



# Flow watch

11 de abril de 2008

• **La demanda de liquidez continúa fuerte como muestran los resultados de las últimas subastas que ha llevado a cabo la Fed.**

La Reserva Federal ha celebrado la novena subasta TAF (Term Auction Facility), cuyo resultado muestra que las necesidades de liquidez no han remitido a pesar de todas las iniciativas que ha desarrollado a lo largo de las últimas semanas para proveer liquidez. Los resultados de la subasta muestran que 79 entidades pagaron un spread de 71 pbs sobre el tipo mínimo de la subasta, 2,11%, el diferencial más elevado pagado para tomar fondos dentro del programa TAF. Además, el tipo pagado se sitúa 32 pbs por encima del tipo de la ventanilla de descuento. Respecto a este punto, destacamos que son los mismos agentes quienes pueden pedir fondos en la ventanilla de descuento y en la TAF, y los colaterales que pueden emplear son los mismos.

Por otro lado, destacar el uso que se sigue haciendo de la ventana de descuento para los *Primary dealers*. Los fondos demandados en la semana ascendieron a 33 mM\$ (datos diarios medidos en promedio semanal), frente a los 38 mM\$ y 19 mM\$ de las dos semanas anteriores. Además, las entidades han vuelto a acudir a la ventanilla de descuento de la Fed. En esta ocasión, los niveles registrados han ascendido hasta los 10 mM\$. (Frente a los 7mM\$ de la semana pasada).

En este contexto, consideramos positivo la baja demanda de la tercera subasta TSLF (*Term Securities Lending Facility*) a un plazo de 28 días. La ratio de cobertura con la que se resolvió la subasta fue de 0,68, es decir, no se adjudicaron los 50mM \$ de *treasuries* que ofrecía la Fed. En esta subasta se aceptaba el rango amplio de colaterales, es decir, además de bonos de agencia y MBS de agencia también se aceptaron CMOs de agencia, AAA-RMBS y AAA-CMBS.

En esta línea, destacar que con esta serie de medidas el volumen de activos de la Reserva Federal apenas ha cambiado desde el inicio de la crisis de liquidez, aunque sí su composición. Así, el volumen de letras y bonos del Tesoro representa actualmente el 50% del total, desde el 87% que representaba en jul-07. (Ver gráfico adjunto con el detalle de la composición).

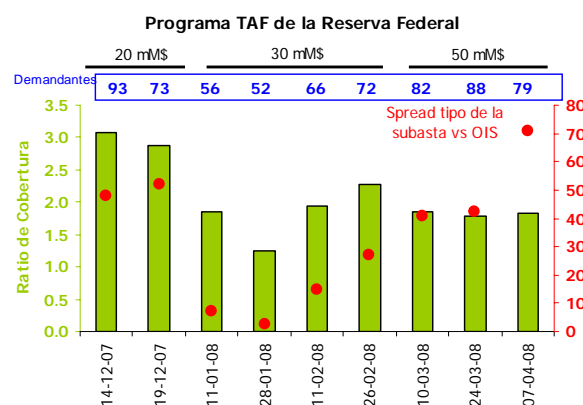
Por último, según una noticia publicada en *The Wall Street Journal*, la Fed se plantea adoptar medidas adicionales para garantizar la liquidez en los mercados. Una de ellas sería que el Departamento del Tesoro emitiera bonos por encima de sus necesidades y depositara el dinero excedente en la Fed. Pero, hay que tener en cuenta que el Tesoro

Escenarios y Sistemas Financieros

Ana Peñalver [isabel.penalver@grupobbva.com](mailto:isabel.penalver@grupobbva.com)

Marta García Tuñón [marta.garcia@grupobbva.com](mailto:marta.garcia@grupobbva.com)

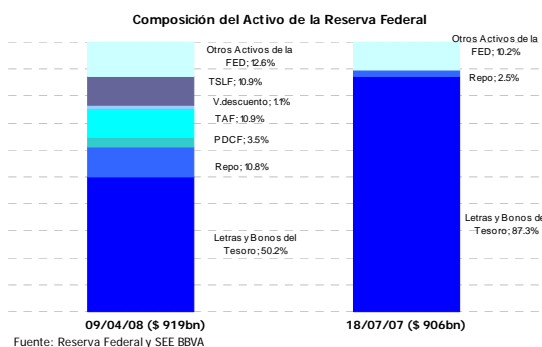
Nicolás Trillo [nicolas.trillo@grupobbva.com](mailto:nicolas.trillo@grupobbva.com)



Fuente: Reserva Federal

Fecha	Tipo de la subasta	Libor a 1 Mes	Tipo de descuento
14-12-07	4.65	5.00	4.75
19-12-07	4.67	4.93	4.75
11-01-08	3.95	4.24	4.75
28-01-08	3.12	3.28	4.00
11-02-08	3.01	3.14	3.50
26-02-08	3.08	3.13	3.50
10-03-08	2.80	2.94	3.50
24-03-08	2.62	2.61	2.50
07-04-08	2.82	2.72	2.50

Fuente: FED y Bloomberg



Fuente: Reserva Federal y SEE BBVA

tiene un límite de endeudamiento y para superarlo necesita la autorización del Congreso.

Con todo esto, los indicadores de liquidez a 3 meses (tipo interbancario vs letra del Tesoro y tipo interbancario vs OIS) muestran cierto deterioro para el mercado de EE.UU., con ampliación de los diferenciales en 12 y 4 pbs respectivamente. En la zona Euro, las tensiones se han relajado ligeramente, con descensos en los diferenciales de 11 y 1 pbs respectivamente.

• **Leve aumento del riesgo bancario a finales de semana a la espera de la publicación de resultados del 1t08 en EEUU.**

El coste de cobertura ante un default de los bancos volvió a subir a finales de semana por varios motivos:

- i) El hecho de que Lehman Brothers tuviera que rescatar cinco de sus fondos monetarios reactivó las alarmas sobre la posibilidad de que otros bancos se enfrenten a la misma situación por los reembolsos de sus participes. Para Lehman, supone incorporar a su balance 1,8 mM \$ de activos de estos fondos que principalmente invertían en papel comercial, asumiendo una pérdida de 0,3 mM \$.
- ii) La publicación por parte de Goldman Sachs de un aumento considerable de sus activos difíciles de valorar<sup>1</sup> (Level 3) durante el 1t08. El porcentaje de estos activos subió un 39% hasta 96,4 mM \$ en febrero, desde 69,2 mM \$ en noviembre, representando actualmente un 8,1% de los activos totales del banco. En el caso de Morgan Stanley y Lehman Brothers, estos activos alcanzan 78,2 mM \$ y 42,5 mM \$, representando un 7,2% y un 5,4% de sus activos totales, respectivamente.
- iii) La rebaja de rating de la SIV con 40 mM \$, Sigma Finance, de Gordian Know (entidad en la que el Deutsche Bank cuenta con el 40% del capital). Esta SIV tiene que afrontar la refinanciación de 20 mM \$ hasta septiembre y aunque el mercado está algo más receptivo, la bajada de rating incrementará los costes de refinanciación. Moodys recortó su calificación cinco niveles hasta A2 desde AAA, y S&P tres niveles hasta AA-.
- iv) La inminente publicación de los resultados del 1t08 de los bancos de EEUU (ver tabla adjunta). Aunque el beneficio por acción esperado incorpora write-downs considerables, el mercado se mantendrá cauto hasta que se divulguen.
- v) El informe de estabilidad del FMI en el que eleva las posibles pérdidas de las entidades financieras hasta los 945 mM \$ al añadir a los write-downs de productos estructurados los que se pueden derivar del deterioro económico.

**Indicadores de Liquidez (pbs)**

	Nivel Actual	Variación última Semana
Libor - Letra Tesoro 3 M	147.9	11.9
Libor - OIS Spread 3 M	79.5	3.5
Euribor - Letra Tesoro 3 M	94.9	-11.3
Euribor - OIS Spread 3M	74.8	-0.8

Fuente: Bloomberg

**Publicación de resultados bancarios del 1t08 en EEUU**

Bancos	Fecha	BPA
Northern Trust	15-abr	0.956
US Bancorp	15-abr	0.627
Washington Mutual	15-abr	-0.881
Bear Stearns	15-abr	0.876
State Street	15-abr	1.289
JPMorgan	16-abr	0.718
Wells Fargo	16-abr	0.569
CIT Group	17-abr	0.581
Merrill Lynch	17-abr	-1.969
Bank of New York Mellon	17-abr	0.719
Capital One	17-abr	1.446
E*Trade	17-abr	-0.093
Citigroup	18-abr	-0.933
Wachovia	18-abr	0.418
Bank of America	21-abr	0.46

Fuente: Bloomberg

<sup>1</sup> Contablemente, activos "Level 1" serían aquellos que disponen de precios de mercado, "Level 2" serían aquellos valorados según precios de activos similares en el mercado y "Level 3" aquellos que son difíciles de valorar, recayendo la valoración sobre los modelos del banco que los posee. Activos considerados como "Level 3" serían actualmente una amplia gama de activos relacionados con el *subprime*, participaciones en *private equity* o en determinados activos inmobiliarios, deuda corporativa apenas negociada y ciertos contratos de derivados.

En el lado positivo, cabe destacar la ampliación de capital de Washington Mutual pese a su efecto dilución y que Citigroup podría desprenderse de parte de su exposición a LBO. En concreto, se espera que en la publicación de resultados confirmen la venta de 12 mM \$ de los 43 mM \$ que actualmente concentra en este tipo de activos. La noticia se interpreta como una señal de que este mercado podría estar estabilizándose.

• **Nuevo recorte de rating de las aseguradoras de bonos.**

La rentabilidad de los bonos municipales, tomada en relación a la rentabilidad de los bonos gobierno, continúa en ligero descenso como muestra el gráfico adjunto, a pesar de que las noticias negativas en torno a las aseguradoras de bonos continúan sucediéndose. En esta línea, la aseguradora MBIA ha experimentado el recorte de su rating AAA hasta AA por parte de Fitch, cifrando en 3,8 mM\$ el capital necesario para recuperar la máxima calificación. Actualmente, la mitad del mercado de los bonos municipales de 3000 mM\$ está asegurado por las *monolines*. De este mercado, MBIA respalda el 29%.

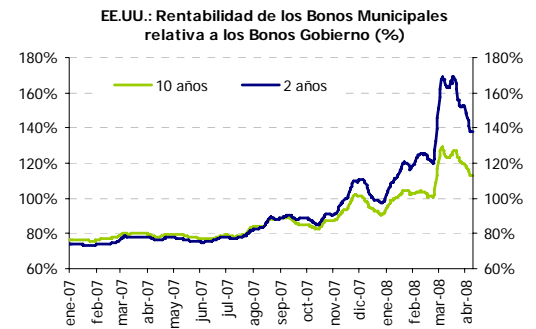
Por otro lado, continúa el deterioro del mercado de los ARS (*Auction Rate Securities*), donde un elevado porcentaje de subastas siguen sin encontrar el suficiente número de demandantes. Así, el volumen de este mercado (330 mM\$ a finales del 2007) se ha reducido en un 15%, o 51mM\$.

• **Depreciación generalizada de la libra. Continúa la fortaleza del euro.**

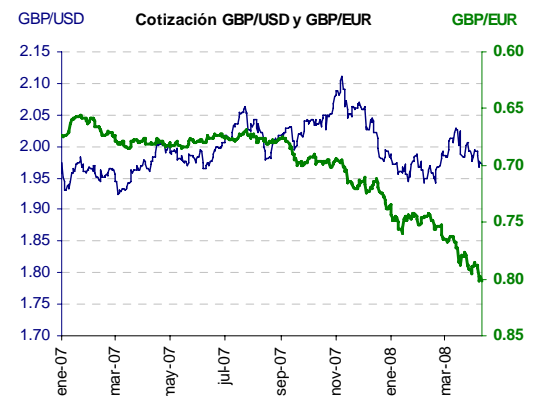
El Banco de Inglaterra ha reducido en 25 pbs el tipo de interés oficial hasta el 5%, en línea con lo previsto por los mercados. El comunicado oficial reconoce que los riesgos de inflación son importantes, debido a las presiones de las materias primas y los alimentos.

La reducción en el diferencial de tipos ha provocado que la libra se haya depreciado frente a las principales divisas. Así, en la semana ha perdido un 1,7% respecto al euro, y un 1,1% respecto al dólar.

En contraposición se sitúa el euro, cuya cotización se ha mantenido fuerte tras la decisión del Banco Central Europeo de mantener el tipo oficial en el 4%. Así, ha llegado a cotizar con respecto al dólar por encima del 1,59 \$/€.



Fuente: Bloomberg. (Medias Móviles de 5 días)



Fuente: Bloomberg