos lograr observar si los créditos con calificaciones similares en diferentes segmentos del mercado realmente experimenten frecuencias de incumplimiento de largo plazo similares.

Muestras pequeñas a veces también afectan las mediciones de las frecuencias de incumplimiento observadas. Las comparaciones de tasas de incumplimiento entre subsectores que contienen un pequeño número de créditos pueden distorsionarse porque las muestras son pequeñas y por factores específicos.

Más allá de la medida principal para la clasificación ordinal, consideramos en segundo lugar si las calificaciones han incorporado efectivamente otros aspectos de la calidad crediticia. En ese sentido, examinamos si la tasa de incumplimiento observada para cada categoría de calificación durante un periodo de evaluación determinado es mayor o menor que el observado históricamente durante períodos anteriores con similares condiciones económicas y financieras. Examinamos las transiciones de las calificaciones y los incumplimientos repentinos con el fin de considerar el grado en el que las calificaciones han incorporado la estabilidad crediticia. Asimismo, examinamos las recuperaciones tras un incumplimiento para evaluar si se ha capturado su impacto. Sin embargo, las mediciones secundarias no figuran en la medición final del desempeño de las calificaciones, el cual sigue centrado en una evaluación de la clasificación ordinal.

Conclusión

Las calificaciones de Standard & Poor's expresan opiniones prospectivas sobre la calidad crediticia relativa de emisores y de obligaciones. La calidad crediticia es un fenómeno multidimensional. Consideramos que la probabilidad de incumplimiento es la dimensión más importante de la calidad crediticia. Ponemos el mayor énfasis en la clasificación ordinal de la probabilidad de incumplimiento para aplicarla en las definiciones de nuestras calificaciones, en el desarrollo de criterios de calificación, y en la asignación de calificaciones de emisores y obligaciones específicas.

Además, hacemos un énfasis secundario a las probabilidades absolutas de incumplimiento como parte de nuestros esfuerzos para mantener la comparabilidad entre calificaciones. En forma indirecta, nuestra consideración de la probabilidad de incumplimiento absoluta puede considerarse como una asociación de "pruebas de estrés" o "escenarios" de diversa severidad con las diferentes categorías de calificación. No esperamos observar frecuencias constantes de incumplimiento al paso del tiempo, esperamos que las frecuencias de incumplimiento observadas para todas las categorías de calificación suban y bajen de conformidad con los cambios en las condiciones económicas.

Más allá de la probabilidad de incumplimiento, también consideramos las dimensiones secundarias de la calidad crediticia: prioridad de pago, recuperación, y estabilidad crediticia. Estas dimensiones pueden convertirse en elementos críticos sobre la forma en que aplicamos nuestras definiciones de calificación en el desarrollo de criterios para situaciones particulares.

Sin embargo, cuando llevamos a cabo estudios para medir el desempeño de nuestras calificaciones, volvemos a la piedra angular de la clasificación relativa de la frecuencia observada de incumplimientos. Podemos medir e informar sobre las frecuencias absolutas de incumplimiento o en factores secundarios, pero nuestro principal énfasis para la medición del desempeño sigue siendo siempre la clasificación relativa de la frecuencia de incumplimiento durante un determinado periodo de estudio.

Notas

(1) En general aplicamos horizontes de tiempo más largos para nuestro análisis de emisores o emisiones que están en niveles más altos de calificación. Aun así, esto no neutraliza completamente el efecto de los ciclos económicos (vea el Apéndice II para obtener ejemplos de cómo las tasas de incumplimiento observadas varían con el tiempo).

(2) Aunque, según se establece en nuestros criterios publicados, las recuperaciones pueden ser un factor en algunas de nuestras calificaciones, nuestras calificaciones crediticias no pretenden ser indicadores sobre la pérdida esperada.

Apéndice I

Calificaciones de emisor, calificaciones de emisión y otros productos de calificación

Algunas calificaciones de Standard & Poor's se refieren a emisores y otras se refieren a emisiones u obligaciones específicas. En el Apéndice III incluimos las definiciones de ambas.

En resumen, una calificación crediticia de emisor se refiere a la capacidad general y voluntad de un emisor de cumplir con sus obligaciones financieras. De manera más específica, comúnmente una calificación de emisor se refiere a la capacidad y voluntad del emisor para cubrir sus obligaciones senior no garantizadas. Las calificaciones de emisor de las entidades relacionadas, tales como las calificaciones de una empresa controladora y de su principal subsidiaria operativa, pueden reflejar la subordinación estructural de la controladora respecto a la deuda de la compañía operadora, lo que en general conduce a una menor calificación para la controladora.

En cambio, una calificación de emisión se refiere a una obligación financiera específica, una clase específica de obligaciones financieras o un programa financiero específico (incluyendo calificaciones de programas de bonos de mediano plazo y programas de papel comercial). La calificación de una emisión específica puede reflejar ajustes positivos o negativos respecto de la calificación del emisor por (i) la presencia de garantía o colateral, (ii) subordinación explícita, o (iii) cualquier otro factor que afecte la prioridad de pago, la recuperación esperada, o la estabilidad crediticia de la emisión específica.

Además, Standard & Poor's tiene varios productos especializados de calificación, tales como (i) calificaciones de recuperación, (ii) calificaciones de estabilidad de principal para fondos del mercado de dinero, (iii) calificaciones de calidad crediticia de fondos de bonos, y (iv) calificaciones en escala nacional. Las descripciones de dichos productos de calificación están disponibles en www.ratingsdirect.com, www.sandp.com y www.standardandpoors.com.mx.

Apéndice II

Variabilidad de tasas de incumplimiento en el tiempo

Los estudios de desempeño de las calificaciones crediticias proporcionan diversas estadísticas sobre las tasas de incumplimiento de los emisores (o emisiones) en diferentes categorías de calificación. Algunos lectores de dichos estudios se centran atentamente en la tasa de incumplimiento promedio de un año para cada categoría de calificación y en gran parte hacen caso omiso de la variación anual en torno a la media. Otro mal uso de estas estadísticas es asumir que el promedio histórico de las tasas de incumplimiento representa la "probabilidad de incumplimiento" de la deuda en una categoría de calificación particular. Sin embargo, como se muestra en las Tablas 1 y 2, las tasas de incumplimiento pueden variar significativamente de un año a otro y la tasa observada en un año determinado puede variar significativamente del promedio. Las tasas de incumplimiento más altas observadas algunas veces se han ubicado muy por encima de los niveles promedio. En resumen, las estadísticas de incumplimiento histórico no deben utilizarse para imputar tasas de incumplimiento prospectivas específicas a emisores u obligaciones con base en sus calificaciones, sobre todo en períodos cortos o en relación a segmentos limitados del universo calificado.

TABLA 1. TASAS MUNDIALES DE INCUMPLIMIENTO DE EMPRESAS CORPORATIVAS DE UN AÑO DE STANDARD & POOR'S POR CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN, 1981-2008

	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC a C
1981	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.28	-	-
1982	-	-	-	-	-	0.33	-	-	0.68	-	-	2.86	7.04	2.22	2.33	7.41	21.43
1983	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.33	2.17	-	1.59	1.22	9.80	4.76	6.67
1984	-	-	-	-	-	-	-	-	1.40	-	-	1.64	1.49	2.13	3.51	7.69	25.00
1985	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.64	1.49	1.33	2.59	13.11	8.00	15.38
1986	-	-	-	-	-	-	0.78	-	0.78	-	1.82	1.18	1.12	4.65	12.16	16.67	23.08
1987	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.83	1.31	5.95	6.82	12.28
1988	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.33	1.98	4.5	9.80	20.37
1989	-	-	-	-	-	-	-	0.90	0.78	-	-	-	1.98	0.43	7.8	4.88	31.58
1990	-	-	-	-	-	-	-	0.76	-	1.10	2.78	3.06	4.46	4.87	12.26	22.58	31.25
1991	-	-	-	-	-	-	-	0.83	0.74	-	3.70	1.11	1.05	8.72	16.25	32.43	33.87
1992	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.72	14.93	20.83	30.19
1993	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.92	-	1.30	5.88	4.17	13.33
1994	-	-	-	-	0.45	-	-	-	-	-	-	0.86	-	1.83	6.58	3.23	16.67
1995	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.63	-	1.55	1.11	2.76	8.00	7.69	28.00
1996	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.86	0.65	0.55	2.33	3.74	3.92	4.17
1997	-	-	-	-	-	-	-	0.36	0.34	-	-	-	0.41	0.72	5.19	14.58	12.00
1998	-	-	-	-	-	-	-	-	0.54	0.70	1.29	1.06	0.72	2.57	7.47	9.46	42.86
1999	-	-	-	0.36	-	0.24	0.27	-	0.28	0.30	0.54	1.33	0.90	4.20	10.55	15.45	32.35
2000	-	-	-	-	-	0.24	0.56	-	0.26	0.88	-	0.80	2.29	5.60	10.66	11.5	34.12
2001	-	-	-	-	0.57	0.49	-	0.24	0.48	0.27	0.49	1.19	6.27	5.94	15.74	23.31	44.55
2002	-	-	-	-	-	-	-	1.11	0.65	1.31	1.50	1.74	4.62	3.69	9.63	19.53	44.12
2003	-	-	-	-	-	-	-	-	0.19	0.52	0.48	0.94	0.27	1.70	5.16	9.23	33.13
2004	-	-	-	-	-	0.23	-	-	-	-	-	0.64	0.76	0.46	2.68	2.82	15.11
2005	-	-	-	-	-	-	-	-	0.17	-	0.36	-	0.25	0.78	2.59	2.98	8.87
2006	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.36	-	0.48	0.54	0.78	1.58	13.08
2007	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.3	0.23	0.19	-	0.88	14.81
2008	-	-	0.43	0.4	0.31	0.21	0.58	0.18	0.59	0.71	1.14	0.63	0.63	2.97	3.29	7.02	26.53
Media	-	-	0.02	0.03	0.05	0.06	0.08	0.16	0.28	0.28	0.68	0.89	1.53	2.44	7.28	9.97	22.67
Mediana	-	-	-	-	-	-	-	-	0.08	-	0.18	0.83	0.86	2.06	6.27	7.69	22.25
Mínima	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Máxima	-	-	0.43	0.40	0.57	0.49	0.78	1.11	1.40	1.33	3.70	3.06	7.04	8.72	16.25	32.43	44.55
Desviación estándar	-	-	0.08	0.10	0.14	0.13	0.20	0.32	0.36	0.43	0.96	0.84	1.83	2.02	4.51	7.82	11.93

Incluye calificaciones de emisores corporativos financieros y no financieros. “-” significa cero.

TABLA 2. TASAS MUNDIALES DE INCUMPLIMIENTO DE FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO DE UN AÑO DE STANDARD & POOR'S POR CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN, 1978-2008

	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC a C
1978	–	na	na	na	na	–	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1979	–	na	–	na	na	–	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1980	–	na	–	na	na	–	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1981	–	na	–	na	na	–	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1982	–	na	–	na	na	–	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1983	–	–	–	na	na	–	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1984	–	–	–	–	–	–	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1985	–	–	–	–	–	–	–	–	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1986	–	–	–	–	–	–	–	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1987	–	–	–	–	–	–	–	na	–	na	na	na	na	na	na	na	–
1988	–	–	–	–	–	–	–	na	–	–	57.14	na	na	na	na	na	–
1989	–	–	–	–	–	–	–	na	–	–	–	na	na	na	na	–	–
1990	–	–	–	–	–	–	–	na	–	–	–	na	–	na	–	–	–
1991	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	na	–	na	–	–	–
1992	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	na	–	na	–
1993	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	6.25	na	–
1994	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	1.85	–	–
1995	–	–	–	–	–	–	–	–	0.43	–	–	0.98	–	–	0.95	–	52.63
1996	–	–	–	–	–	0.15	–	–	–	–	–	0.61	12.5	na	–	–	31.03
1997	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	20.69
1998	–	–	–	–	–	1.04	0.91	–	0.19	–	–	1.03	–	–	2.34	–	22.58
1999	–	–	–	–	–	–	0.77	–	–	0.39	–	–	–	–	1.54	–	19.35
2000	–	–	–	–	–	–	–	–	0.11	–	–	0.61	–	–	2.19	–	5.26
2001	0.05	–	–	–	–	0.12	–	2.22	–	0.86	0.83	0.55	0.91	2	2.69	3.27	26.87
2002	–	–	0.06	–	0.27	0.14	–	1.77	0.19	0.7	1.26	2.03	1.12	2.5	3.6	23.24	27.03
2003	–	–	–	–	0.19	0.03	0.16	0.2	0.6	0.5	0.75	0.84	1.43	3.28	1.64	5.15	32.58
2004	–	–	–	–	–	–	–	–	0.16	0.17	0.5	0.81	0.29	0.79	2.23	3.56	13.79
2005	–	–	–	–	–	–	–	–	0.08	0.06	0.15	0.14	0.45	0.33	1.34	2.53	16.08
2006	–	–	–	–	–	–	–	–	0.06	0.20	–	0.33	0.36	0.26	0.36	1.42	19.18
2007	0.04	0.03	0.07	0.08	–	0.10	0.21	0.48	0.47	1.27	5.07	1.61	1.53	0.68	1.55	1.47	24.11
2008	0.53	0.35	0.57	1.15	1.15	0.87	1.42	2.27	1.26	3.45	5.60	4.21	5.07	8.53	12.84	10.28	56.92
Media	0.02	0.01	0.02	0.05	0.06	0.08	0.14	0.37	0.16	0.38	3.56	0.81	1.24	1.22	2.18	2.83	16.73
Mediana	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	0.61	–	0.26	1.55	–	17.63
Mínima	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Máxima	0.53	0.35	0.57	1.15	1.15	1.04	1.42	2.27	1.26	3.45	57.14	4.21	12.50	8.53	12.84	23.24	56.92
Desviación estándar	0.09	0.07	0.10	0.23	0.23	0.24	0.35	0.76	0.29	0.78	12.39	1.02	2.90	2.20	2.93	5.59	16.60

Las calificaciones de 'AAA' de la misma transacción se tratan como una calificación única para el cálculo de la presente tabla. "na" significa sin información disponible para calcular una tasa de incumplimiento. "–" significa cero.

Apéndice III

Extractos de las definiciones de calificaciones de Standard & Poor's

Definiciones de calificaciones crediticias de emisor

Una calificación crediticia de emisor de Standard & Poor's es una opinión actual sobre la capacidad financiera general de un deudor (su calidad crediticia) para pagar sus obligaciones financieras. Esta opinión se centra en la capacidad y voluntad del emisor para cubrir sus compromisos financieros a su vencimiento. No aplica a ninguna obligación financiera específica, ya que no considera la naturaleza y las disposiciones de la obligación, su posición respecto a bancarrota o liquidación, sus preferencias estatutarias, o la legalidad y obligatoriedad de la misma. Además, no considera la calidad crediticia de los garantes, aseguradoras u otras formas de respaldo crediticio de la obligación. La calificación de riesgo crediticio de emisor no es una declaración de hechos o una recomendación para comprar, vender o retener una obligación financiera emitida por una entidad. Tampoco se refiere al precio de mercado o conveniencia para un inversionista en particular.

Las calificaciones de crédito de contraparte, las calificaciones asignadas bajo el Servicio de Calificaciones de Riesgo Crediticio de Empresas (anteriormente llamado Servicio de Evaluación Crediticia) y las calificaciones soberanas, también son formas de calificaciones de riesgo crediticio de emisor.

Las calificaciones están basadas en información actual proporcionada por el emisor de deuda u obtenida por Standard & Poor's de otras fuentes que considera confiables. Standard & Poor's no realiza auditorías en conexión con las calificaciones crediticias y ocasionalmente podría confiar en información financiera no auditada. Las calificaciones de riesgo crediticio de emisor pueden cambiarse, suspenderse o retirarse debido a cambios o falta de disponibilidad de tal información o por otras circunstancias. Las calificaciones de riesgo crediticio de emisor pueden ser de largo o corto plazo. Las calificaciones de riesgo crediticio de emisor de corto plazo reflejan la calidad crediticia del emisor en un horizonte de tiempo de corto plazo.

Calificaciones crediticias de emisor de largo plazo

AAA: Un emisor calificado como 'AAA' presenta una capacidad extremadamente fuerte para cumplir con sus compromisos financieros. La calificación 'AAA' es la calificación crediticia de emisor más alta otorgada por Standard & Poor's.

AA: Un emisor calificado como 'AA' presenta una capacidad muy fuerte para cumplir con sus compromisos financieros. Este emisor presenta una diferencia pequeña frente a aquellos con la calificación más alta.

A: Un emisor calificado como 'A' presenta una capacidad fuerte para cumplir con sus compromisos financieros, pero es un poco más susceptible a condiciones y situaciones económicas adversas que los emisores calificados en categorías más altas.

BBB: Un emisor calificado como 'BBB' presenta una capacidad adecuada para cumplir con sus compromisos financieros. Sin embargo, es más probable que condiciones económicas adversas o cambios coyunturales conduzcan al debilitamiento de la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros.

BB, B, CCC y CC: Los emisores calificados en estas categorías son considerados como poseedores de características especulativas importantes. La categoría 'BB' indica el menor grado de especulación y la de 'CC' el mayor grado. Aunque tales emisores probablemente tendrán algunas características de calidad y protección, estas podrían verse superadas en caso de presentarse una elevada incertidumbre o importantes exposiciones a condiciones adversas.

BB: Un emisor calificado con 'BB' es menos vulnerable, en el corto plazo que otros emisores con calificaciones más bajas. Sin embargo, este emisor afronta una importante y constante incertidumbre y exposiciones ante situaciones financieras, económicas o comerciales adversas, lo que puede llevar a reducir su capacidad para cumplir con sus compromisos financieros.

B: Un emisor calificado con 'B' es más vulnerable a un incumplimiento de pago que otro con calificación de 'BB'; no obstante actualmente presenta la capacidad para cumplir con sus compromisos financieros. Condiciones financieras, económicas y comerciales adversas probablemente perjudicarían la capacidad y voluntad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros.

CCC: Un emisor calificado con 'CCC' es vulnerable actualmente y depende de condiciones financieras, económicas y comerciales favorables para cumplir con sus compromisos financieros.

CC: Un emisor calificado con 'CC' es actualmente muy vulnerable.

R: Un emisor que recibe la calificación de 'R' está bajo supervisión regulatoria debido a sus condiciones financieras. Durante la vigencia de ese proceso, los reguladores tienen el poder de decidir a favor de una clase de obligaciones en detrimento de otras, o bien dar preferencia de pago a algunas obligaciones sobre otras. Para obtener una descripción más detallada de los efectos de la supervisión regulatoria sobre emisiones específicas o clases de obligaciones, consulte la Calificación de Riesgo Crediticio de Emisiones de Standard & Poor's.

SD y D: Un emisor con calificación de 'SD' (*Selective Default*, Incumplimiento de pago selectivo) o 'D' (*Default*, Incumplimiento) no han cumplido una o más de sus obligaciones financieras (con o sin calificación) a su vencimiento. Se asigna la calificación de 'D' cuando Standard & Poor's considera que un incumplimiento de pago será general y que el deudor no pagará puntualmente ninguna o casi ninguna de sus obligaciones en la fecha de su vencimiento. Se asigna una calificación de 'SD' cuando Standard & Poor's considera que se trata de un incumplimiento en relación con una emisión específica o clase de obligaciones, pero que el emisor continuará honrando otras emisiones o clases de obligaciones en tiempo y forma. Un incumplimiento de pago selectivo incluye la concreción de una oferta de canje asimilable a un evento de incumplimiento (*distressed exchange offer*), mediante la cual una o más obligaciones financieras se recompran por un monto en efectivo o se reemplazan por otros instrumentos que tienen un valor total menor al valor par. Para obtener una descripción más detallada de los efectos de un incumplimiento de pago en emisiones o clases de obligaciones específicas, consulte la información al respecto de Standard & Poor's.

Definiciones de calificaciones de riesgo crediticio de emisión

Una calificación de riesgo crediticio de emisión es una opinión actual de la calidad crediticia de un obligado respecto a una obligación financiera específica, un tipo específico de obligaciones financieras o un programa financiero específico (incluyendo calificaciones de programas de bonos de mediano plazo y programas de papel comercial). Toma en consideración la calidad crediticia de los garantes, las aseguradoras, u otras formas de respaldo crediticio de la obligación y la moneda en la que está denominada la obligación. La opinión evalúa la capacidad y voluntad del obligado para cubrir sus compromisos financieros en tiempo y forma, y puede evaluar los términos, como la garantía del colateral, y su subordinación, lo que podría afectar el pago final en caso de ocurrir un incumplimiento. La calificación de riesgo crediticio de emisión no es una declaración de hechos o una recomendación para comprar, vender o retener una obligación financiera o de tomar decisiones de inversión. Tampoco se refiere al precio de mercado o conveniencia para un inversionista en particular.

Las calificaciones de riesgo crediticio de emisión están basadas en información actual proporcionada por la entidad o emisor de deuda o bien Standard & Poor's la obtiene de otras fuentes que considera confiables. Standard & Poor's no realiza auditorías en conexión con las calificaciones crediticias y ocasionalmente podría confiar en información financiera no auditada. Las calificaciones de riesgo crediticio de emisión pueden cambiarse, suspenderse o retirarse debido a cambios o falta de disponibilidad de tal información o por otras circunstancias.

Las calificaciones de riesgo crediticio de emisión pueden ser de largo o corto plazo. Las calificaciones de corto plazo reflejan la calidad crediticia del emisor en un horizonte de tiempo de corto plazo en el mercado correspondiente. Por ejemplo, en Estados Unidos esto significa las obligaciones que tienen un vencimiento original igual o menor de 365 días, incluyendo papel comercial. Las calificaciones de corto plazo también se usan para indicar la calidad crediticia de un emisor respecto a las características de obligaciones de largo plazo que prevén un rescate anticipado por opción del comprador (put). En estos casos, se atribuyen dos calificaciones a una misma obligación, en las que la calificación de corto plazo considera la opción “put”, además de la de largo plazo usual. Las notas y títulos de mediano plazo también reciben calificaciones de largo plazo.

Calificaciones de riesgo crediticio de emisión de largo plazo

Las calificaciones de riesgo crediticio de emisión están basadas, en diferentes medidas, en las siguientes consideraciones:

- La probabilidad de pago—capacidad y voluntad del emisor de cumplir con sus compromisos financieros sobre una obligación de acuerdo con los términos de la obligación;
- La naturaleza, disposiciones y condiciones de la obligación;
- La protección lograda por, y la posición relativa de, la obligación en caso de quiebra, la reorganización u otros acuerdos bajo la legislación de bancarrota y otras que afecten los derechos de los acreedores.

Las calificaciones de riesgo crediticio son una evaluación del riesgo de incumplimiento, pero pueden incorporar una evaluación de la jerarquía relativa o la recuperación final en caso de incumplimiento. Las obligaciones junior normalmente tienen calificaciones más bajas que las senior para reflejar su menor prioridad en caso de quiebra, como se indicó en párrafos anteriores (tal diferenciación puede aplicar cuando una entidad tiene obligaciones senior y subordinadas, garantizadas y no garantizadas, u obligaciones de compañías operativas y de la controladora).

AAA: Una obligación calificada con ‘AAA’ tiene la calificación más alta otorgada por Standard & Poor’s. La capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros es extremadamente fuerte.

AA: Una obligación calificada con ‘AA’ difiere solo en un pequeño grado de las que tienen la calificación más alta. La capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros es muy fuerte.

A: Una obligación calificada con ‘A’ es un poco más susceptible a los efectos adversos derivados de cambios en las condiciones y situaciones económicas que las obligaciones calificadas en categorías más altas. Sin embargo, la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros todavía es fuerte.

BBB: Una obligación calificada con ‘BBB’ presenta parámetros de protección adecuados. Sin embargo, es más probable que condiciones económicas adversas o cambios coyunturales conduzcan al debilitamiento de la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación.

BB, B, CCC, CC y C: Las obligaciones calificadas en estas categorías son consideradas como poseedoras de características especulativas importantes. La categoría ‘BB’ indica el menor grado de especulación y la de ‘CC’ el mayor grado. Aunque tales emisiones probablemente tendrán algunas características de calidad y protección, estas podrían verse superadas por una elevada incertidumbre o importantes exposiciones a condiciones adversas.

BB: Una obligación calificada con ‘BB’ es menos vulnerable a incumplimiento que otras emisiones especulativas. Sin embargo, afronta una importante y constante incertidumbre y exposición ante situaciones financieras, económicas o comerciales adversas, lo que puede llevar a que el emisor tenga una capacidad inadecuada para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación.

B: Una obligación calificada con ‘B’ es más vulnerable a un incumplimiento de pago que las calificadas con ‘BB’, pero el emisor actualmente presenta capacidad para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación. Condiciones financieras, económicas y comerciales adversas probablemente perjudicarían la capacidad y voluntad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros de la obligación.

CCC: Una obligación calificada con 'CCC' es vulnerable actualmente a un incumplimiento de pago y depende de condiciones financieras, económicas y comerciales favorables para que el emisor cumpla con sus compromisos financieros sobre dicha obligación. En caso de condiciones financieras, económicas y comerciales adversas, el emisor probablemente no tendrá la capacidad de cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación.

CC: Una obligación calificada con 'CC' es actualmente muy vulnerable a un incumplimiento de pago.

C: La calificación de 'C' se asigna a obligaciones que actualmente son muy vulnerables al incumplimiento, obligaciones que presentan morosidad en el pago que se permiten en los términos de los documentos, u obligaciones de un emisor que ha presentado la solicitud de bancarrota o acción similar, pero continúa con los pagos sobre la obligación. Entre otras, la calificación de 'C' también se asignará a una deuda subordinada, emisión de capital preferente u otras obligaciones en las que se han suspendido los pagos de efectivo de conformidad con los términos del instrumento o cuando el capital preferente está sujeto a una oferta de canje de deuda asimilable a un evento de incumplimiento (*distressed exchange offer*), a través del cual una parte o toda la emisión se recompra por un monto en efectivo o se reemplazan por otros instrumentos con un valor total menor al valor par.

D: Una obligación calificada con 'D' se encuentra en incumplimiento de pagos. La categoría de calificación 'D' se usa cuando los pagos sobre una obligación no se realizan en la fecha en que vencen incluso cuando el periodo de gracia aplicable no ha expirado, a menos que Standard & Poor's considere que tales pagos se realizarán durante dicho periodo de gracia. La calificación 'D' también se aplica tras solicitar concurso mercantil (bancarrota) o después de realizar una acción similar si los pagos de una obligación se encuentran en riesgo de no ser cubiertos. Bajamos la calificación de una emisión a 'D' tras concretar una oferta de canje asimilable a un evento de incumplimiento (*distressed exchange offer*), a través de la cual una parte o la emisión completa se recompra por un monto en efectivo o se reemplaza por otros instrumentos con un valor total menor al valor par.

Apéndice IV

Ejemplos de escenarios de estrés para poder comparar calificaciones

Este apéndice contiene escenarios hipotéticos de estrés que vamos a utilizar para poder comparar calificaciones. Usaremos los escenarios como parámetros para calibrar nuestros criterios en los distintos sectores y en diferentes momentos en el tiempo. Los escenarios no serán parte de las definiciones de calificación. Tampoco serán el único o principal elemento detrás de nuestros criterios. No obstante, serán una herramienta importante para calibrar nuestros criterios y ayudar a mantener la posibilidad de comparar nuestras calificaciones entre sectores y en el tiempo.

Cada escenario corresponde en términos generales a una de las categorías de calificación de 'AAA' a B'. El escenario para una categoría de calificación particular refleja un nivel de estrés que los emisores o emisiones, calificados en esa categoría, en nuestra opinión, deberían ser capaces de soportar sin caer en incumplimiento. Esto no significa que no se esperaría que los créditos calificados experimenten bajas. Por el contrario, consideramos que la existencia de condiciones de estrés que podrían caracterizarse como "sustanciales", "severas" o "extremas" probablemente producirían un gran número de bajas de calificación de emisores y emisiones. Los escenarios no representan una garantía de que las entidades calificadas no caerán en incumplimiento en esos escenarios o similares.

Los escenarios suponen un punto de partida de "condiciones favorables" y una ruta rápida de deterioro en las condiciones económicas. Las condiciones de partida que son menos favorables requerirán, de manera proporcional, escenarios más adversos. En consecuencia, los escenarios no son parte de las definiciones de calificación, las cuales se aplican de manera universal en todos los entornos económicos. Por ejemplo, para que un emisor alcance una calificación de 'AAA' debe tener una capacidad "extremadamente fuerte" para cumplir con sus compromisos financieros bajo las condiciones reales en el momento de su consideración. Si las condiciones iniciales son adversas, entonces el crédito debe tener la capacidad de resistir un deterioro adicional de magnitud "extrema".

Además, cada uno de los escenarios a continuación refleja solo un ejemplo de estrés en un nivel determinado. Naturalmente, un indicador de estrés dado podría derivar potencialmente de una combinación casi infinita de factores que contribuyen a la intensidad y la duración del evento. De hecho, algunos acontecimientos en el mundo real pueden incluir impactos sucesivos (la Gran Depresión es un ejemplo).

En general, los escenarios de estrés contemplan emisores o emisiones de países con economías altamente desarrolladas (es decir, Estados Unidos, Japón, Australia, etc.) Sin embargo, incluso entre las economías desarrolladas los escenarios pueden requerir ajustes por diferencias estructurales en países específicos, tales como tasas de desempleo por arriba del promedio incluso durante períodos de expansión económica. Por ejemplo, la tasa de desempleo promedio para los países de la Unión Europea tiende a ser unos tres puntos porcentuales más alta que la de Estados Unidos. Asimismo, para las economías en desarrollo sería apropiado realizar ajustes aún mayores debido a que estas economías pueden experimentar oscilaciones pronunciadas en el PIB y el desempleo en intervalos bastante frecuentes. Además, los criterios para calificar créditos por arriba de los niveles de la calificación soberana en las economías en desarrollo deben reflejar escenarios en los que el propio soberano cae en incumplimiento.

Por lo tanto, aunque los escenarios que se presentan a continuación son los que usaremos como nuestros principales puntos de referencia para reforzar la comparación de las calificaciones a través de sectores, los participantes del mercado no deben interpretarlos como los únicos escenarios que podríamos considerar. Por el contrario, los participantes del mercado deben entender que los escenarios pueden ajustarse dependiendo de las condiciones económicas (como se describe dos párrafos atrás) o en función de factores geográficos y del sector, según sea el caso.

Aparte de la noción de estrés económico en general, los emisores y las emisiones, especialmente las que se encuentran en niveles más bajos de calificación ('BB' y 'B'), pueden ser vulnerables a caer en incumplimiento incluso durante condiciones favorables debido a características y eventos específicos del sector o del emisor. De esta manera, la inclusión de escenarios de estrés que corresponden a niveles más bajos de calificación no debe interpretarse como una indicación de que no debería haber incumplimientos de los emisores y emisiones con calificaciones más bajas en ausencia de condiciones de estrés.

Escenario de estrés 'AAA'. Un emisor o emisión con calificación de 'AAA' debe ser capaz de resistir un nivel de estrés extremo y aún cumplir con sus obligaciones financieras. Un ejemplo histórico de este escenario es la Gran Depresión en Estados Unidos. En ese episodio, el PIB real de Estados Unidos cayó 26.5% de 1929 hasta 1933. La tasa de desempleo alcanzó un máximo de 24.9% en 1933 y se mantuvo por arriba del 20% de 1932 a 1935. La producción industrial de Estados Unidos bajó 47% y la construcción de viviendas se desplomó en 80% de 1929 a 1932. El mercado de valores cayó 85% de septiembre de 1929 a julio de 1932 (medido por el índice Dow Jones de valores industriales). Estados Unidos experimentó deflación de un 25%. El PIB real no se recuperó a su nivel de 1929 sino hasta 1935. El PIB nominal no se recuperó sino hasta 1940. Consideramos condiciones como estas para reflejar un estrés extremo. El escenario de estrés 'AAA' prevé un colapso generalizado de la confianza de los consumidores. El sistema financiero sufre importantes descalabros. La caída económica se propaga en todo el mundo.

Escenario de estrés 'AA'. Un emisor o una emisión con calificación de 'AA' debe ser capaz de resistir un nivel de estrés severo y aún cumplir con sus obligaciones financieras. Este escenario podría incluir caídas del PIB de hasta 15%, niveles de desempleo de hasta 20%, y bajas en el mercado de valores de hasta 70%.

Escenario de estrés 'A'. Un emisor o una emisión con calificación de 'A' debe ser capaz de resistir un nivel sustancial de estrés y aún cumplir con sus obligaciones financieras. En este escenario, el PIB podría caer hasta 6% y la tasa de desempleo podría llegar a 15%. El mercado de valores podría bajar hasta 60%.

Escenario de estrés 'BBB'. Un emisor o una emisión con calificación de 'BBB' debe ser capaz de resistir un nivel moderado de estrés y aún cumplir con sus obligaciones financieras. Una disminución del PIB de hasta 3% y desempleo de 10% reflejarían una situación de estrés moderado. Una caída en el mercado de valores de hasta 50% indicaría de igual manera un estrés moderado.

Escenario de estrés 'BB'. Un emisor o una emisión con calificación de 'BB' debe ser capaz de resistir un nivel de estrés modesto y aún cumplir con sus obligaciones financieras. Por ejemplo, el PIB podría disminuir cuando mucho 1% y el desempleo podría llegar a 8%. El mercado de valores podría caer hasta 25%.

Escenario de estrés 'B'. Un emisor o una emisión con calificación de 'B' debe ser capaz de resistir un nivel leve de estrés y aún cumplir con sus obligaciones financieras. Escenarios en los que el PIB se mantiene sin cambio o presenta una disminución de hasta 0.5% y el desempleo se encuentra en la zona de 6% o menos, podrían considerarse como escenarios de estrés leve. Un mercado de valores sin cambio o una caída de hasta 10% sería otro indicador de tal situación.

Apéndice V

Ejemplos históricos de estrés

TABLA 3 – EJEMPLOS DE PERIODOS DE RECESIÓN Y CRISIS FINANCIERAS Y OPINIÓN DE STANDARD & POOR'S RESPECTO A LOS NIVELES DE ESTRÉS CORRESPONDIENTES

(En Estados Unidos, a menos que se indique lo contrario)

Nombre	Duración (intervalo o meses)	Caída del PIB Real (%)	Nivel máximo de desempleo (%)	Nivel de estrés	Notas
Pánico de 1797	1797-1800	ND	ND	BB (Estados Unidos)	Alteraciones en los mercados causadas por presiones deflacionarias de Gran Bretaña.
Depresión de 1807	1807-1814	ND	ND	BBB (Estados Unidos)	La Ley de Embargo (Embargo Act) de 1807 suprimió las industrias relacionadas con los embarques, lo que generó un mayor contrabando en Nueva Inglaterra.
Pánico de 1819	1819-1824	ND	ND	A (Estados Unidos)	Esta fue la primera crisis financiera importante en Estados Unidos. Se presentó un desempleo importante y caídas en los sectores de manufactura y agricultura.
Pánico de 1837	1837-1843	ND	ND	AA (Estados Unidos)	La ruptura de la burbuja especulativa y la pérdida de confianza en el papel moneda condujeron a un periodo de depresión de cinco años. Alrededor del 40% de los bancos de Estados Unidos cerraron. Los bancos dejaron de pagar en monedas de oro y plata. Algunos consideran que esta es una depresión comparable en alcance y severidad a la Gran Depresión.
Pánico de 1857	18 meses	ND	ND	AAA (Estados Unidos)	Todos los bonos emitidos por ferrocarriles en Estados Unidos incumplieron. Más de 5,000 negocios quebraron durante el primer año. Las quiebras de los bancos se esparcieron. El impacto total de esta recesión no se disipó sino hasta después de la Guerra Civil. El Manual de Poor's se publicó por primera vez inmediatamente después de esta recesión.
Pánico de 1873	65 meses	ND	ND	BBB (Estados Unidos)	El inicio de la Larga Depresión en Europa generó la ruptura de la burbuja especulativa posterior a la Guerra Civil en Estados Unidos.
Larga Depresión	1873-1896	ND	ND	AA (Gran Bretaña)	El colapso de la Bolsa de Valores de Viena provocó una depresión que se extendió a todo el mundo.
Pánico de 1893	17 meses	(2.6)	18.4	AA (Estados Unidos)	Este evento involucró la quiebra de más de 15,000 empresas y 500 bancos. La sobreconstrucción de vías ferroviarias fue una de las principales causas. Durante este evento ocurrió una importante manifestación de protesta de un grupo de trabajadores desempleados -conocido como Coxey's Army.
Pánico de 1907	13 meses	(3)	8	A (Estados Unidos)	Un intento fallido de acaparar el mercado del cobre inició una cadena de quiebras bancarias, incluyendo el colapso de Knickerbocker Trust Co. La intervención de JP Morgan pudo haber contribuido a amortiguar la intensidad del evento.

TABLA 3 – EJEMPLOS DE PERIODOS DE RECESIÓN Y CRISIS FINANCIERAS Y OPINIÓN DE STANDARD & POOR'S RESPECTO A LOS NIVELES DE ESTRÉS CORRESPONDIENTES. CONTINUACIÓN...

(En Estados Unidos, a menos que se indique lo contrario)

Nombre	Duración (intervalo o meses)	Caída del PIB Real (%)	Nivel máximo de desempleo (%)	Nivel de estrés	Notas
Recesión Post-Primera Guerra Mundial (Estados Unidos)	18 meses	(6.6)	11.7	A (Estados Unidos)	Una breve recesión post-guerra que involucró un elevado desempleo debido al regreso de las tropas militares.
Recesión Post-Primera Guerra Mundial (Reino Unido)	14 meses	(19.2)	ND	AA (Reino Unido)	Severa recesión postguerra que se extendió durante tres años de caídas pronunciadas del PIB.
Guerra Civil Española	16 meses	(31.3)	ND	>AAA (España)	Guerra civil en el que la Segunda República española fue derrocada y sustituida por el régimen fascista de Franco.
Gran depresión (Primera etapa) (1929)	43 meses	(26.5)	24.9	AAA (Estados Unidos)	Probablemente la peor depresión en la historia de Estados Unidos, con una tasa muy alta de desempleo y fuertes caídas en el PIB y la producción industrial. El evento fue acompañado por el desastre ecológico "Dust Bowl" en la región del altiplano.
Gran depresión (Segunda etapa) (1937)	13 meses	(3.4)	19	AAA (Estados Unidos)	Segunda etapa de la depresión. Políticas monetaria y fiscal más restrictivas tras la recuperación inicial.
Segunda Guerra Mundial (Francia)	24 meses	(41.4)	ND	>AAA (Francia)	Conflicto militar global que involucró a la mayor parte de los países, incluyendo a Gran Bretaña, Japón, Francia, Alemania, Italia, la Unión Soviética y Estados Unidos.
Segunda Guerra Mundial (Alemania)	16 meses	(73.6)	ND	>AAA (Alemania)	Conflicto militar global que involucró a la mayor parte de los países, incluyendo a Gran Bretaña, Japón, Francia, Alemania, Italia, la Unión Soviética y Estados Unidos.
1945	8 meses	(12.8)	3.9	BB (Estados Unidos)	Caída del gasto militar tras la Segunda Guerra Mundial. Regreso de los soldados en busca de trabajo. Una recesión breve pero aguda.
1948	11 meses	(3.4)	7.9	BBB (Estados Unidos)	Corrección de inventarios tras la recuperación de la posguerra.
1953	10 meses	(1.8)	6.1	BB (Estados Unidos)	La acumulación militar después de la Guerra de Corea estuvo acompañada por una política más restrictiva de la Reserva Federal para combatir la inflación.
1957	8 meses	(2.7)	7.5	BBB (Estados Unidos)	Esta recesión se extendió a muchos países desarrollados. Las ventas de automóviles cayeron 31% en 1958 respecto a las ventas de 1957.
1960	10 meses	(1.6)	7.1	BB (Estados Unidos)	La política monetaria se hizo más restrictiva para combatir la inflación y el auge de la vivienda.
1970	11 meses	(1.1)	6.1	BB (Estados Unidos)	Se establecieron altas tasas de interés para combatir la inflación. Una huelga de GM profundizó la recesión.
Crisis del petróleo de 1973	16 meses	(3.1)	9	BBB (Estados Unidos)	Los países de la OPEP iniciaron un embargo petrolero contra Estados Unidos como respuesta al apoyo que dio a Israel durante la Guerra de Yom Kippur. Este embargo combinado con el elevado gasto del gobierno en la Guerra de Vietnam dio lugar a una marcada caída en el mercado de valores y a un largo período de estancamiento (es decir, elevados niveles de desempleo e inflación al mismo tiempo) en Estados Unidos.
Crisis del petróleo de 1979 (Reino Unido)	11 meses	(5.9)	11.9	BBB/A (Reino Unido)	Esta recesión fue detonada por la reducción en el gasto del sector público y por las políticas monetarias destinadas a reducir la inflación.

TABLA 3 – EJEMPLOS DE PERIODOS DE RECESIÓN Y CRISIS FINANCIERAS Y OPINIÓN DE STANDARD & POOR'S RESPECTO A LOS NIVELES DE ESTRÉS CORRESPONDIENTES. CONTINUACIÓN...

(En Estados Unidos, a menos que se indique lo contrario)

Nombre	Duración (intervalo o meses)	Caída del PIB Real (%)	Nivel máximo de desempleo (%)	Nivel de estrés	Notas
Recesiones de los primeros años de la década de 1980 (1980)	6 meses	(2.2)	7.8	BB (Estados Unidos)	Los precios del petróleo aumentaron considerablemente a raíz de la revolución iraní de 1979 y de las políticas de exportación de petróleo del nuevo régimen iraní. Los controles al crédito impuestos por la Administración de Carter suprimieron el gasto al consumo.
Recesiones de los primeros años de la década de 1980 (1982)	16 meses	(2.9)	10.8	BBB (Estados Unidos)	En un intento por controlar la inflación, la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal produjo otra recesión. El enfoque sobre la inflación era un vestigio de los altos niveles de inflación de la década anterior impulsados por los precios del petróleo.
Crisis de la deuda de América Latina	1981-1982	ND	ND	A (América Latina); BB (global)	Los países de América Latina solicitaron grandes préstamos en las décadas de 1960 y 1970 para financiar la industrialización y su infraestructura. Los grandes desequilibrios fiscales y externos generaron una marcada debilidad de sus monedas, lo que aumentó la carga del servicio de deuda en moneda extranjera.
Burbuja japonesa (1989)	>200 meses	ND	ND	BBB (Japón); BB (global)	Los precios de la industria inmobiliaria y de las acciones en Japón aumentaron marcadamente de 1986 a 1989 y luego iniciaron un proceso lento pero largo de baja que continúa hasta 2009.
Recesión de los primeros años de la década de 1990 (Estados Unidos)	8 meses	(1.3)	6.9	BB (Estados Unidos)	A pesar de que esta recesión fue modesta en términos generales, tuvo fuertes efectos en la costa oeste de Estados Unidos, donde coincidió con el estallido de una burbuja inmobiliaria regional.
Recesión de los primeros años de la década de 1990 (Reino Unido)	6 meses	(2.6)	10.7	BBB (Reino Unido)	Una recesión breve pero severa en cierto grado. Gran Bretaña enfrentó déficits fiscales y en la cuenta corriente. Esto amplificó las presiones sobre el mecanismo cambiario en Europa a través del cual la libra esterlina estaba vinculada al marco alemán. La recesión también estuvo vinculada a problemas del sector bancario en Estados Unidos y Suecia.
Crisis bancaria nórdica de los primeros años de la década de 1990 (Suecia)	13 meses	(5.6)	8.3	BBB (Suecia)	La ruptura de una burbuja inmobiliaria provocó una crisis de crédito y un desapalancamiento en los países nórdicos. El impacto fue más pronunciado en Suecia.
Crisis económica de México de 1994	9 meses	(15)	ND	AA (México); BB (global)	Años de déficit en el gasto, déficits en la cuenta corriente, y la incertidumbre política sin precedentes detonó una fuga de capitales. Esto debilitó el tipo de cambio fijo, produjo la devaluación del peso, y condujo a una elevada inflación, una crisis bancaria y una recesión. Un préstamo por US\$20,000 millones otorgado por Estados Unidos a principios de 1995 ayudó a resolver la crisis. México pagó el préstamo en 1997.
Crisis de la moneda de Tailandia (1997-1998)	15 meses	(12.5)	ND	AA (Tailandia); BB (global)	Muchos años de rápido crecimiento y la expansión del financiamiento bancario inflaron los valores de los activos y generaron un creciente déficit en la cuenta corriente. La resultante devaluación del baht tailandés desencadenó una crisis financiera regional en los mercados emergentes de Asia oriental. Los peores efectos macro se concentraban en Tailandia, Indonesia, Malasia y Corea del Sur.

TABLA 3 – EJEMPLOS DE PERIODOS DE RECESIÓN Y CRISIS FINANCIERAS Y OPINIÓN DE STANDARD & POOR’S RESPECTO A LOS NIVELES DE ESTRÉS CORRESPONDIENTES. CONTINUACIÓN...

(En Estados Unidos, a menos que se indique lo contrario)

Nombre	Duración (intervalo o meses)	Caída del PIB Real (%)	Nivel máximo de desempleo (%)	Nivel de estrés	Notas
Crisis financiera de Rusia de 1998	12 meses	(9.1)	12.2	A/AA (Rusia); BB (global)	Este evento fue detonado por la caída de los precios de las materias primas (commodities), a raíz de la crisis financiera asiática de 1997, lo que exacerbó la rápida propagación de las presiones fiscales de Rusia. El mercado de valores ruso cayó 75% de enero a agosto. Los rendimientos de los bonos denominados en rublos llegaron a 200%. La inflación alcanzó un nivel de 84%.
Crisis económica de Argentina (1998-2002)	~48 meses	(25)	21	AAA (Argentina); BB (global)	El peso argentino tenía un tipo de cambio fijo frente al dólar. La fortaleza del dólar, los bajos precios de los commodities para las exportaciones de Argentina, y la política fiscal laxa socavaron la capacidad de crecimiento del país, dando lugar a una severa recesión y fuga de capitales. A finales de 2001, el gobierno realizó un canje de deuda asimilable a un evento de incumplimiento (distressed debt exchange), devaluó la moneda y, posteriormente impuso una amplia moratoria sobre el pago de la deuda soberana.
Recesión de 2001	8 meses	(0.3)	6.2	BB (Estados Unidos)	Los escándalos contables de corporativos y la ruptura de la burbuja tecnológica contribuyeron a una recesión moderada.

Las recesiones de Estados Unidos se incluyen a partir de los preceptos de la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER, por sus siglas en inglés) después de 1945; antes de 1945 solo una lista seleccionada. Con base en los datos del PIB anual y de desempleo antes de 1948. ND—No disponible. Fuentes: Oficina Nacional de Investigación Económica, Oficina de Análisis Económico del Departamento de Comercio de Estados Unidos, Oficina de Estadísticas Laboral del Departamento del Departamento de Trabajo de Estados Unidos, Romer, C., Remeasuring Business Cycles, Journal of Economic History, vol. 54 (septiembre de 1994); Barro, J.R. et al., Macroeconomic Crises Since 1870, Working Paper 13940, Oficina Nacional de Análisis Económico, abril de 2008; Bloomberg.

Ciclos internacionales

Los ciclos económicos han coincidido algunas veces en el mundo, mientras que otras veces solo han afectado a un país o región. Los ciclos más recientes han afectado a Estados Unidos y a Europa, aunque ha habido excepciones. La Tabla 4 a continuación revela cómo han afectado los ciclos recientes a varios países al mismo tiempo.

TABLA 4 – BAJAS DEL PIB REAL, 1957-2001

	Estados Unidos	Canadá	Reino Unido	Alemania	Francia	Italia
1957	X		X			
1974-1975	X		X	X	X	X
1980-1982	X	X	X	X		X
1990-1992	X	X	X	X	X	X
2001	X					

Fuentes: Cooper, R. "Beyond Shocks", Banco de la Reserva Federal de Boston (1998).

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 calificadoradora 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 diseminar 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.