



Bombas municipales

Randall Dodd

A EXCEPCIÓN de algunos nombres en común —como el que celebra la película París, Texas—, parecería haber pocas coincidencias entre las ciudades europeas y estadounidenses. Pero las finanzas modernas han dictado otra cosa. A ambos lados del Atlántico, hay gobiernos locales que sufrieron pérdidas devastadoras por contratar derivados parecidos pero complejos.

Estas operaciones fracasaron en parte debido a la crisis económica mundial, que demostró que muchas transacciones supuestamente sólidas eran más riesgosas de lo que creían los municipios. Con frecuencia, gobiernos locales sin gran experiencia financiera contrataron derivados (véase el recuadro) fuera de mercados organizados o sin una central de compensación.

Francia calcula que tiene 1000 ciudades con €1.000 millones en monto nocional de derivados activos (el monto nocional es similar al valor facial de un bono), e Italia, 467 ciudades con €500 millones. No hay datos completos sobre Alemania, pero al menos 50 ciudades tienen derivados nada más que con Deutsche Bank. En Estados Unidos, donde 40 estados autorizaron legislativamente a los municipios el uso de derivados, el monto nocional total estimado de esas transacciones alcanza los US\$250.000 millones a US\$500.000 millones. De un lado y otro del Atlántico hubo desastres financieros que terminaron ante los tribunales. Ciudades y condados de Alabama, California, Ohio y Pensilvania sufrieron cuantiosas pérdidas y, como en Europa, hay muchos municipios que no revelan los malos

resultados, supuestamente para evitar la vergüenza y las consecuencias políticas. Eso significa que no se conoce la magnitud exacta de las pérdidas en ambos continentes.

Algunos municipios se metieron en dificultades simplemente tratando de emitir deuda más barata para atender obligaciones normales, como mejorar las escuelas o las obras sanitarias. Otros intentaron emplear derivados para ocultar sus deudas o déficits presupuestarios. Cuando empezaron los problemas, se vieron en peores aprietos al intentar recuperar las pérdidas contratando derivados más complejos o exóticos, y más riesgosos.

Arbitraje clásico

La mayoría de los gobiernos contrataron derivados conocidos como swaps para abaratar el endeudamiento. Un swap representa un intercambio de una corriente fija por una corriente variable de ingresos. Los problemas surgieron cuando los municipios emitieron bonos con una tasa de interés flotante y contrataron, a través de un banco comercial o de inversión, un swap por una tasa fija, presuntamente más baja que la que habría pagado el municipio si hubiera emitido sencillamente un

A ambos lados del Atlántico, los gobiernos locales que contrataron derivados tuvieron problemas financieros

¿Qué es un derivado?

Un derivado es un contrato financiero cuyo valor se deriva —de ahí su nombre— de un elemento de referencia, que puede ser una acción, un bono, una moneda o una tasa de interés. Los contratos de futuros, las opciones y los swaps son algunos de los derivados más conocidos. Algunos se negocian en mercados organizados; otros son extrabursátiles. Se emplean a menudo para protegerse de un riesgo.

bono a tasa fija (endeudamiento a tasa fija sintética). Aunque la intención era convertir una tasa variable en una tasa fija, lo que estuvo en juego en realidad fueron dos pagos variables: la tasa flotante que pagó el municipio por los bonos y el pago flotante que recibió del operador según la tasa del swap. La diferencia prevista entre ambas tasas flotantes supuestamente iba a ahorrarles a los municipios entre 0,5 y 1,5 puntos porcentuales de la deuda.

Esta es una estrategia empleada comúnmente desde hace mucho tiempo por empresas no financieras. Pero en este caso la tasa flotante de los bonos municipales se desfasó de la tasa de referencia que fijaba los pagos provenientes del swap vendido por el operador. En condiciones normales, ambas fluctúan muy de cerca, pero en una crisis, cuando las presiones del mercado las afectan de distinta manera, divergen drásticamente. La posibilidad de que ocurra esa situación se denomina riesgo “de base”. Cuando las tasas de interés dejaron de fluctuar al unísono, los municipios ahorraron menos en intereses y con frecuencia comenzaron a sufrir pérdidas.

Entre 2002 y fines de 2007, hubo un diferencial relativamente fiable entre la tasa de oferta interbancaria de Londres (LIBOR) —una referencia comúnmente utilizada para los bonos municipales— y el índice de la Asociación de la Industria de Valores y los Mercados Financieros (SIFMA, por sus siglas en inglés), utilizado a menudo para calcular la tasa de swaps municipales. Pero entre 2008 y marzo de 2009, el diferencial adquirió una volatilidad alarmante (véase el gráfico) y los municipios terminaron pagando más —generalmente, mucho más— de lo que tenían previsto.

Las complicaciones se multiplicaron en los casos en que las tasas variables a largo plazo de los bonos municipales no

estaban ligadas a una tasa de referencia, sino que se fijaban directamente en subastas semanales o mensuales en el mercado. Al desfase entre cada tasa de financiamiento decidida por el mercado y las tasas de referencia se sumó el hecho de que muchas de las subastas fracasaron durante la crisis financiera mundial porque ni siquiera compraban los propios intermediarios colocadores, que se encontraban atados de manos por la falta de capital y las dificultades de financiamiento. Cuando fracasaba la subasta, las tasas se disparaban por acción de cláusulas contractuales que penalizaban precisamente esa eventualidad.

Una estrategia pensada para ahorrar intereses no tuvo debidamente en cuenta el riesgo de base, es decir, que los diferenciales pueden ampliarse. Estas transacciones ocurrieron tras un período de poca volatilidad en las tasas de interés, que se suponía iba a perdurar. Ahora está claro que el pasado no constituye una buena guía para el futuro, y que el ahorro previsto no era suficiente a la luz de un indicador adecuado del riesgo.

Anticipos en efectivo

Los municipios también emplearon swaps de tasas de interés para recibir anticipos en efectivo y cancelar deudas o saldar gastos corrientes, a cambio de una tasa de interés más alta. Generalmente, el valor justo de mercado de estos swaps es el mismo para ambas partes al comienzo de la operación. Pero si un gobierno municipal se compromete a una tasa fija superior a la vigente en el mercado, el vendedor le paga al comienzo de la operación el equivalente de esos pagos futuros más altos. Si el sistema contable municipal es en base caja, y no en base devengado, esa transacción no se registra como deuda pública aunque el municipio, en la práctica, contrajo una deuda. Esto distorsiona la situación financiera que declara el municipio.

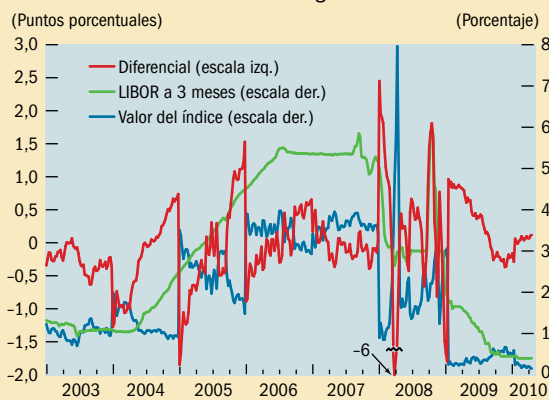
Operaciones exóticas

El tercer caso —y a veces el más dañino— ocurrió con derivados más complejos o exóticos. Hubo municipios que intentaron resarcirse de las pérdidas sufridas con otras operaciones de derivados, o sencillamente obtener más rentabilidad de sus tenencias de efectivo mientras las tasas de interés estaban bajas, contratando swaps de vencimiento constante, swaptiones y “bolas de nieve”. Más complejos y opacos, estos instrumentos son más difíciles de valorar, y sus riesgos no están tan claros. Además, su finalidad principal no suele ser cubrirse frente al riesgo, sino generar un ingreso más alto asumiendo un riesgo mayor. Un interrogante clave es si estaban correctamente valorados.

En un swap de vencimiento constante, el pago de un participante está basado en una tasa de referencia a corto plazo, como la LIBOR a tres meses, más un diferencial, en tanto que la otra parte paga en cada vencimiento, digamos, la tasa a 10 años vigente para los swaps mientras el swap esté activo. Básicamente, se trata de una apuesta sobre la pendiente de la curva de rendimientos, que traza la relación entre el ingreso que genera una inversión y su vencimiento. En épocas normales, el rendimiento es más bajo cuanto más próximo esté el vencimiento, y la pendiente sube (debido a una combinación

Cuando divergen las tasas

El diferencial entre los índices LIBOR y SIFMA se mantuvo constante entre 2006 y 2008, pero luego entró en una etapa de volatilidad, afectando las tasas de los títulos municipales basadas en ese diferencial e incrementando sustancialmente los costos de los gobiernos locales.



Fuentes: Junta de la Reserva Federal de Estados Unidos y Asociación de la Industria de Valores y los Mercados Financieros (SIFMA, por sus siglas en inglés). La tasa de oferta interbancaria de Londres (LIBOR) es la tasa que los bancos se cobran entre sí por colocaciones a corto plazo. Se la emplea a menudo como referencia para deudas con tasa flotante, incluidas muchas obligaciones emitidas por municipios. El índice SIFMA sirve muchas veces de referencia para la tasa variable que les pagan los operadores a los municipios en swaps de tasas de interés.

de factores de riesgo que aumentan a lo largo del tiempo). El principal argumento para vender estos instrumentos era que, cuando la tasa de referencia estaba alta, el pago neto entre ambas partes sería prácticamente cero. Si el banco central recortaba las tasas a corto plazo, la curva de rendimientos probablemente se empearía porque las tasas a largo plazo no bajarían en la misma proporción. El swap le generaría al municipio una corriente de efectivo. Pero durante la crisis financiera cayeron las tasas tanto a corto como a largo plazo, y la pendiente de la curva se aplanó. No más que en Pensilvania, 27 distritos escolares perdieron supuestamente dinero por este tipo de contrato desde 2006.

Las pérdidas causadas por muchas de estas operaciones de derivados crearon graves problemas en los gobiernos locales.

Una variante compleja de estos swaps es un derivado exótico conocido como “bola de nieve”, que provocó pérdidas en ciudades como Pforzheim, en Alemania, y St. Etienne, en Francia (que también sufrió cuantiosas pérdidas en swaps de divisas en libras esterlinas y francos suizos). El valor de las bolas de nieve también se deriva de la diferencia entre las tasas de interés a corto y a largo plazo, pero en esta variante el pago de un período no puede ser inferior al pago anterior. Eso significa que un movimiento desfavorable de las tasas de interés, por más que sea pasajero, incrementa todos los pagos siguientes hasta el vencimiento del contrato, que puede durar décadas. Es un buen negocio para la parte favorecida, que rara vez resultó ser un municipio.

Un ejemplo de los tres problemas

En Estados Unidos, el condado de Jefferson, en Alabama, intentó hacer tres cosas al mismo tiempo: reducir los costos en intereses, obtener fondos por adelantado y generar un ingreso extra. El condado, con menos de 700.000 habitantes, contrató 17 swaps con un valor nominal combinado de US\$5.800 millones y vencimientos a 39 años. No solo perdió US\$277 millones, sino que aparentemente esas operaciones generaron comisiones excesivas por alrededor de US\$100 millones.

Uno de esos swaps muestra cómo la complejidad puede producir una comprensión asimétrica de la valoración —es decir, un participante sabe más que el otro sobre la transacción— que la distorsiona. El swap en cuestión estaba diseñado para generarle un anticipo de US\$25 millones, más ingreso extra, al condado de Jefferson, que asumió una tasa de interés con un riesgo mayor para obtener ingresos más elevados. Los pagos del swap, basados en principal con un valor nominal de US\$1.880 millones, eran la diferencia neta entre la tasa LIBOR a un mes multiplicada por 0,67% (que pagaría el condado) y la tasa LIBOR a un mes, multiplicada por 0,56%, más 0,49% del principal (que percibiría). La fór-

mula equivale a que el condado pague la tasa LIBOR multiplicada por 0,11% (0,67% menos 0,56%) y reciba un pago fijo de 0,49%.

Dado que las condiciones del contrato estaban expresadas como porcentajes de tasas de interés, la operación es más difícil de comprender. Consideremos el siguiente caso de ingeniería financiera inversa, que supone un vencimiento a 10 años porque ese dato no es de dominio público. Las condiciones son idénticas —y la transacción es más comprensible— multiplicando por 10 las tasas de interés y reduciendo proporcionalmente el principal. En este caso, el condado paga la diferencia de la tasa LIBOR multiplicada por 1,1, multiplicada por US\$188 millones de valor nominal del principal, menos 4,9%. La tasa estándar fija a 10 años de un swap de tasas de interés con referencia a la LIBOR en junio de 2004, cuando se concretó la operación, le habría permitido al condado pagar la tasa LIBOR pura y recibir 5,23% del principal. A la tasa de swaps vigente en ese momento, la LIBOR multiplicada por 1,1 que pagaba el condado habría tenido como contraparte una tasa de 5,75%; es decir, 0,85 punto porcentual más que el 4,90% que percibía.

El operador del swap, por el contrario, recibió estos pagos más altos. Después de pagarle al condado 4,9%, se aseguró un rendimiento prácticamente libre de riesgo de 0,85% sobre un principal de US\$188 millones. En junio de 2004, el valor presente de ese rendimiento hubiera ascendido a US\$125 millones; es decir, el operador le habría pagado un anticipo de US\$25 millones al condado de Jefferson y habría obtenido una utilidad de US\$100 millones. El único riesgo para el operador era el riesgo de “crédito” de que el condado de Jefferson o la contraparte del otro swap no pagaran. El condado, por su parte, tomó una tasa de interés muy riesgosa y con una tasa de rendimiento inferior a la de mercado.

Esta transacción ilustra la venta de derivados complejos y fallas de transparencia fuera de mercados organizado a municipios poco avezados. También muestra cómo se puede redactar un contrato ocultando la dinámica económica fundamental.

Las pérdidas causadas por muchas de estas operaciones de derivados crearon graves problemas en los gobiernos locales. St. Etienne, Pforzheim y el condado de Jefferson tuvieron que bajar el gasto considerablemente, recortando servicios y posponiendo o limitando la inversión pública en infraestructura, lo cual desaceleró la actividad económica real.

Para evitar operaciones que no entienden, los municipios deberían estar obligados a consultar a asesores verdaderamente independientes capaces de analizar el riesgo y efectuar una valoración independiente, pagándoles honorarios fijos, no un porcentaje de la transacción. Los operadores de derivados deberían actuar con responsabilidad fiduciaria, y estar obligados a certificar la idoneidad de las transacciones ante los municipios y asegurar su transparencia. Además, es necesario actualizar las reglas contables de los gobiernos para incluir el uso de derivados en las finanzas municipales. ■

Randall Dodd trabajó como Experto Principal Financiero en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.