

EEUU

Observatorio Económico

23 de noviembre de 2010

Análisis Económico

Marcial Nava

marcial.nava@bbvacompass.com

Jason Frederick

jason.frederick@bbvacompass.com

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Deuda pública estatal y local

Parece que los temores de impago de la deuda municipal son exagerados

- Los Gobiernos estatales y locales disponen de la flexibilidad necesaria para evitar la quiebra
- Prevedemos un aumento en los impagos de los bonos municipales que pueden llegar a un máximo de 20 mil millones de dólares; una cifra fácilmente gestionable
- El riesgo sistémico es limitado por la complejidad y fragmentación de la deuda tributaria

Introducción

En las pasadas semanas, la rentabilidad de los bonos municipales aumentó hasta llegar, en cuatro meses, a alcanzar niveles máximos. Esta tendencia podría reflejar un incremento abrupto de la oferta, una revisión al alza de las expectativas de inflación y un aumento de los temores a impagos masivos. Mientras que resulta difícil aislar la repercusión individual de cada factor, en nuestro escenario base, el 7% de estos bonos, que ascienden a aproximadamente 20 mil millones de dólares (mmd), podrían incurrir en impago. La probabilidad de que se produzca una crisis sistémica debido a tales impagos es, sin embargo, limitada.

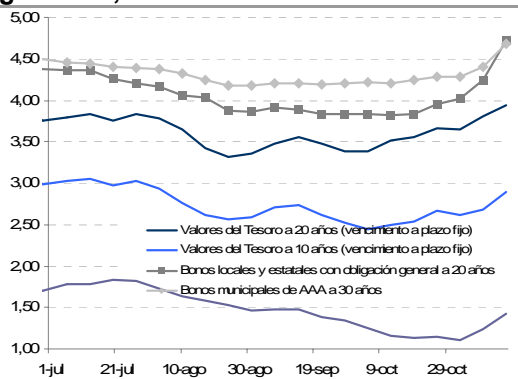
Incremento de la oferta, caída de precios y aumento de la rentabilidad

Para poder abordar el gran déficit fiscal proyectado, los estados y municipalidades siguen emitiendo cantidades importantes de bonos convencionales. Si la oferta se viera incrementada repentinamente, en las condiciones estrictas de mercado (tal como lo estamos viviendo en los últimos meses), los inversionistas deberán mostrarse indulgentes respecto a rentabilidades más altas a la hora de comprar estos bonos, de forma que el mercado pueda digerir con rapidez las nuevas emisiones.

Habitualmente, estos bonos exentos de gravamen federal resultan atractivos para personas con ingresos altos. Los inversionistas minoristas aportan en torno al 70% del volumen total y 80% del volumen comercial. Por ello, un incremento brusco en la emisión podría tener un efecto importante en la rentabilidad si los inversionistas muestran reticencias para absorber el exceso de oferta. Sin embargo, pese al fuerte repunte de la emisión, el incremento de la rentabilidad ha sido relativamente moderado ya que el programa de bonos Build America Bonds (BAB) contuvo las presiones al incluir en la base de inversionistas a corporaciones, extranjeros y pensiones. Este programa se creó de acuerdo a la Ley de Recuperación y Reinversión de EEUU y proporciona un subsidio del 35% de costos de interés del gobierno federal con el fin de ayudar a los gobiernos estatales y locales a financiar nuevos proyectos de capital a bajo costo. Entre abril de 2009 y octubre de 2010, se han producido más de 150 mmd en emisiones de bonos, lo cual representa alrededor del 21% del mercado de bonos municipales. Este programa se ha creado con vencimiento a finales de 2010. Es por ello que los estados y municipalidades se han dado prisa en aprovechar este mercado antes de que finalice el año, lo cual ha inflado la oferta. El vencimiento del programa volverá a desplazar la emisión de deuda municipal hacia el mercado convencional e inversionistas tradicionales y, por ende, es posible que aumenten los problemas relacionados con la sobreoferta. Este riesgo explica parcialmente por qué la administración desea ampliar este programa e incluir más tipos de uso elegibles.

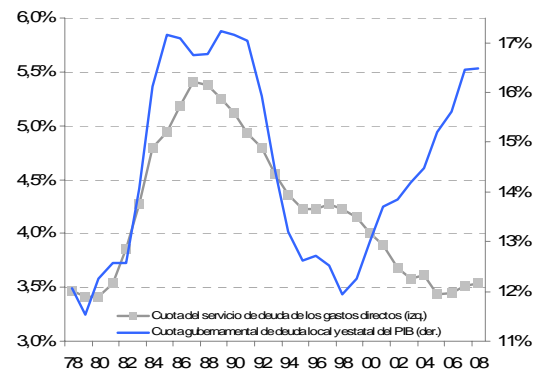
¹ Para obtener información más detallada, consulte la edición de Situación Regional de EEUU del cuarto trimestre de 2010

Gráfica 1
Rentabilidad de los bonos emitidos por el gobierno, 2010 %



Fuente: Wall Street Journal, Reserva Federal / Haver Analytics

Gráfica 2
Deuda pública estatal y local



Fuente: Federal Reserve, BEA, Censo / Haver Analytics

Efectos de la FC2

Otro posible impulsor del reciente aumento en la rentabilidad podrían ser las fuertes revisiones en las previsiones de crecimiento e inflación. Después de que la Reserva Federal anunciara la segunda ronda del programa de Compras de activos a gran escala, probablemente la mayor incertidumbre llevó a los inversionistas a alejarse de los valores a más largo plazo y dirigir sus miras hacia efectos a más corto plazo. Este movimiento podría reflejar una revisión al alza del crecimiento económico y de las expectativas de inflación. De hecho, el incremento en la rentabilidad no sólo se experimentó en los bonos municipales, sino también en valores del Tesoro a más largo plazo y en bonos indexados a la inflación. Un patrón tal sugiere que el poco apetito que muestran los inversionistas por la deuda municipal no es distinto del que se muestra para valores similares y que el origen de esta percepción de riesgo mayor refleja los ajustes continuados en las perspectivas macroeconómicas. De acuerdo a nuestras previsiones, las perspectivas de una mayor inflación y crecimiento podrían suponer del 16 al 50% del reciente incremento en la rentabilidad.

Temor al impago

El tercer elemento que se esconde tras una creciente rentabilidad está relacionado con la débil condición de las finanzas estatales y locales. Este estrés fiscal ha incrementado la posibilidad de una oleada masiva de morosidad en la deuda. De acuerdo con nuestro análisis, los riesgos siguen siendo limitados y no es probable que se produzca una crisis sistémica.

Las finanzas estatales y locales siguen estando sometidas a presiones considerables y parece que estas condiciones tienden a empeorar ya que la ayuda federal se reduce y el crecimiento económico sigue siendo lento. La Ley de Recuperación y Reinversión de EEUU incluyó alrededor de 280 mmd para que se inyectaran en estados y municipalidades. Entre 2009 y 2010, estos dólares han contribuido a saldar aproximadamente el 50% del déficit presupuestario, pero estos recursos se agotarán pronto y los desfases presupuestarios se mantendrán elevados, a más de 120 mmd para 2011-12. Además, los retos para mediano y largo plazo relacionados con pasivos infradotados están en aumento.¹

En estos momentos, sin embargo, los niveles de deuda y pagos de servicios son por lo general gestionables, tal como ilustra la Gráfica 2. La tasa de deuda pública estatal y local en relación con el PIB es del 16%, del cual, menos del 1% tiene un vencimiento de 13 meses o menos. Por otra parte, la tasa de pagos de intereses sobre la deuda general en relación con los ingresos totales de fuentes propias se sitúa en un promedio del 5%, y solamente 3 estados y 6 gobiernos locales tienen una tasa por encima del 8%. Como cuota de los gastos, los intereses sobre la deuda general han alcanzado un mínimo histórico. Por ello, aunque sea poco probable que un gobierno estatal incumpla, la perspectiva para los gobiernos locales es elevadamente incierta.

Tanto los gobiernos estatales como los locales pueden garantizar su deuda con un aval de "obligación general" (OB) que les permita utilizar su capacidad para crear ingresos, lo cual incluye establecer impuestos, para subsanar la deuda. Sin embargo, algunos bonos municipales que financian el desarrollo industrial, universidades privadas, hospitales, proyectos inmobiliarios y promoción de terrenos no estarán respaldados por el aval de OB y, por ello, tienen más factores de riesgo y tasas más altas de impago. Como obligación general, la deuda municipal se emite para financiar proyectos de capital a largo plazo, el riesgo de impago es bajo y la tasa de recuperación es relativamente alta.

Para ilustrar el relativamente bajo riesgo de la deuda municipal, Moody's registró sólo 54 impagos entre 1970 y 2009 respecto a sus títulos municipales con calificación y solo tres de estos impagos estaban respaldados por avales de obligación general. Como existen muchos emisores de deuda municipal y el sector está fragmentado, una evaluación del riesgo completa debería considerar los valores municipales sin calificación. Por ejemplo, Standard and Poor's registró 137 impagos de títulos con calificación y 780 impagos de títulos sin calificación durante los años 90.

Nuestra visión es que el número total de impagos municipales se incremente a niveles sin precedentes pese a los mínimos históricos que registró la tasa de impagos. En nuestro escenario macroeconómico de referencia, durante los próximos 2 años, la tasa de impagos podría elevarse más de siete veces, hasta un 0.74% con respecto al promedio durante 10 años del 0.10%. Este salto, además de provocar una oleada de rebajas, conlleva un impago de aproximadamente 20 mmd de capital, lo que equivale al 0.13% del PIB.

A modo de comparación, Standard and Poor's registró 917 impagos municipales durante los años 90 que ascendía a 9.8 mmd de capital. Nuestra perspectiva simulada no tiene en cuenta todos los tipos de rescate federal. No obstante, cuando consideramos la tasa de recuperación histórica de casi el 70%, la pérdida neta no sobrepasaría los 7 mmd. Incluso si asumimos una tasa de recuperación más lenta, la pérdida neta seguiría siendo gestionable. Además, los bancos comerciales retienen menos del 10% de la deuda municipal total y de los préstamos. Por ello, los impagos esperados no provocarán una crisis sistémica.

Gráfica 3
Tasas de impago acumuladas de deuda municipal (%)

Año	Grado de inversión		Grado especulativo		Todos calificados	
	Sin OB	OB	Sin OB	OB	Sin OB	OB
1	0.00	0.00	1.55	0.01	0.02	0.00
2	0.01	0.00	2.77	0.01	0.04	0.00
3	0.03	0.00	3.75	0.01	0.07	0.00
4	0.04	0.00	4.57	0.01	0.09	0.00
5	0.05	0.00	5.29	0.01	0.11	0.00
6	0.07	0.01	5.93	0.01	0.12	0.01
7	0.08	0.01	6.48	0.01	0.14	0.01
8	0.09	0.01	6.90	0.01	0.16	0.01
9	0.11	0.01	7.20	0.01	0.18	0.01
10	0.13	0.01	7.37	0.01	0.19	0.01

Fuente: Moody's

Gráfica 4
Bonos impagados en el índice de bonos municipales de S&P/Investortools, 31 de agosto de 2010

Componentes del índice a		
fecha:	31/12/2009	31/8/2010
Número total de operaciones con bonos impagadas:	156	173
Valor nominal total:	5.14 mmd	5.93 mmd
% del valor de mercado del índice:	0.42	0.47

Sectores más destacados
(Número de bonos impagados)

Bonos de ingresos (desarrollo industrial y económico)	44	33
Atención médica	20	19
Garantizados con propiedad	54	73
Multifamiliar	16	19
Tribal indio	1	2

Fuente: Standard and Poor's

Consideraciones legales respecto a los impagos estatales y municipales

La Undécima Enmienda de la Constitución estadounidense impide que los ciudadanos utilicen los tribunales federales para obligar a los estados a cumplir sus contratos. Al contrario de lo que ocurre con corporaciones o individuos que declaran la quiebra ante los tribunales, esta enmienda ha dotado de flexibilidad a los estados para que negocien directamente con los tenedores de bonos. Solamente las constituciones y leyes estatales pueden establecer el marco legal para la recuperación de la deuda en el caso de impago por parte de un gobierno estatal, y muchos estados definen los derechos de los acreedores en sus constituciones. Se puede desempolvar una gran cantidad de jurisprudencia de los 16 grados diferentes de impago estatal entre 1840 y 1890. Sin embargo, todo ha cambiado mucho desde que Edison inventó el fonógrafo.

El único impago público estatal del siglo XX ocurrió tras la Gran Depresión en 1933. Arkansas absorbió una cantidad desorbitante de deuda en infraestructuras que no se pudo satisfacer con los ingresos estatales. Consecuentemente, el estado incumplió pagos y fue rescatado por un programa federal de la Administración de Hoover. No obstante, al final, los acreedores recibieron la totalidad del pago. La lección fue dura y los estados contemplaron los impagos con recelo, ya que aportan beneficios inmediatos, pero altos costos económicos y políticos a largo plazo. Además, siempre que se deterioran las condiciones, el gobierno federal dispone de la opción de proporcionar asistencia discrecional a los gobiernos estatales.

El requisito de que el presupuesto sea equilibrado constituye un elemento fundamental para prevenir los impagos estatales. De acuerdo a la legislación estatal, todos los estados salvo uno (Vermont) están obligados a equilibrar sus presupuestos. Estas normas implican que las asambleas legislativas o el Gobernador con capacidad especial deberán implementar un recorte del gasto o incrementos fiscales si fuera necesario.

Pese a que prevemos un incremento significativo en impagos municipales, los gobiernos estatales y locales disponen de un dilatado acceso a los mercados financieros y pueden complementar su emisión de deuda con préstamos en el sector financiero. Debido a que el estado y los gobiernos locales cuentan con autoridad para recaudar y subir impuestos en empresas y particulares, los ingresos impositivos futuros podrán servir como garantía para emitir deuda a corto plazo. Dado que la tasa de pagos de servicio de deuda con respecto a los ingresos propios es actualmente baja, muchos estados y municipalidades disponen de la flexibilidad suficiente para evitar la quiebra: pueden refinanciar la deuda, incrementar su apalancamiento y emitir obligaciones de deuda para cubrir pasivos fuera de balance (como los pagos de pensiones).

Aunque no existe un marco legal coherente para los impagos públicos estatales, los gobiernos municipales pueden optar por declararse en quiebra a tenor de la cláusula 9 del código de quiebras estadounidense. Este conjunto común de normas se encuentra disponible exclusivamente a municipalidades y garantiza un proceso de restructuración de la deuda organizado que da prioridad a los tenedores de bonos y eleva las probabilidades de recuperación de la inversión. La cláusula 9 ofrece a los gobiernos municipales protección temporal frente a acreedores hasta que todas las partes acuerden mutuamente establecer un plan de repago. Es posible que las negociaciones incluyan una reducción o refinanciamiento de la deuda a un interés más bajo o bien, ampliar la fecha de vencimiento del préstamo. De hecho, Vallejo, California se acogió a la protección de la cláusula 9 en 2008 y Harrisbur, Pensilvania está considerando esta opción.

El camino por recorrer

Por lo tanto, el riesgo de impago más importante no proviene de las condiciones económicas o del marco legal, sino más bien del proceso legislativo. Esto quiere decir que los estados que se encuentran más cerca del borde del acantilado no son necesariamente los que tienen el desfase presupuestario más amplio, sino aquellos en los que los intereses políticos impiden la adopción de unas medidas de disciplina fiscal que por muy dolorosas y poco aceptadas que sean, resultan muy necesarias.

Las finanzas estatales y locales siguen sometidas a estrés ya que el estímulo fiscal se desvanece y la economía se recupera a un ritmo gradual. Los recortes presupuestarios contribuirán a evitar los impagos en la mayor parte de los estados; no obstante, en los estados que suben los impuestos de forma precipitada, en lugar de frenar el riesgo de gasto, su base impositiva huye hacia estados con menores impuestos. Dado que los recortes presupuestarios podrían reducir los pagos a municipalidades, estas reducciones junto con unos ingresos menores por impuestos sobre las ventas y las próximas reevaluaciones del valor de la vivienda (y por ende, impuestos sobre la propiedad más bajos) provocarán un número importante de impagos de bonos municipales en los dos años por venir.

Sin embargo, gran parte de estos impagos se restringirán a proyectos con gran gasto de capital y bonos de deuda pública relativos a la construcción en barrios (distritos sujetos a impuestos especiales) a raíz del descalabro inmobiliario. La capacidad para resolver estos problemas está dentro de lo gestionable y, en nuestro escenario base, es poco probable que estos impagos provoquen una vorágine. Por ello, las comparaciones de las condiciones actuales en EEUU con respecto a las crisis de la deuda soberana globales deben tener en cuenta todos los detalles. En primer lugar, pese a que los estados no pueden formalizar procedimientos procesales, muchos de ellos han establecido directrices legales para pagar a los tenedores de bonos en caso de impago. En segundo lugar, incluso en el caso de una oleada masiva de impagos municipales, el marco legal claro y coherente para los casos de quiebra marca la diferencia entre esta crisis y una crisis de la deuda soberana típica, donde los países negocian con los acreedores de forma unilateral. De todas maneras, las señales de alarma deben tomarse en serio y los gobiernos estatales y locales deben andarse con parsimonia para respaldar la recuperación impulsada por el sector privado.

La crisis, sin embargo, presenta oportunidades de mejora. Los funcionarios estatales deben considerar con detenimiento los costos y analizar los servicios que los estados pueden y deben proporcionar. En particular, es preciso que los legisladores se centren en programas ineficaces y derrochadores en lugar de efectuar recortes de forma generalizada o forzar ceses de trabajadores. Es posible que estas medidas recorten los gastos temporalmente; sin embargo, no van hacer nada con la sostenibilidad fiscal a largo plazo. Un buen punto de partida es incrementar la eficacia del gasto público en servicios sanitarios, educación y asistencia social. Las modificaciones en la legislación del procedimiento penal, asimismo, podrían aliviar el costo en aumento del mantenimiento de las prisiones. Desde una perspectiva a largo plazo, los gobiernos estatales y locales deben afinar sus sistemas de pensiones públicas para garantizar una sostenibilidad fiscal. A todas luces, es el momento para que los líderes dejen de lado las discusiones partidistas, salgan de la paralización y aporten soluciones.

Economista Jefe de EE.UU.

Nathaniel Karp

Nathaniel.karp@bbvacompass.com

Ignacio San Martín

Ignacio.SanMartin@bbvacompass.com

Jeffrey Owen Herzog

Jeff.Herzog@bbvacompass.com

Marcial Nava

Marcial.Nava@bbvacompass.com

Hakan Danış

Hakan.Danis@bbvacompass.com

Jason Frederick

Jason.Frederick@bbvacompass.com

Datos de contacto

BBVA Research

5 Riverway Drive

Houston, Texas 77056 (EE.UU.)

Los informes de BBVA Research están disponibles en inglés y en español

Aviso legal

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios del BBVA de EE.UU. del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EE.UU., BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetos a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.