

Derivaciones municipales

En Estados Unidos, los mercados de bonos estatales no están aislados entre sí, pero sí están aislados del mercado de bonos federales

*Rabah Arezki,
Bertrand Candelon
y Amadou N.R. Sy*

EN ESTADOS UNIDOS, el mercado de bonos municipales a menudo ha sido considerado por los inversionistas individuales como un refugio seguro (véase el recuadro). Los 45.000 emisores de bonos de ese país incluyen gobiernos estatales y locales, distritos escolares y entes que prestan servicios de agua que colocan sus títulos de deuda en el denominado mercado de bonos municipales. Todos ellos son pagadores fiables. Solo 54 incurrieron en cesación de pagos entre 1970 y 2009 (Moody's, 2010). El último estado que lo hizo fue Arkansas, en 1933, durante la Gran Depresión. En la historia se han registrado solo unos pocos casos de incumplimiento de un estado, 10 de ellos tras la Guerra Civil y 8, más el entonces territorio de Florida, durante las décadas de 1830 y 1840 (Ang y Longstaff, 2011).

Pero recientemente la seguridad de ese mercado ha sido puesta en duda, especialmente en el caso de sus mayores emisores, como algunos estados, Puerto Rico y la ciudad de Nueva York. El derrumbe del mercado de la vivienda, la crisis financiera y la recesión devastaron los ingresos impositivos de los gobiernos estatales y locales y generaron preocupantes seña-

les de inestabilidad: ha aumentado la volatilidad, así como también el diferencial entre las tasas medias de los bonos municipales y las de los títulos del Tesoro estadounidense (véase el gráfico), mientras que en épocas normales, gracias a los beneficios impositivos que reciben, los bonos municipales suelen pagar tasas más bajas que los emitidos por el gobierno federal. Los costos de endeudamiento, ahora mayores para los estados, reflejan la preocupación acerca de sus ingresos futuros y obligaciones de pago de pensiones, entre otras cosas. Pero lo que quizás agrava las perspectivas para los inversionistas es que, a diferencia del régimen previsto para las municipalidades, no existe un mecanismo de quiebra que rijan los casos de incumplimiento de un estado, que podría repudiar su deuda. Conforme a la undécima enmienda de la Constitución de Estados Unidos, los estados tienen la misma inmunidad soberana que los países, y solo se les puede iniciar un juicio mediando su consentimiento.

Durante más de tres años, los estados han tomado una serie de medidas para equilibrar su presupuesto tanto a corto como a largo plazo, bajando el gasto, aumentando impuestos, tomando deuda y recurriendo a la ayuda del gobierno federal. No obstante, crece el temor de que si un estado cayera en incumplimiento —y muchos enfrentan graves problemas fiscales— los efectos salpicarían a otros títulos municipales e incluso afectarían el mercado de títulos federales. Además, ya sin margen para efectuar más

Edificio del Capitolio estatal, Olympia, Estado de Washington.

ahorros, los estados recortan ahora los fondos para sus ciudades, condados y distritos escolares. Los consiguientes despidos podrían frenar la aún frágil recuperación de la economía nacional.

La reciente rebaja de la calificación crediticia de Estados Unidos, de AAA a AA+, por parte de Standard & Poor's, añade preocupación. Aunque hasta ahora tuvo un efecto escaso, si no nulo, sobre los títulos del Tesoro, ha acrecentado la inquietud de los inversionistas respecto a los posibles efectos de una conmoción financiera a nivel federal sobre los mercados de bonos estatales. Además, la perspectiva de un mayor ajuste del presupuesto federal podría erosionar aún más las ya precarias finanzas de los estados.

En un estudio reciente (Arezki, Candelon y Sy, 2011), analizamos dos cuestiones, poniendo el foco en los mayores emisores en el mercado de bonos municipales. Se estudió la propagación de efectos indirectos dentro de ese mercado, en particular si un shock de los bonos de un estado puede afectar los títulos de otros estados (en

El mercado de bonos municipales de Estados Unidos

Los bonos municipales son títulos de deuda emitidos por estados, ciudades, condados y otros entes gubernamentales para financiar proyectos de capital —como la construcción de escuelas, carreteras o sistemas de alcantarillado— y proveer fondos para las actividades cotidianas. Los títulos a corto plazo tienen un vencimiento de uno a tres años, y los de largo plazo generalmente tardan más de una década en vencer. Alrededor de dos tercios de los aproximadamente US\$2,8 billones de bonos municipales en circulación están en manos de inversionistas individuales, ya sea en forma directa o indirecta a través de fondos mutuos y demás inversiones (www.sec.gov).

Quienes invierten en bonos municipales obtienen una serie de beneficios, como pagos de intereses generalmente exentos del impuesto federal sobre la renta y también de impuestos estatales y locales para los residentes del estado emisor. Debido a esos beneficios, la tasa de interés de los bonos suele ser menor que la de los títulos de renta fija gravados, como los bonos de empresas. Los dos tipos de bonos municipales más comunes son los “bonos de obligación general” (sin garantía, respaldados por la “plena fe y crédito” del emisor) y los “bonos de ingresos” (respaldados por las rentas de un determinado proyecto o fuente específica). Asimismo, los prestatarios municipales a veces emiten bonos en nombre de entidades privadas, como universidades u hospitales sin fines de lucro. Estos prestatarios “vehiculizados” generalmente se comprometen a pagar la deuda al emisor municipal, que es quien abona los intereses y el capital sobre los bonos.

El servicio de la deuda representa una parte relativamente pequeña de la mayoría de los presupuestos gubernamentales, excepto para unos pocos gobiernos estatales que emiten deuda a largo plazo para financiar sus operaciones corrientes. La dependencia de un financiamiento mediante déficit es una de las razones por las cuales California, Illinois y Arizona son los tres estados de más baja calificación, según Moody's.

adelante, situación denominada “derrame”). También se estudiaron los efectos indirectos entre los mercados de bonos estatales y el mercado de títulos del Tesoro de Estados Unidos, así como la forma en que se transmiten los shocks entre los dos mercados.

Se observó que entre la mayoría de los mercados de bonos estatales se producía un derrame de signo negativo que determina una “huída hacia la calidad”. Es decir, un shock negativo para los títulos de un estado generalmente reduce los costos de endeudamiento de los demás estados del país. En general, no se observan efectos sustanciales de derrame entre shocks originados en títulos estatales y en los mercados federales, excepto en el caso de algunos grandes emisores.

Efectos indirectos o de “derrame”

La bibliografía sobre los efectos de derrame en los mercados financieros es abundante, pero hasta ahora se ha centrado principalmente en los producidos entre países. En este estudio se analizaron los efectos dentro de los mercados de bonos y entre dichos mercados, a distintos niveles de gobierno, en el caso de Estados Unidos.

Para estudiar los efectos de derrame en los mercados estadounidenses de bonos estatales y federales (títulos del Tesoro), realizamos pruebas empíricas para comprobar si un shock propio de un mercado se transmite a los demás. Nuestras pruebas fueron ajustadas para reflejar la mayor volatilidad observada durante la crisis financiera, a partir de 2008 (Forbes y Rigobon, 2002).

Existen obvias vinculaciones entre los estados, así como entre estos y el gobierno federal, como lo refleja el pago de transferencias. Esas vinculaciones podrían esgrimirse para explicar los efectos indirectos entre diversos tipos de bonos, pero también intervienen otros factores más complejos, como la psicología del inversionista. Por lo tanto, nos concentramos en describir la naturaleza de los efectos de derrame en lugar de tratar de hallar una explicación específica.

Los resultados indican que durante un período de volatilidad los inversionistas buscan inversiones municipales más seguras, en una huída hacia la calidad similar a la que se produce durante las crisis financieras cuando los inversionistas (nacionales y extranjeros) priorizan más la seguridad que el rendimiento de

Tiempos de volatilidad

La crisis financiera mundial de 2008 acrecentó la volatilidad del mercado de bonos municipales de Estados Unidos. Pese a sus beneficios impositivos, los bonos a 10 años a veces tuvieron rendimientos superiores al de los títulos del Tesoro. (rendimiento, porcentaje)



Fuente: Haver Analytics.

sus fondos y compran títulos del Tesoro de Estados Unidos, tradicionalmente considerados como una de las inversiones más seguras del mundo. Es decir, al aumentar los costos de endeudamiento para un estado, mejoran los de otros estados que planteen un menor riesgo. Observamos que unos pocos entre los mayores emisores municipales —como los estados de California (el mayor de todos), Georgia y Maryland, y la ciudad de Nueva York— salen beneficiados cuando otros estados sufren problemas (es decir, el derrame es de signo negativo). Pero en otros pocos, como Connecticut y Florida, la correlación es positiva, es decir, sus títulos sufren cuando otro estado está en problemas. La razón de esta diferencia debe ser objeto de futuros estudios. En términos generales, sin embargo, hasta ahora los inversionistas no han castigado a la mayoría de los estados del país cuando crece la tensión en el mercado de bonos de otro estado.

¿Quiénes sufren el efecto?

Pero cuando se trata de la relación entre los mercados de títulos municipales y los títulos del Tesoro la situación es algo distinta. En general, no observamos un derrame sustancial entre los shocks originados en títulos estatales y los mercados federales, excepto en el caso de unos pocos grandes emisores, cuyas dificultades pueden propagarse al mercado federal. De hecho, se evidenció un derrame de signo positivo —si bien por debajo del nivel convencional de significación— entre los títulos del Tesoro estadounidense y los mercados de Nueva Jersey, Texas, el estado de Washington y la ciudad de Nueva York, esta última con el resultado más contundente. Pero en el caso de California, el mayor emisor de bonos municipales de Estados Unidos, observamos un derrame de signo negativo con el mercado de títulos del Tesoro. Nuestros resultados indican que los rendimientos de los bonos emitidos por ese estado y los correspondientes a los títulos del gobierno federal se mueven significativamente en direcciones opuestas después de un shock. En general, se observa que solo en unos pocos estados importantes los mercados de bonos están ligados al de títulos del Tesoro, cuya inestabilidad puede aumentar si uno de esos estados sufre un shock. Los resultados fueron ajustados en función de la posibilidad de que en esas relaciones incidieran otros factores y se llegó a la conclusión de que las observaciones eran robustas.

Un interrogante pendiente era si el derrame entre el mercado de bonos municipales y el de bonos del Tesoro es de corto o de largo plazo, o ambos. También era necesario separar los shocks según su dirección, es decir, si se propagaban desde el mercado del Tesoro a los mercados municipales o viceversa. Las consecuencias para las políticas pueden ser bastante diferentes.

Las pruebas empíricas utilizadas para determinar los derrames no dicen mucho acerca de la dirección que sigue la transmisión de los shocks. El método tampoco permite determinar si el efecto es de corto o de largo plazo. Para explorar este aspecto, utilizamos una prueba de causalidad que nos permitió establecer en qué sentido se transmiten los shocks y si tienen un efecto a corto o a largo plazo (Breitung y Candelon, 2006).

De un modo u otro

Usando esa prueba, observamos que el mercado de bonos del Tesoro causa de forma directa variaciones en los mercados de bonos

municipales tanto en el corto como en el largo plazo. Hay también cierta evidencia de una relación de causalidad desde el mercado de bonos municipales al del Tesoro, pero solo de largo plazo.

Según el efecto de derrame entre los estados y entre los mercados de títulos estatales y federales sea de signo positivo o negativo, las reformas estructurales que tienen un impacto beneficioso en el presupuesto federal a largo plazo también tenderían a favorecer o a agravar las condiciones de endeudamiento para los estados. Análogamente, las reformas a nivel de los estados contribuirían a reducir o a elevar el costo de endeudamiento para el gobierno federal.

Del análisis realizado pueden extraerse lecciones de política potencialmente importantes, que no se limitan a Estados Unidos. Los países que tienen mercados desarrollados para los títulos emitidos por los estados o provincias no deberían preocuparse solo por los posibles efectos indirectos provenientes de países vecinos, deberían también investigar exhaustivamente la naturaleza del derrame entre los diversos mercados subfederales de bonos y entre estos y el mercado de bonos federales. Es necesario diseñar las políticas de gestión del riesgo tomando en cuenta esos vínculos y adaptarlas a su evolución.

Se debate hoy intensamente si Europa necesita más federalismo fiscal y si la emisión de un eurobono común ayudaría a las economías de la zona del euro debilitadas. Pero es importante reflexionar sobre el impacto que tendría ese federalismo fiscal en los vínculos entre los mercados de bonos de las economías de la región. Según se desprende de este estudio, los mercados de bonos estatales de Estados Unidos no son proclives al contagio sino a la huída hacia la calidad, lo cual implica que los problemas de un estado no agravan la situación de otros estados y por ende no aumentan el riesgo sistémico. ¿Sería este un subproducto de un mayor federalismo fiscal? Quizá, pero el mayor grado de federalismo fiscal existente en Estados Unidos aún no ha logrado aislar completamente al mercado de bonos municipales de la influencia del mercado de títulos del Tesoro. ■

Rabah Arezki es economista del Instituto del FMI y Amadou N.R. Sy es Subjefe de División del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI. Bertrand Candelon es Profesor de Economía Monetaria Internacional en la Universidad de Maastricht.

Referencias:

- Ang, Andrew, y Francis Longstaff, 2011, "Systemic Sovereign Credit Risk: Lessons from the U.S. and Europe", NBER Working Paper No. 16982 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Arezki, Rabah, Bertrand Candelon y Amadou Sy, 2011, "Spillover Effects from the Munis", IMF Working Paper de próxima publicación (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Breitung, Jörg, y Bertrand Candelon, 2006, "Testing for Short- and Long-Run Causality: A Frequency Domain Approach", *Journal of Econometrics*, vol. 132, págs. 363–78.
- Forbes, Kristin J., y Roberto Rigobon, 2002, "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements", *Journal of Finance*, vol. 57, No. 5, págs. 2223–61.
- Moody's Investors Service, 2010, "U.S. Municipal Bond Default and Recoveries, 1970–2009", *Comentario especial (febrero)*.