

Последствия на муниципальном уровне

Рынки облигаций штатов США не изолированы друг от друга, но отгорожены от рынка федеральных облигаций

*Рабах Арецки,
Бертран Канделон
и Амаду Н.Р. Сай*

РЫНОК муниципальных облигаций часто рассматривался индивидуальными инвесторами как надежное убежище (см. вставку). В число 45000 эмитентов облигаций в США входят органы управления штатов и местные органы государственного управления, школьные округа и предприятия водоснабжения, которые продают свои долговые обязательства на так называемом рынке муниципальных облигаций. Все они относятся к надежным участникам рынка. В период 1970–2009 годов всего 54 из них объявили дефолт по своим обязательствам (Moody's, 2010). В последний раз дефолт штата США объявлял Арканзас в 1933 году во время Великой депрессии. За всю историю было совсем немного дефолтов штатов — 10 после Гражданской войны в США и еще восемь на тогдашней территории Флориды в период 1830-х и 1840-х годов (Ang and Longstaff, 2011).

Но в последнее время возникли сомнения в отношении надежности рынка муниципальных облигаций, в особенности для его крупнейших эмитентов: отдельных штатов США, Пуэрто-Рико и города Нью-Йорка. Спад в жилищном секторе, финансовый кризис и рецессия привели к истощению поступлений от налогов штатов и местных налогов. В результате рынок муниципальных облигаций США столкнулся с тревожными признаками нестабильности: нарастала изменчивость, а также сдвиг между средними ставками по муниципальным облигациям и ставками по ценным бумагам Казна-

чейства США (см. рисунок). В обычной ситуации ставки по муниципальным ценным бумагам ниже, чем по государственным выпускам США из-за предоставляемых муниципальным облигациям налоговых льгот. Более высокая в настоящее время стоимость заимствования для отдельных штатов США отражает обеспокоенность в отношении их будущих доходов и, среди прочего, пенсионных обязательств. Но, возможно, еще более тревожной делает ситуацию для инвесторов то, что, в отличие от Статьи 9 для муниципалитетов, не существует механизма банкротства, регулирующего дефолт штатов. Иными словами, штаты США могут отказаться от уплаты своего долга. В соответствии с 11-й поправкой к Конституции США, отдельные штаты пользуются таким же суверенным иммунитетом, как и страны, и штаты могут привлекаться к суду только с их согласия.

На протяжении более трех лет штаты реагировали на опасения инвесторов серией ответных мер по решению краткосрочных и долгосрочных налогово-бюджетных проблем, в том числе сокращение расходов, повышение налогов, заимствования и обращения к федеральным органам государственного управления за помощью в балансировании бюджетов. Вместе с тем существует все большая обеспокоенность тем, что в случае дефолта того или иного штата, а многие сталкиваются с серьезными бюджетными проблемами, эффекты будут распространяться на другие муниципальные ценные бумаги и даже затронут рынок государственных ценных бумаг США. Кроме того, в условиях все меньших возможностей экономии средств штаты сокращают средства, выделяемые городам, округам и школьным округам. Следующие за этим увольнения могут стать тормозом для национальной экономики в момент, когда восстановление после финансового кризиса по-прежнему проходит нестабильно.

Здание Капитолия штата, Олимпия, Вашингтон.

Недавнее снижение кредитного рейтинга США агентством Standard & Poor's с AAA до AA+ вызывает дополнительную обеспокоенность. Хотя до настоящего времени это практически не оказывало никакого эффекта на ценные бумаги Казначейства США, снижение на одну ступень усугубило обеспокоенность инвесторов тем, что рынки облигаций США могут столкнуться с последствиями финансовых нарушений на федеральных рынках. Кроме того, перспективы еще большего ужесточения федерального бюджета могут усугубить и без того нестабильное состояние финансов штата.

В недавнем исследовании (Arezki, Candelon, and Sy, 2011) мы рассматривали две проблемы, обращая особое внимание на крупнейших заемщиков на рынке муниципальных облигаций. Мы анализировали эффекты распространения на рынках муниципальных облигаций, в частности, может ли потрясение на рынке облигаций одного штата США повлиять на рынки облигаций других штатов (ситуация, называемая вторичным эффектом). Мы также изучали эффекты распространения между рынками облигаций для отдельных штатов США и рынком ценных бумаг Казначейства США, а также механизмы передачи воздействия потрясений между двумя рынками.

Рынок муниципальных облигаций США

Муниципальные облигации представляют собой долговые ценные бумаги, выпускаемые штатами, городами, округами и другими государственными структурами для финансирования капитальных проектов (например, строительство школ, скоростных дорог или систем канализации) и для финансирования текущей деятельности. Срок погашения краткосрочных облигаций составляет от одного до трех лет; долгосрочные облигации обычно не требуют погашения в течение более десятилетия. Индивидуальные инвесторы являются держателями примерно двух третей из находящихся в обращении муниципальных облигаций США на сумму примерно 2,8 трлн долларов, как напрямую, так и косвенно, через взаимные фонды и другие инвестиции (www.sec.gov).

Инвесторы в муниципальные облигации пользуются рядом льгот, в том числе получают проценты, которые, как правило, освобождаются от федерального налога на доходы и могут также освобождаться от налогов штата или местных налогов на резидентов в штате, где была выпущена облигация. Из-за налоговых льгот проценты на муниципальные облигации обычно ниже, чем на налогооблагаемые ценные бумаги с фиксированным доходом, например, корпоративные облигации. К двум основным наиболее распространенным видам муниципальных облигаций относятся муниципальные облигации, обеспеченные общей гарантией (облигации, обеспеченные «всеми доходами и заимствованиями» эмитента), и облигации, приносящие доход (облигации, обеспеченные доходами от конкретного проекта или источника). Кроме того, муниципальные заемщики иногда выпускают облигации от имени частных предприятий, например, некоммерческих колледжей или больниц. Такие «заемщики-посредники» обычно соглашаются возмещать затраты муниципальному эмитенту, который оплачивает проценты и основную сумму долга по облигациям.

Обслуживание долга составляет сравнительно малую часть бюджетов большинства органов государственного управления за исключением незначительного числа органов управления штатов, которые выпускают долгосрочные долговые обязательства для финансирования текущей деятельности. Зависимость от финансирования дефицита является одной из причин, по которой Калифорния, Иллинойс, Аризона относятся к трем штатам с самым низким рейтингом по оценке Moody's.

Мы установили, что между большинством рынков облигаций отдельных штатов США действует механизм, который мы назвали бы отрицательным эффектом распространения, который приводит к «бегству к качеству». То есть отрицательное потрясение для ценных бумаг одного штата обычно приводит к более низкой стоимости заимствования для других штатов США. В целом нам не удалось обнаружить заметных эффектов вторичного распространения между потрясениями, источником которых являются ценные бумаги штатов, и теми, источником которых являются федеральные рынки, если не считать нескольких крупных эмитентов.

Эффекты вторичного распространения

Существует множество работ по эффектам вторичного распространения на финансовых рынках, но до настоящего времени особое внимание в них уделялось в основном эффектам вторичного распространения между странами. Мы изучали эффекты вторичного распространения внутри и между рынками облигаций, затрагивая различные уровни государственного управления в отдельной взятой стране, — США.

Для изучения эффектов вторичного распространения на рынках облигаций штатов США и федеральных (то есть Казначейство США) ценных бумаг мы провели эмпирический тест возможностей распространения того или иного потрясения, характерного для одного рынка, на другие рынки. Наши тесты учитывают более высокую волатильность, отмечающуюся во время финансового кризиса, начиная с 2008 года (Forbes and Rigobon, 2002).

Существуют очевидные связи между штатами США, а также между штатами и федеральными органами государственного управления (наглядным примером являются трансфертные платежи). Такие связи могут использоваться для объяснения эффектов распространения между различными облигациями. Напротив, другие факторы, например психология инвесторов, осложняют объяснение эффектов распространения. Поэтому мы сосредоточились на описании природы эффектов распространения, вместо того чтобы пытаться найти для них специфическое разъяснение.

Результаты показывают, что в периоды волатильности инвесторы ищут более безопасные муниципальные инвестиции — такого же рода бегство к качеству, которое проявляется во время финансовых кризисов, когда инвесторов (внутренних и международных) в меньшей степени беспокоит доходность и в большей степени заботит защищенность средств, и они приобретают ценные бумаги Казначейства США, которые в течение

Периоды волатильности

Мировой финансовый кризис 2008 года повысил волатильность на рынке муниципальных облигаций США. Несмотря на налоговые льготы, доходность по 10-летним муниципальным облигациям иногда превышала доходность по ценным бумагам Казначейства США. (Доходность, в процентах)



Источник: Haver Analytics.

многих лет считались одними из самых надежных инвестиций в мире. Иными словами, увеличение стоимости заимствования в одном штате США приводит к более благоприятным условиям заимствования для штатов, которые считаются менее рискованными. Мы обнаружили, что некоторые крупнейшие муниципальные эмитенты, например, штаты Калифорния (крупнейший из всех), Джорджия и Мэриленд, а также город Нью-Йорк, извлекают выгоды из ситуации, когда другие штаты сталкиваются с проблемами (другими словами, эффекты распространения отрицательные). Но есть несколько штатов, например, Коннектикут и Флорида, где такая корреляция положительна, то есть их ценные бумаги страдают, если другой штат сталкивается с проблемами. Мы не в состоянии установить, почему в этих нескольких штатах отмечается другая ситуация — это благодатная почва для будущих исследований. Вместе с тем в итоге участники рынка до сих пор не ставили в невыгодное положение большинство штатов США, если на рынке облигаций другого штата усугублялась напряженная ситуация.

Это болезненно?

Что касается взаимосвязи между рынками муниципальных ценных бумаг и ценных бумаг Казначейства США, ситуация немного отличается. В целом мы не обнаружили заметных эффектов распространения между потрясениями, источником которых являются ценные бумаги штатов, и теми, источником которых являются федеральные рынки, кроме нескольких крупных эмитентов. В самом деле, для нескольких штатов, которые относятся к крупнейшим заемщикам, мы обнаружили, что проблемы на их рынках могут привести к напряженности на федеральном рынке. Мы обнаружили признаки положительных эффектов распространения, пусть и ниже обычного уровня значимости, между рынком Казначейства США и рынками для штатов Нью-Джерси, Техас, Вашингтон и города Нью-Йорка, причем наиболее очевидный результат отмечался для города Нью-Йорка. Но когда речь заходит о крупнейшем эмитенте муниципальных облигаций в США — Калифорнии, — мы обнаруживаем отрицательный эффект распространения по отношению к рынку ценных бумаг Казначейства США. Наши результаты показывают, что доходность по облигациям, выпущенным штатом Калифорния, а также доходность по ценным бумагам федеральных органов государственного управления меняются в значительной мере в противоположных направлениях после потрясения на обоих рынках облигаций. В целом наш анализ указывает на то, что только в нескольких ведущих штатах существуют рынки облигаций, связанные с рынком казначейских облигаций. Потрясение на рынке облигаций в одном из этих штатов может привести к усилению нестабильности на рынке казначейских облигаций. Для оценки надежности наших результатов мы проверяли возможность влияния других факторов на эти взаимоотношения. Мы пришли к заключению, что наши результаты стабильны.

Остается без ответа вопрос, носят ли эффекты распространения между рынком муниципальных облигаций и рынком казначейских облигаций краткосрочный или долгосрочный характер, или они действуют во всем временном диапазоне. Также необходимо определить направление потрясений: исходят ли они в основном от рынка казначейских облигаций в сторону рынка муниципальных облигаций или наоборот. Последствия для политики могут быть совершенно разными.

Эмпирические тесты, которые мы использовали для выявления эффектов распространения, не содержат каких-либо указаний на направление передачи воздействия потрясений. Подход также ничего не говорит о том, носят ли такие указания краткосрочный или долгосрочный характер. Для исследований в этом направлении мы использовали тест причинности, который позволил выяснить, в каком направлении распространяются потрясения, и оказывают они краткосрочное или долгосрочное воздействие (Breitung and Candelon, 2006).

Так или иначе

С помощью данного теста мы установили, что рынок казначейских облигаций напрямую приводит к изменениям на рынках муниципальных облигаций как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. Существуют также определенные свидетельства причинно-следственной связи между рынком муниципальных облигаций и рынком казначейских облигаций, но она носит только долгосрочный характер.

В зависимости от того, являются ли эффекты распространения между штатами и рынками ценных бумаг штатов и федеральными рынками положительными или отрицательными, такие результаты показывают, что структурные реформы, которые позитивно влияют на федеральный бюджет, в долгосрочной перспективе будут также улучшать или ухудшать условия заимствования в штатах США. Аналогичным образом, реформы на уровне штатов должны способствовать либо снижению, либо увеличению стоимости заимствования для федеральных органов государственного управления.

Существует ряд потенциально важных выводов для политики, которые следует сделать на основе приведенных свидетельств эффектов распространения от рынка муниципальных облигаций и внутри него, и они относятся не только к США. Страны с развитыми рынками облигаций, где обращаются ценные бумаги, выпущенные штатами или провинциями, не должны просто беспокоиться по поводу возможных эффектов распространения из соседних стран, но также тщательно исследовать природу эффектов распространения среди своих субфедеральных рынков облигаций и между такими рынками и их рынками федеральных облигаций. Разработка политики управления рисками должна определяться природой таких связей и адаптироваться к их меняющемуся характеру.

В Европе продолжается все более яростная дискуссия о необходимости большего бюджетного федерализма, а также о том, поможет ли эмиссия общих еврооблигаций странам зоны евро, которые сталкиваются с проблемами. При этом важно подумать о воздействии, которое такой бюджетный федерализм будет оказывать на связи между рынками облигаций в странах зоны евро. Проведенное исследование показывает, что рынки облигаций отдельных штатов США склонны не к цепной реакции, а, скорее, к бегству к качеству, которое предполагает, что проблемы в одном штате не ухудшат положение дел для других штатов и, таким образом, не увеличат системный риск. Будет ли это побочным продуктом бюджетного федерализма? Возможно, однако более высокая степень бюджетного федерализма в США пока что не обеспечила полную изоляцию рынка муниципальных облигаций от рынка казначейских ценных бумаг. ■

Рабах Ареци — экономист Института МВФ, а Амаду Н.Р. Сай занимает должность заместителя начальника отдела в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ. Бертран Канделон является профессором международных валютных отношений в Университете Маастрихта.

Литература:

- Ang, Andrew, and 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, and Amadou Sy, 2011, "Spillover Effects from the Munis," forthcoming IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Breitung, Jörg, and Bertrand Candelon, 2006, "Testing for Short- and Long-Run Causality: A Frequency Domain Approach," Journal of Econometrics, Vol. 132, pp. 363–78.
- Forbes, Kristin J., and Roberto Rigobon, 2002, "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements," Journal of Finance, Vol. 57, No. 5, pp. 2223–61.
- Moody's Investors Service, 2010, "U.S. Municipal Bond Default and Recoveries, 1970–2009," Special Comment (February).