



Flow watch

18 de abril de 2008

• **Se registra la mayor subida a un día de los plazos cortos de la curva LIBOR. Nuevas actuaciones de los Bancos Centrales.**

Esta semana se ha producido el mayor ascenso en un día desde el inicio de la crisis en la curva del mercado monetario de EE.UU, tras la decisión de la asociación British Bankers' Association de acelerar la investigación de cómo los contribuidores a la curva LIBOR dan el precio que luego servirá para determinar el tipo del mercado monetario. El motivo de esta investigación es que la BBA cree que los tipos de los plazos más cortos están demasiado bajos y no reflejan el precio que realmente están pagando las entidades financieras para conseguir liquidez, considerando que estas tienen incentivos para no informar de lo que realmente están pagando y no mostrar así sus problemas de liquidez.

Por otro lado, la Reserva Federal ha celebrado la cuarta subasta dentro del programa TSLF, a 28 días. Los resultados muestran que la demanda de liquidez sigue siendo elevada. En este caso, los 25 mM\$ en *treasuries* que ofrecía la Fed a cambio de bonos y MBS de agencia han recibido ofertas por un total de 34mM\$, es decir, la ratio de cobertura fue 1,4, superior al 1,18 de la anterior subasta. (comparable en volumen, plazo y rango de colaterales).

Sin embargo, el uso de la ventana de descuento para los *Primary dealers* está siendo más moderado. Los fondos demandados en promedio semanal ascendieron a 24 mM\$, frente a los 33 mM\$, 38mM\$ y 19 mM\$ de las semanas anteriores.

Por otro lado, otros bancos centrales también se han mostrado más activos esta semana. Este sería el caso del Banco de Inglaterra y del Banco Central de Australia. Así:

✓ En relación al Banco de Inglaterra se han conocido algunos detalles sobre los nuevos planes del BoE. En principio, el objetivo sería reanimar la concesión de préstamos hipotecarios. El plan incluiría swaps del tipo del programa TSLF ya implementado por la Fed, aunque se desconoce el plazo del mismo. Una opción que se baraja es que el plazo sea superior al año. Además, el rango de colaterales admitidos se vería ampliado respecto a las subastas ordinarias.

Según ha publicado *The Wall Street Journal*, serían 30 mM€ el valor de los bonos respaldados por hipotecas que el BoE sacaría del balance de las entidades financieras. Además, parece probable que el Reino Unido emita bonos valorados en 10 mM€ para ayudar al BoE en este nuevo plan. En cualquier caso, los detalles exactos del plan, todavía se desconocen.

Escenarios y Sistemas Financieros

Ana Peñalver isabel.penalver@grupobbva.com

Marta García Tuñón marta.garcia@grupobbva.com

Nicolás Trillo nicolas.trillo@grupobbva.com

Mercado Monetario a 18-abr-08										
LIBOR	USD	EUR	GBP	JPY	SEK	CAD	AUD	CHF	NOK	NZD
Oficial	2.25	4.00	5.00	0.50	4.25	3.50	7.25	2.75	5.25	8.25
O/N	2.63	3.96	5.08	0.56	4.35	3.42	7.25	1.99	5.94	8.51
1m	2.87	4.37	5.49	0.68	4.73	3.35	7.54	2.52	6.19	8.79
3m	2.91	4.79	5.89	0.92	4.87	3.55	7.85	2.85	6.33	9.06
6m	3.02	4.80	5.88	0.98	4.94	3.58	8.03	2.93	6.41	9.11
12m	3.07	4.80	5.81	1.09	4.88	3.68	8.12	3.09	6.47	9.14
Diferencial 3m vs Tipo Oficial (pbs)										
18-abr	66	79	89	42	62	5	60	10	108	81
11-abr	46	75	93	43	58	14	68	6	103	86

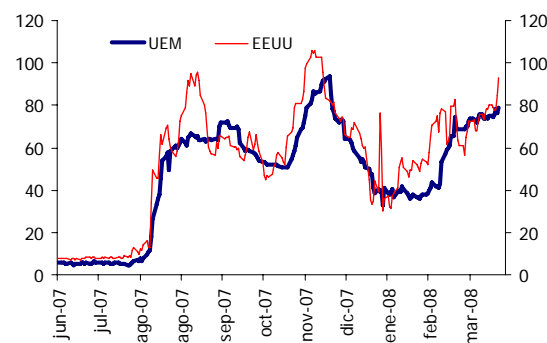
Fuente: Bloomberg

Indicadores de Liquidez (pbs)

	Nivel Actual	Variación última Semana
Libor - Letra Tesoro 3 M	158.2	5.1
Libor - OIS Spread 3 M	93.1	13.0
Euribor - Letra Tesoro 3 M	117.8	24.3
Euribor - OIS Spread 3M	79.0	4.1

Fuente: Bloomberg

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



Fuente: Bloomberg

Por otro lado, los problemas de liquidez en el mercado monetario del Reino Unido se reflejan en la elevada demanda con la que se resolvió la última subasta semanal a tres meses. Así, las instituciones financieras solicitaron fondos por un total de 50 mME, frente a los 13,7mME que ofrecía el BoE, lo que implica una ratio de cobertura de 3,7.

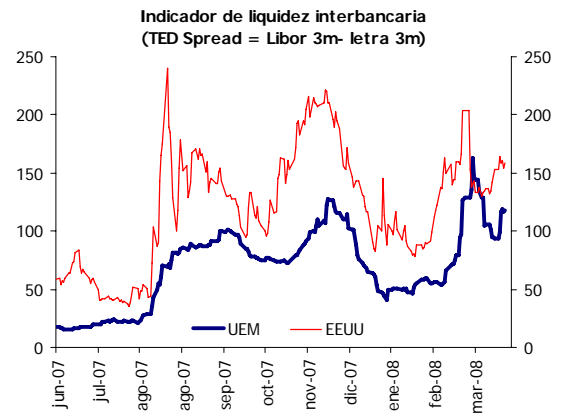
✓ En la misma línea ha actuado el Banco Central de Australia. Así, esta semana, por primera vez, ha realizado un repo a un año por un total de 200M de dólares australianos, por el cuál presta bonos gobierno a cambio de bonos respaldados por hipotecas, con el objetivo de reactivar el mercado hipotecario.

• **Repunte semanal de rentabilidades que no se veía en los últimos cinco años impulsado por la reversión de las expectativas de política monetaria.**

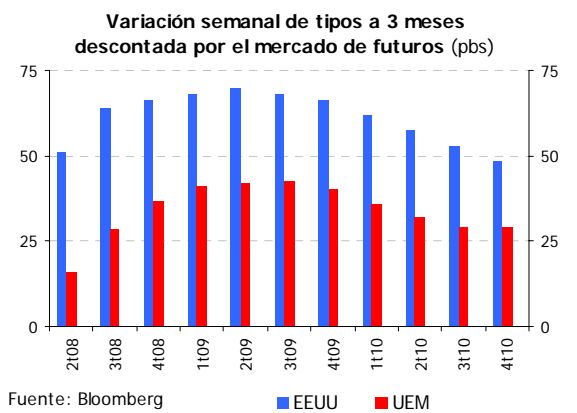
Las rentabilidades de la deuda estadounidense experimentaron la mayor subida semanal de los últimos cuatro años ante las expectativas de que el recorte de la Fed del próximo día 30 tan sólo sea de 25 pbs. En este sentido, las declaraciones de algunos miembros de la Fed (Fisher, Lacker, Yellen) resultaron bastante esclarecedoras al incidir en los riesgos que podría tener sobre la economía mantener bajos los tipos oficiales (excesivamente o por más tiempo del necesario). La reversión de las expectativas de política monetaria se trasladó a lo largo de la curva de deuda, pero especialmente en los plazos más cortos que mostraron un repunte de rentabilidad de casi 45 pbs. Los plazos más largos repuntaron en torno a 30 pbs en rentabilidad, en parte como consecuencia de que las expectativas de inflación se han mantenido bastante estables tras los últimos datos de inflación.

En Europa, la rentabilidad de los bonos a 2 años también experimentó su mayor repunte semanal de los últimos cinco años ante la expectativa de que la aceleración de la inflación impedirá al BCE bajar tipos. De hecho, varios miembros del BCE (Wellink, Weber) han mostrado recientemente su preocupación sobre si los niveles actuales de tipos son suficientes para contener la inflación. Tras estas declaraciones el mercado se plantea si el siguiente movimiento de tipos no será al alza, dejando de lado las expectativas que señalan una moderación de la inflación para la segunda parte del año. La rentabilidad del bono a 2 años alemán repuntó en torno a 35 pbs y la del 10 años en torno a 20 pbs. Al contrario que en el caso de EEUU, en la UEM las expectativas de inflación medidas por los TIPs han retornado a sus niveles máximos del año.

Estos repuntes de rentabilidad parecen estar siendo aprovechados por los inversores internacionales y oficiales. Los últimos datos de custodia por parte de la Reserva Federal muestran a estos agentes adquiriendo Treasurys al mayor ritmo desde el año 2004 y manteniendo sus compras de bonos de agencia.



Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg

• **Repuntes bursátiles impulsados por la publicación de resultados.**

La publicación de resultados bancarios en EEUU ha mostrado la debilidad que atraviesa el sector, salvo en casos puntuales como Wells Fargo y JP Morgan. Pese a que los resultados han estado mayoritariamente por debajo de lo esperado, las bolsas han reaccionado al alza. El repunte bursátil podría deberse a: i) los bancos que ya han ampliado capital parece que no necesitarán volver al mercado para conseguir más (Merrill Lynch y Citigroup), ii) la asunción de que las ampliaciones que están realizando nuevos bancos serán suficientes para solucionar sus problemas de capital. En esa línea se enmarcaría la reciente ampliación de Wachovia (8 mM\$) y la previsible de RBoS (10 mM \$), y iii) la relativa fortaleza que han mostrado los resultados de Wells Fargo y JP Morgan, así como su posición como bancos compradores en el nuevo mapa bancario de EEUU.

En cualquier caso, los índices bursátiles parecen dejar de lado que los resultados bancarios seguirán penalizados en el corto-medio plazo y que es previsible que sigan recortando el dividendo. Además, se mantiene el tensionamiento de los mercados interbancarios y la atención de las próximas semanas podría estar en las agencias de rating: i) Moody's ha puesto bajo vigilancia 261 mM \$ de bonos de Merrill Lynch para rebajarles el rating desde su nivel actual, A1 y ii) el ratio de capital de Citigroup tras la publicación de resultados se situó en el 7.1%, por debajo del 7.5% que el banco considera óptimo para que no se cuestione su actual rating AA- por S&P, tras el recorte de un escalón que se produjo en enero.

• **Ligera recuperación del dólar frente a las principales divisas. El Real Brasileño en máximos.**

El dólar se ha apreciado ligeramente frente al euro como consecuencia de la reducción del diferencial de tipos. En la semana, la reducción ha sido en torno a 10 pbs para los plazos más cortos de la curva (2 años).

Por su parte, la libra esterlina se ha tomado bien la noticia del nuevo plan de rescate que está ideando el BoE (comentado anteriormente) y se ha apreciado en la semana un 1,3% respecto al dólar, cotizando así muy cerca de 2 \$/£, y un 1% respecto al euro, situando el cruce por debajo de los 0,80 €/£

El real brasileño se ha situado en máximos de 9 años tras la decisión de subir el tipo oficial en 50 pbs hasta el 11,75%, frente a los 25 pbs que espera el mercado. Así, el real se ha apreciado en la semana un 2% y ya cotiza en niveles de 1,65 BRL/\$.

Publicación de resultados bancarios del 1t08 en EEUU

Bancos	Fecha	BPA	BPA e	Dif
Bear Stearns	14-abr	0.86	0.876	-2%
Wachovia	14-abr	-0.14	0.376	-137%
Northern Trust	15-abr	1	0.964	4%
US Bancorp	15-abr	0.64	0.628	2%
Washington Mutual	15-abr	-1.4	-1.333	-5%
State Street	15-abr	1.39	1.309	6%
JPMorgan	16-abr	0.68	0.681	0%
Wells Fargo	16-abr	0.6	0.569	5%
CIT Group	17-abr	-1.35	0.553	-344%
Merrill Lynch	17-abr	-2.2	-2.056	-7%
Bank of New York Mellon	17-abr	0.72	0.726	-1%
Capital One	17-abr	1.47	1.436	2%
E*Trade	17-abr	-0.2	-0.105	-90%
Citigroup	18-abr	-1.02	-0.933	-9%
Bank of America	21-abr		0.46	

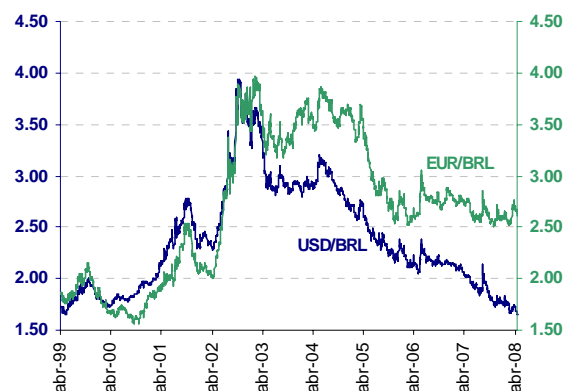
Fuente: Bloomberg

Bancos: Write-downs y provisiones efectuadas en 1t08 (mM \$)

Bancos	Write-downs	Provisiones	Total
Bear Stearns	0.6	---	0.6
Wachovia	1.6	2.8	4.4
JP Morgan	2.6	2.5	5.1
Wells Fargo	---	2	2
Merrill Lynch	3.6	3	6.6
Citigroup	10.6	4.6	15.2

Fuente: Bloomberg y bancos

Cotización USD/BRL y EUR/BRL



Fuente: Bloomberg