



Flow watch

07 de marzo de 2008

- *Recrudescimiento de las tensiones que añade más presión a los bancos.*

El deterioro de los mercados de crédito sigue retroalimentándose. La pérdida de valor de los títulos respaldados por activos, y en particular los vinculados al mercado de la vivienda estadounidense, ha destapado los problemas de los inversores más apalancados: los *Hedge Funds* (HFs). Los bancos, ante la pérdida de valor de los productos que ofrecen los HFs como colateral para apalancarse, han optado por aumentar las garantías a depositar. En este contexto, algunos HFs no están capacitados para responder a esta exigencia extra de garantías. El último caso ha sido Carlyle Capital, un fondo con activos de 21,7 mM \$ invertidos en bonos de agencia que no ha sido capaz de aportar los nuevos requerimientos. Por tanto, los bancos prestamistas podrían ver engrosar sus balances con parte de los activos de este fondo¹.

De extenderse esta situación a otros fondos con activos más problemáticos que los bonos de agencia, la situación podría empeorar. El mercado teme que parte de estos inversores reduzcan su nivel de apalancamiento, con el propósito de limitar sus pérdidas y de no tener que afrontar un aumento extra de garantías. Esto impulsaría nuevamente los precios a la baja y obligaría a los bancos a solicitar más garantías. Asimismo, se teme que los propios bancos liquiden estos activos según vayan ejerciendo sus derechos sobre los colaterales de todos aquellos inversores que no cumplan con los requerimientos extra o asuman mayores *write-downs*.

Esta incertidumbre ha derivado en: i) efecto refugio, ii) un incremento adicional de los CDS de los bancos, especialmente en EEUU, iii) fuertes caídas en bolsa, iv) la ampliación de los diferenciales de bonos con respaldo inmobiliario, no necesariamente subprime como los bonos de de agencia y, v) un recrudescimiento de las tensiones del mercado interbancario. Para paliar las tensiones interbancarias, la Fed decidió aumentar la cantidad subastada vía TAF hasta 50 mM \$ para cada una de las subastas de marzo desde los 30 mM \$ actuales, junto con la puesta a disposición de hasta 100 mM \$ vía repos a 28 días.

Sin embargo, contrasta el buen comportamiento de los mercados emergentes, apoyados por los nuevos máximos de las materias primas y donde en la última semana se han producido moderadas entradas netas en renta fija.

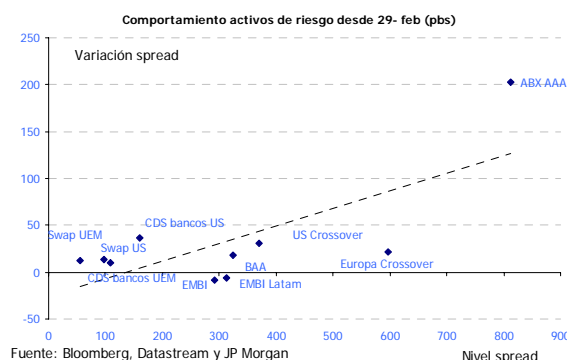
¹ Según el WSJ, se estima que 14 prestamistas podrían quedarse con 17 mM \$ de los 21,7 mM \$ de la cartera del fondo. Entre ellos, cabe destacar: Deutsche Bank, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley y UBS.

Escenarios y Sistemas Financieros

Ana Peñalver isabel.penalver@grupobbva.com

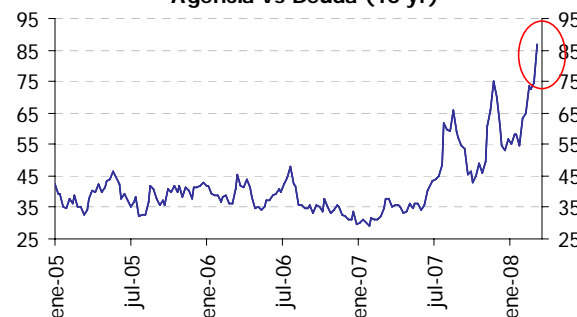
Marta García Tuñón marta.garcia@grupobbva.com

Nicolás Trillo nicolas.trillo@grupobbva.com



Fuente: Bloomberg, Datastream y JP Morgan

Diferenciales en Renta Fija Agencia vs Deuda (10 yr)



Fuente: Bloomberg y BBVA - Capital Flows

- *Las noticias sobre AMBAC vuelven a tornarse negativas: la inyección de capital es menor a la esperada (1,5 mM\$ vs 3 mM \$) y comunica que no segmentará su negocio. Las rentabilidades de los Bonos Municipales respecto a los Bonos Gobierno en máximos.*

La esperada inyección de capital en AMBAC por parte de un grupo de 8 bancos encabezados por Citigroup y UBS, de 2 ó 3 mM\$, se ha materializado finalmente en una venta de 185,2 M de acciones a 6,75\$, lo que supone un incremento del capital en 1,25 mM\$. Las acciones fueron vendidas con un descuento del 9% con respecto al día anterior de la venta, 7,42%. Además, AMBAC ha vendido por un total de 500 M\$ bonos convertibles en acciones en el 2011. Además, la aseguradora también ha comunicado que no planea separar el negocio entre bonos municipales y productos estructurados.

Además, Fitch que ya recortó el rating de AMBAC a AA, no volverá a calificarla como AAA hasta que el riesgo al *subprime* no esté realmente contenido, mientras que Moody's sí planea confirmar la calificación máxima. La reacción de los mercados a estas noticias ha sido de un repunte en el CDS y una caída en Bolsa del 30%.

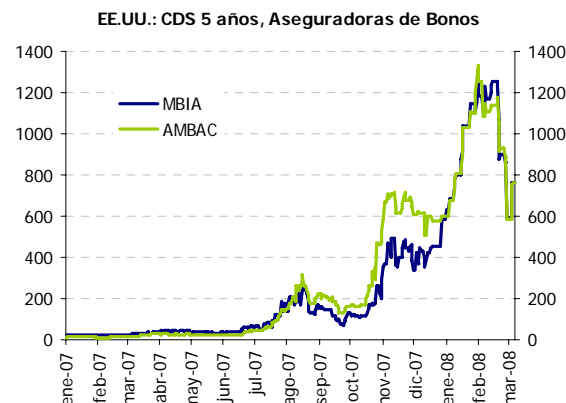
Por otro lado, estas noticias siguen haciendo mella en el mercado de bonos municipales como muestran los niveles de las rentabilidades en relación a la de los bonos gobierno². En general, las rentabilidades de los bonos municipales son inferiores a las de los bonos del Gobierno porque están exentas de impuestos. En promedio histórico, la rentabilidad del bono municipal es aproximadamente el 80% la del bono gobierno. En las últimas semanas, esta relación se sitúa cerca del 170% para el plazo dos años y del 130% en el 10 años.

- *Los agentes locales comienzan a tomar medidas para protegerse de la situación financiera: algunos estados emiten sin garantía de los monolines y algunos se plantean reestructurar la deuda variable a tipo fijo.*

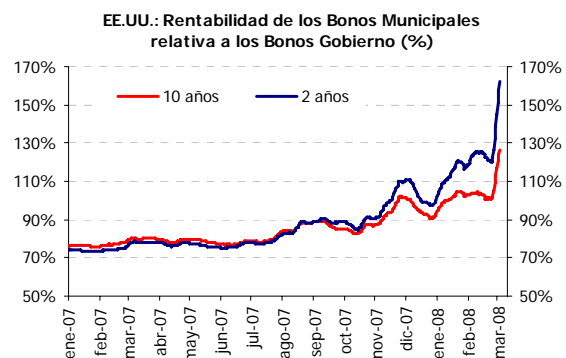
El Estado de California, el mayor emisor de bonos municipales en EE.UU, ha decidido emitir deuda a largo plazo no asegurada por los monolines. En el actual contexto de incertidumbre, no parece tener sentido pagar por la protección que supuestamente otorgan los monolines. Hasta que no se aclare la situación, lo que sí supone esta medida es una pérdida de negocio de las monolines que dificulta su recuperación.

Por otro lado, el Estado de California hará una nueva emisión la próxima semana de 1,47 mM\$ para reemplazar unos bonos a tipo variable (*Auction Rate Securities*), cuya rentabilidad ha repuntado durante las últimas semanas. Así, como muestra el gráfico adjunto, la rentabilidad de los ARS a un mes es casi tres veces superior a la que paga una letra del Tesoro al mismo plazo, mientras que a lo largo del primer semestre del 2007 se sitúa en el 70%. (Recordar que la rentabilidad de los ARS está exenta de impuestos).

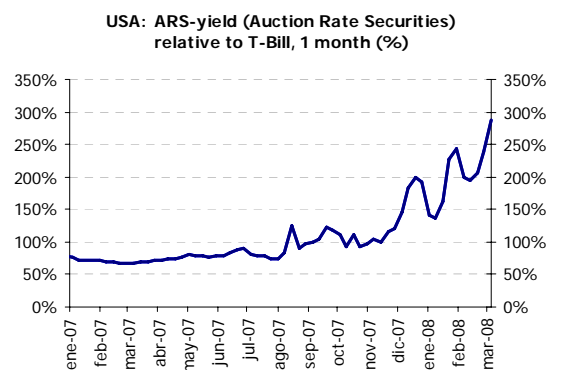
También el Estado de New York planea convertir 2,4 mM\$ de los 4mM\$ de bonos municipales emitidos a tipo variable (ARS).



Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg. (Medias Móviles de 5 días)



Source: Bloomberg

² Aunque a los niveles actuales podrían producirse fuertes compras a tenor de las recomendaciones de inversores como Bill Gross que consideran los niveles actuales atractivos.

- *Las rentabilidades siguen bajando por el efecto refugio.*

El efecto refugio y la continuación de los débiles datos macroeconómicos de EEUU impulsaron a la baja las rentabilidades de la deuda estadounidense, especialmente en sus plazos más cortos. Así, la pendiente de la curva 2-10 años se inclinó hasta niveles superiores a los 200 pbs, con los bonos a 2 años cayendo en torno a 20 pbs hasta niveles próximos a 1,4% (las expectativas de política monetaria reflejan casi al 100% de probabilidad que los tipos alcancen el 2% en abril, con una bajada de 75 pbs en la próxima reunión y con el punto más bajo del ciclo de bajadas en el 1,75% en verano).

En la UEM, también se apreció este efecto refugio, pero el mantenimiento de tipos del BCE y el aumento de sus previsiones de inflación apoyaron que el movimiento a la baja de las rentabilidades europeas fuese menor.

Por último, destacar el repunte de rentabilidad de los bonos a 30 años, especialmente en EEUU, como consecuencia del trasvase de flujos por parte de los fondos de pensiones de EEUU hacia activos de riesgo como commodities, deuda corporativa y acciones.

- *Continúa la debilidad del dólar. Las estrategias de carry-trade en mínimos. El elevado ritmo de acumulación de reservas de China implicaría un mayor ritmo de apreciación del Yuan.*

Las cotizaciones en el mercado de divisas vuelven a mostrar la debilidad casi generalizada del dólar. Los diferenciales de tipos continúan en su contra tras las decisiones del BCE y del BoE de mantener los tipos oficiales en el 4% y el 5,25% respectivamente. Con respecto al euro ya cotiza por encima del 1,54 Usd/Eur y con respecto a la libra ha vuelto a sobrepasar la barrera de los 2 Usd/Gbp, hecho que no ocurría desde diciembre.

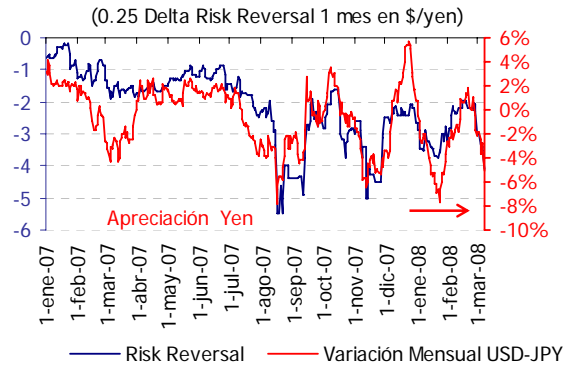
El dólar sólo ha mostrado un mejor comportamiento frente a las divisas de inversión dentro de los *carry-trade*, a pesar de que el Banco Central de Australia subiera 25 pbs el tipo oficial hasta el 7,25% y que el Banco de Nueva Zelanda lo mantuviera al 8,25%.

También el dólar canadiense ha experimentado descensos tras la decisión del Banco de Canadá de reducir en 50 pbs su tipo oficial hasta el 3,5%. Sólo la mitad de los economistas encuestados esperaban este recorte.

Por otro lado, destacar los ascensos del yen después de que los inversores comiencen a deshacer las estrategias de *carry-trade*. Así, si aproximamos la posición abierta en *carry-trade* mediante las posiciones largas en dólar australiano y libra, frente a las cortas en yen y franco suizo, estas se encuentran cerca de los mínimos históricos como podemos observar en el gráfico adjunto.

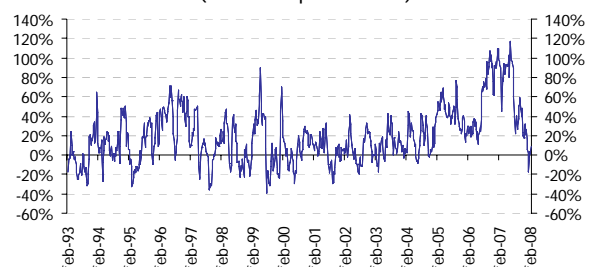
Por último, las últimas estimaciones elevan la cifra de reservas de China para enero hasta los 1592 mM\$, lo que supone un aumento en el nivel de 61,6 mM\$ respecto a diciembre. Este elevado ritmo de crecimiento, 43,8% en términos interanuales, pondría de manifiesto que parte de esta aumento se debe a los flujos especulativos, lo que implicaría que el ritmo actual de apreciación del yuan es insuficiente.

Expectativas descontadas en el mercado de opciones sobre la evolución del \$/Yen



Fuente: Bloomberg

Carry trade: posiciones largas en dólar australiano y libra frente a yen y franco suizo (% sobre open interest)



Fuente: BBVA - Capital Flows, CFTC y Bloomberg