



Flow watch

14 de marzo de 2008

- *La Fed inyecta más liquidez en los mercados pero las tensiones monetarias no remiten y se mantienen las expectativas de bajada del tipo oficial hasta de 75 pbs.*

La FED ha anunciado la creación de una nueva facilidad de préstamo de títulos del Tesoro contra otros títulos (*Term Securities Lending Facility*), por un plazo de 28 días. Hasta ahora, la FED solo prestaba *Treasuries* contra efectivo, y lo hacía a un día. Los activos elegibles como colateral para estas operaciones incluyen la gama habitual, pero se añade la novedad de incluir titulizaciones residenciales privadas con *rating AAA*, que en el programa de Repos anunciado el viernes pasado no se admitían. La primera subasta tendrá lugar el día 27 de marzo.

Con este sistema, los *primary dealers* del mercado monetario podrán intercambiar titulizaciones privadas por *Treasuries*, que luego podrán emplear como colateral en operaciones repo para obtener liquidez. Esta medida beneficiará a los brokers, que no pueden acceder a la TAF (por no ser *deposit-taking institutions*), y especialmente a quienes cuentan con carteras de ABS mayores. De esta forma, se podría aliviar parcialmente las dificultades de transmisión de liquidez en el interbancario, aunque por el momento las tensiones de liquidez sólo se han relajado ligeramente en EE.UU. (medidas a través de los indicadores OIS y TED *Spread*) y han vuelto a aumentar en la UEM. Adicionalmente, se reduce también la presión vendedora que estos agentes podían suponer en el mercado de títulos de agencia y ABS.

En última instancia, la FED está asumiendo el riesgo de estos agentes, con la intención de apoyar la distribución de la liquidez y los mercados de titulizaciones residenciales. El monto involucrado es elevado: los 200 mM\$ anunciados son superiores a la exposición a RMBS *subprime* de los principales bancos estadounidenses, y podrían ampliarse en caso de necesidad.

La FED también ha comunicado que está manteniendo conversaciones con los *primary dealers* para cerrar los términos y condiciones de la TSLF, es decir, el tipo de colateral que se va a admitir y el calendario y volumen de fondos a subastar.

Por otro lado, el BCE ha aumentado el volumen de los swaps en divisas con la FED de 20mM\$ a 30 mM\$.

Pese a estas nuevas medidas, el mercado sigue posicionado mayoritariamente para una bajada de 75 pbs la próxima semana, máxime después del dato de inflación conocido en febrero que se situó por debajo de lo esperado y tras los problemas de liquidez de Bear Stearns.

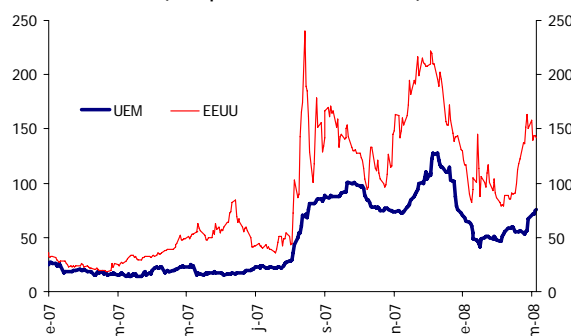
Escenarios y Sistemas Financieros

Ana Peñalver isabel.penalver@grupobbva.com

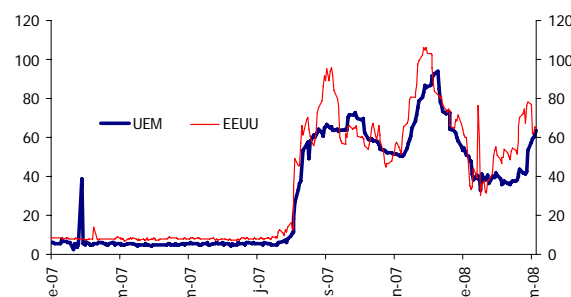
Marta García Tuñón marta.garcia@grupobbva.com

Nicolás Trillo nicolas.trillo@grupobbva.com

Indicador de liquidez interbancaria
(TED Spread = Libor 3m- letra 3m)



Indicador de liquidez interbancaria
(OIS Spread = Libor 3m- OIS 3m)



Por el contrario, en la UEM una lectura por encima de lo esperado de la inflación y la fortaleza de los indicadores macro llevaron a un repunte de los tipos a 2 años superior a los 10 pbs.

- *Los temores a una mayor extensión de los problemas financieros hacia Hedge Funds y sus repercusiones sobre los bancos de inversión se reflejó en el repunte de los diferenciales de crédito. Bear Stearns se ve obligado a obtener financiación de emergencia.*

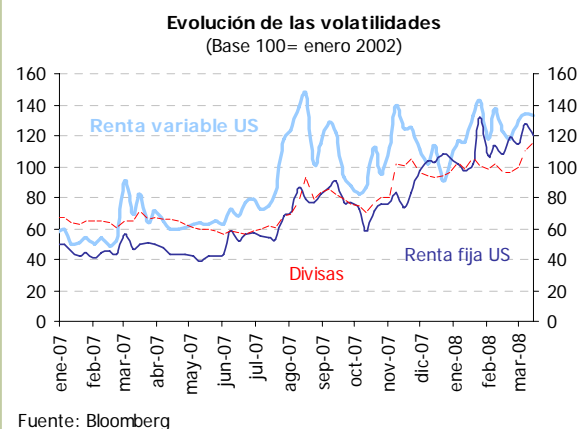
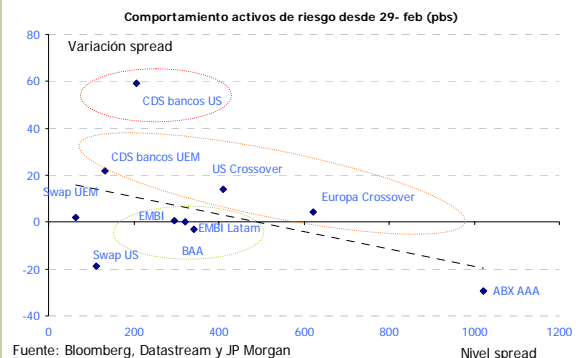
Las tensiones en los mercados financieros se intensificaron a finales de semana después de que el Chicago Mercantile Exchange (CME) subiera las garantías a depositar para operar en el mercado de *Treasuries* y de divisas. Con estos cambios, las garantías oscilarían entre el 5% y el 7% sobre el valor nominal frente al 3% dónde suelen estar en momentos de baja volatilidad.

Esta medida aumenta los temores a que nuevas entidades financieras no puedan hacer frente al pago de estas garantías y sigan vendiendo activos titulizados a cualquier precio. En la última semana, la imposibilidad de Carlyle Capital Corp (CCC) de hacer frente a garantías adicionales de 0,4 mM \$ le llevaron a hacer *default* sobre 16,6 mM \$ y se espera que suceda lo mismo con el resto de su cartera (5 mM \$). La caída de este fondo resalta los problemas que afrontan todos aquellos que estén altamente apalancados, aunque hayan invertido en activos de máxima calidad. De hecho, CCC tenía un apalancamiento próximo a 30 veces y estaba invertido en activos seguros, bonos de agencia (con garantía implícita gubernamental). El mercado examinará ahora lo que hagan los bancos con el colateral que han recibido. Entre los más expuestos, destacaríamos a Citigroup, Lehman. BoA, UBS, Bear Stearns, ING, JP Morgan y Calyon.

El momento para absorber más activos, ya sea titulizados, hipotecarios o de derivados, es el menos propicio. Bear Stearns es un claro ejemplo dada su elevada exposición al riesgo hipotecario. Al final de semana, la Reserva Federal junto con JPMorgan anunciaron un plan para suministrar liquidez por un plazo de 28 días a Bear Stearns. JP Morgan recibirá financiación a través de la ventanilla de descuento de la FED y lo transferirá a Bear Stearn (BS no puede acudir directamente porque no es una *depository institution*).

En esta tesitura, el riesgo bancario ha repuntado considerablemente (el CDS de Bear Stearn supera los 700 pbs, el CDS promedio de la banca de EEUU supera los 250 pbs y el de la UEM los 150 pbs). En general, el sector bancario sigue inmerso en una elevada incertidumbre y asistiendo a la publicación de informes muy negativos por parte de los propios bancos de inversión. El último de ellos el de Deutsche Bank, en el que cifra en 62 mM \$ los posibles *writedowns* para el primer semestre de 2008.

En este contexto, sorprendió el informe publicado por la firma de calificación crediticia S&P en el que estimaba los *writedowns* totales en 285 mM \$, lo que se sitúa claramente por debajo de la mayoría de las estimaciones y sirvió para insuflar optimismo a los índices bursátiles que claramente siguen cotizando un escenario diferente al que descuenta el mercado de crédito.



Con todo, las valoraciones bancarias siguen reflejando un horizonte a corto plazo muy complicado. El valor de mercado de los bancos respecto a su valor en libros ha caído hasta niveles de 1, el menor valor de los últimos 12 años y por debajo de la media histórica (2 en los últimos 15 años y 1,5 en los últimos 30 años).

• Sin señales de vuelta a la confianza en los mercados de bonos municipales.

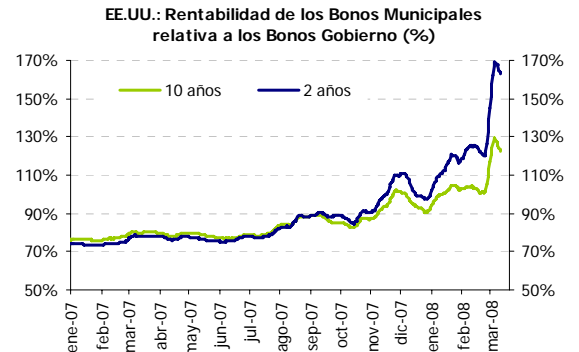
Moody's ha anunciado que a partir del mes de mayo permitirá a los emisores de bonos municipales solicitar un *rating* determinado con criterios similares a los de los bonos corporativos. En general, los bonos municipales han recibido una peor calificación que los *corporate* a pesar de que la probabilidad de *default* es menor.

Este cambio de metodología a la hora de otorgar el *rating* a una emisión de bonos municipales implicaría que todos los estados, excepto Louisiana, recibirían el *rating* AAA. Esta noticia positiva se ha trasladado en cierta medida al mercado de bonos municipales, como muestra el ligero descenso en la ratio entre la rentabilidad del bono municipal y del bono gobierno al mismo plazo (ver gráfico adjunto). También los efectos se han trasladado al mercado de las aseguradoras, donde la ya existente caída en el negocio asegurador de emisiones de bonos municipales se verá agravada por este cambio de metodología con la consiguiente mejora en el *rating* de los municipios. Así, los estados compraron protección del 26% de los 40,8 mM\$ que vendieron entre enero y febrero, frente al 53% del año pasado.

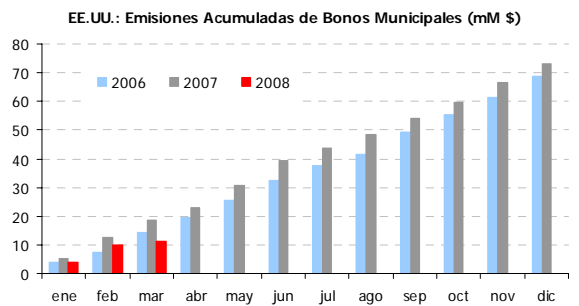
Por otro lado, las emisiones acumuladas hasta la primera semana de marzo también muestran en qué medida toda la incertidumbre sobre los *monolines* ha afectado negativamente a este mercado. Hasta el mes de febrero, las emisiones acumuladas del 2008 son el 80% de las realizadas el año pasado.

• El dólar alcanza nuevos mínimos: ha roto la barrera de 1,55 Usd/€ y cotiza en mínimos de 12 años con respecto al yen, por debajo de 100 yenes/\$.

Continúa la debilidad generalizada del dólar. Su cruce frente al euro ha sobrepasado el 1,55 Usd/€, cotiza por debajo de 100 yenes/\$, ha alcanzado la paridad frente al franco suizo, y se sitúa por encima de 2\$/£. A tenor de estos hechos, son ya varios quienes comienzan a hablar sobre una posible intervención de la divisa.

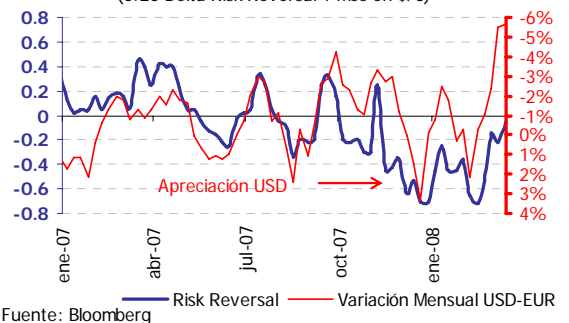


Fuente: Bloomberg. (Medias Móviles de 5 días)



Fuente: Bloomberg

Expectativas descontadas en el mercado de opciones sobre la evolución del \$/€ (0.25 Delta Risk Reversal 1 mes en \$/€)



Fuente: Bloomberg