

Bonos municipales, ¿rentables exclusivamente para residentes estadounidenses?

La volatilidad e incertidumbre que ha generado el mercado financiero en los últimos meses, ha obligado a los inversores a re alocar sus portafolios, abandonando posiciones riesgosas para dirigirse hacia activos más seguros (flight to quality). Este aumento de la demanda por activos AAA, genera presión a la suba en los precios de dichos activos y empuja a la baja sus rendimientos, ocasionando así que los rendimientos de los portafolios sean menores. Ahora, esto no ha sucedido con la totalidad de los activos AAA. Hoy en día encontramos bonos de EEUU municipales con rendimientos muy atractivos en relación a otros bonos AAA.

¿Que son los bonos municipales?

Los distintos Estados, ciudades o Gobiernos locales, emiten bonos para poder financiar sus propios proyectos (aeropuertos, escuelas, hospitales, rutas, etc.), estos bonos son los denominados bonos municipales o “munis” en la jerga financiera. Históricamente, los bonos municipales eran adquiridos por residentes estadounidenses ya que sus intereses se encuentran exentos de impuestos.

Beneficio fiscal

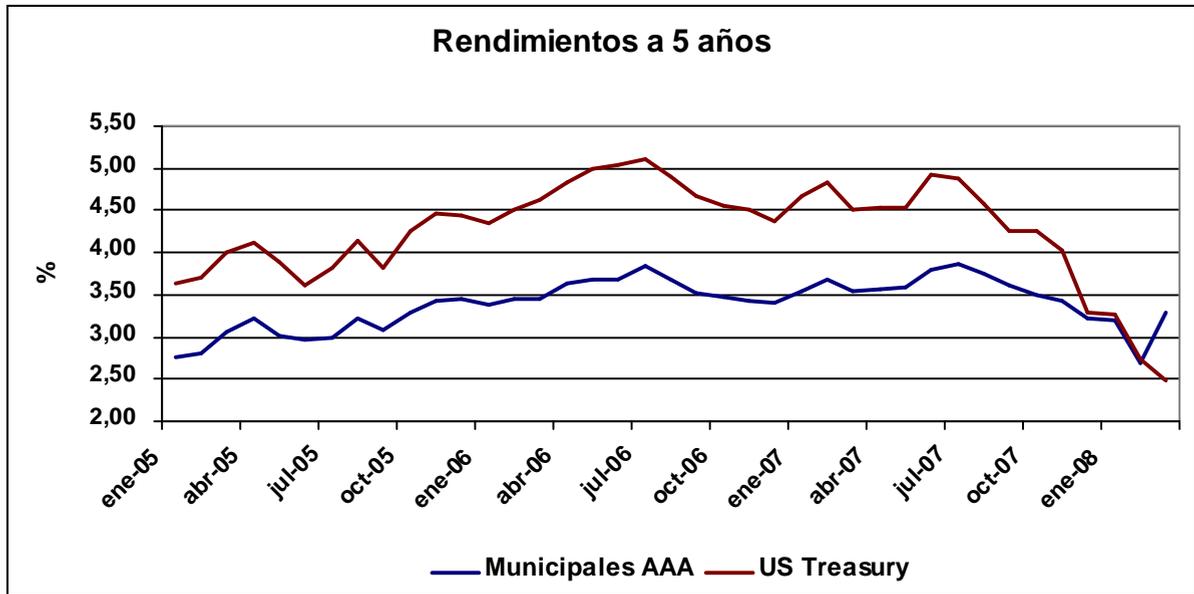
Dependiendo de quién adquiera el bono, el beneficio fiscal que obtiene. Los residentes americanos que adquieren bonos municipales, están exentos de los impuestos federales. Sin embargo, si el ciudadano americano reside en el Estado donde se encuentra el municipio que ha emitido el papel, el pago de intereses se encuentra también exento de impuestos estatales. De esta manera, los habitantes de un determinado Estado, suelen financiar los proyectos de su propio Estado.

Un ejemplo puede aclararnos esta importante característica de los bonos municipales. Un residente de California que adquiere un bono emitido por el Estado de Nueva York, tendrá un beneficio fiscal en los impuestos federales que se calculan sobre los intereses del bono. Si en lugar de invertir en un bono emitido por Nueva York, lo hace en un bono emitido por California, el beneficio fiscal será mayor, ya que no deberá abonar ni los impuestos federales ni los estatales sobre el pago de intereses del activo.

Bonos municipales Vs. US Treasury (pasado)

Los bonos municipales no han atraído la atención de los inversores extranjeros en el pasado, ya que al no poder obtener ningún beneficio fiscal, los rendimientos de estos papeles han sido inferiores a los de los papeles de la tesorería del gobierno¹.

¹ Es lógico que así suceda, ya que los papeles de la tesorería tienen un mejor riesgo crediticio y mejor liquidez.



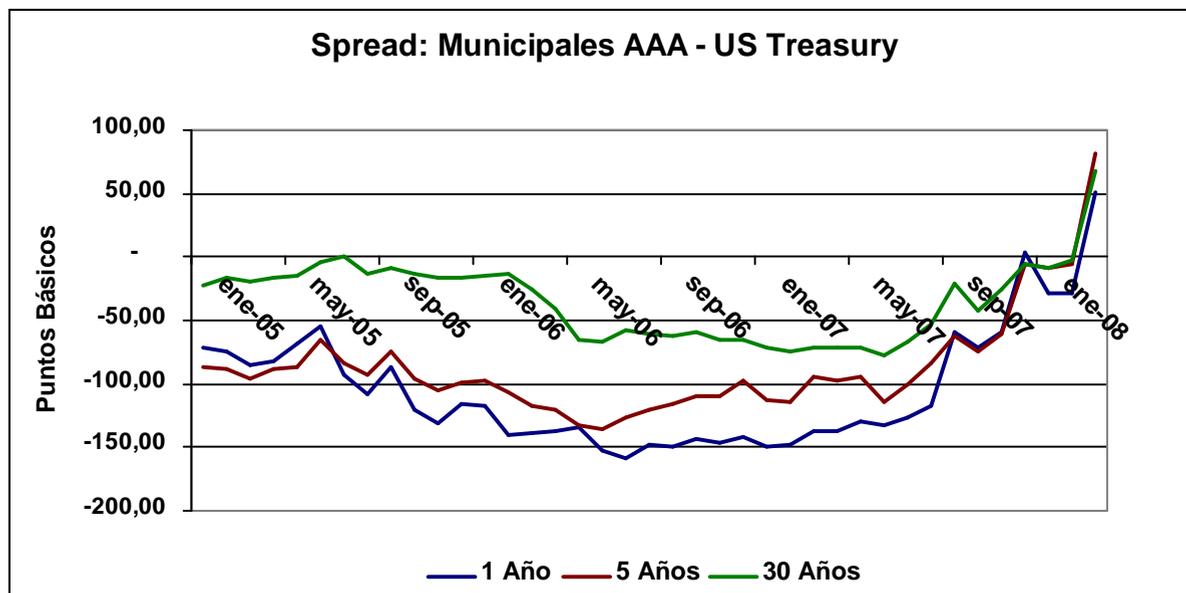
Si comparamos los rendimientos netos de impuestos de ambos papeles, notamos que los del gobierno siguen rindiendo menos que los munis. Esto se explica por dos razones. Primero, una prima de riesgo crediticio; es decir, el Gobierno Federal siempre puede emitir dinero para hacer frente al pago, mientras que los Gobiernos Estatales o Locales carecen de esta habilidad. Segundo, una prima de liquidez ya que el tamaño de las emisiones de papeles soberanos es muy superior al de papeles estatales, haciéndolos de más fácil realización.

Bonos municipales Vs. US Treasury (presente)

La razón por la cual los rendimientos de los bonos municipales han aumentado mucho en relación a los soberanos se encuentra en la ya avanzada crisis del mercado hipotecario estadounidense.

Los bonos emitidos por Estados, ciudades y Gobiernos locales son asegurados por compañías aseguradoras de deuda, con el fin de mejorar su calidad crediticia. Estas, cegadas ante la posibilidad de obtener mayores tasas, acudieron a respaldar derivados financieros tales como los CDO's (collateralised-debt obligations; securitizaciones de créditos hipotecarios, es decir, paquetes de créditos que se estructuran y reagrupan en un activo para luego ser vendido a los bancos de inversión o hedge funds). Al deteriorarse la calidad de los CDO's, la confianza en que las aseguradoras pudieran hacerse cargo de sus compromisos fue puesta en duda por el mercado. De este modo, los bonos municipales se vieron perjudicados indirectamente, por el proceder de las empresas aseguradoras.

Ante tal situación, las calificadoras de riesgo amenazaron a las aseguradoras con reducir su calificación crediticia en caso de que no logran capitalizarse para recuperar la confianza que habían perdido en el mercado. Por esto, los precios de los bonos municipales se redujeron abruptamente, haciendo que su rendimiento sobrepasara el de los US Treasuries.



En el gráfico anterior se observa claramente cómo, a mediados del año 2007, el spread entre bonos municipales AAA y bonos de la tesorería americana comenzó a aumentar de forma considerable, alcanzando ya en este año valores positivos. Es importante notar que el aumento se da para todos los plazos, aunque el cambio es mayor cuanto menor sea la duración, ya que es de esperar que la situación actual que sufre EEUU no se prolongue a más de dos años.

Distintas posibilidades para invertir en bonos municipales

Existen varias posibilidades para invertir en bonos municipales, dos de las más frecuentes: invertir en bonos municipales singulares o invertir en un fondo de bonos municipales. La principal ventaja de invertir en un determinado bono municipal, en lugar de hacerlo en un fondo de bonos municipales, es que un inversor estadounidense puede optimizar el beneficio fiscal. Seleccionando correctamente, el inversor puede evitar el pago de impuestos sobre intereses federales y estatales. La principal ventaja de adquirir una participación en un fondo de bonos municipales es que se disminuye el riesgo crediticio al diversificar entre distintos emisores. A su vez, los fondos de bonos municipales gozan de una mayor liquidez que los bonos individuales y por lo tanto son de más fácil realización.

Conclusión

La crisis hipotecaria en EEUU ha provocado un aumento en la aversión al riesgo de los inversores quienes han corrido hacia los activos seguros presionando a la baja dichos rendimientos. Sin embargo, dentro de los bonos municipales, los calificados como AAA por las agencias calificadoras de riesgo, no solo han evitado disminuir su rentabilidad, sino que la han aumentado. Dicha performance no ha sido ajena a los ojos de los usuales inversores en este mercado, los residentes americanos, pero tampoco lo ha sido para el resto del mundo, que ve en los munis una interesante oportunidad de inversión.