

Análisis Financiero

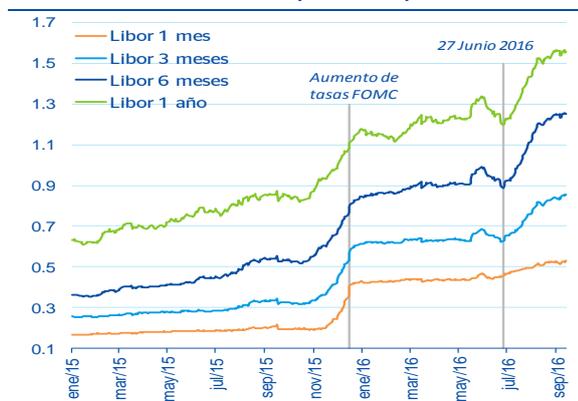
La subida del Libor se debe a la repreciaación y no a las dificultades

María Martínez / Shushanik Papanyan

- La tasa LIBOR aumentó impulsada por los cambios estructurales provocados por la regulación del mercado monetario estadounidense
- Los efectos no han sido significativos en otras regiones. No obstante, a partir de ahora, los mercados internacionales tienen que acostumbrarse a una financiación más cara en USD, lo que representa un riesgo adicional para la rentabilidad de los bancos en el contexto actual de tipos de interés muy bajos
- La mejora de las tasas Libor para dólares estadounidenses una vez que entre en vigor la reforma depende de la posible limitación de la emisión de pagarés a corto plazo o de la salida a la luz de nuevos compradores

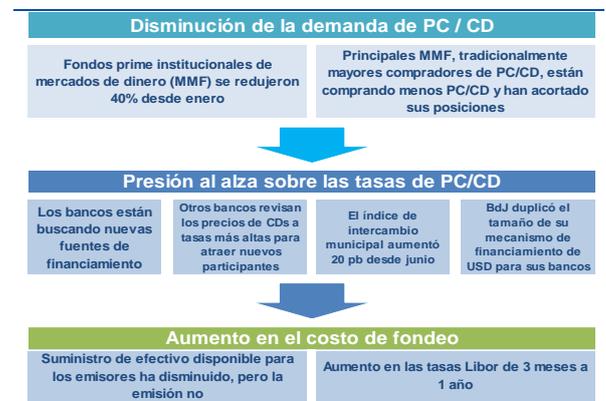
Los mercados financieros han sido testigos de un aumento de los costes de los préstamos a corto plazo. La tasa Libor a tres meses denominada en dólares estadounidenses ha ido aumentando de manera constante con una subida general de 23 puntos básicos entre el 27 de junio de 2016 y el 14 de septiembre de 2016. Asimismo, las tasas Libor denominadas en dólares estadounidenses a 6 meses y un año han aumentado, respectivamente, en 37 y 36 puntos básicos. El aumento anterior cualitativamente similar que se produjo en las tasas Libor a tres meses y a un año fue impulsado por la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal con la decisión de aumentar los tipos de los fondos federales, ya que las subidas bruscas del Libor están normalmente relacionadas con entornos similares a la crisis financiera de 2009 y con la mermada confianza en la credibilidad de los bancos. No obstante, esta vez se trata de un cambio estructural en forma de reforma legislativa en el sector de fondos de mercado monetario de Estados Unidos¹ lo que ha impulsado las tasas Libor a tres meses y a un año, pero ha dejado la tasa a un mes prácticamente sin variaciones con tan solo una subida de 7 puntos básicos desde junio.

Gráfico 1
Libor basado en el dólar (Diario, %)



Fuente: Haver Analytics, IE y BBVA Research

Cuadro 1
Impacto de la reforma legislativa del mercado monetario estadounidense



Fuente: BBVA Research

¹ El mercado monetario estadounidense es el segmento del mercado financiero que participa en los préstamos a corto plazo, en los préstamos, las compras y las ventas de activos con vencimientos a un año o menos, y desempeña un papel financiero fundamental en la economía del país. Las operaciones financieras incluyen instrumentos tales como los bonos del Tesoro, pagarés, certificados de depósito, letras de cambio, pactos de recompra, fondos federales y valores respaldados por activos y por hipotecas de corta duración. Los fondos de los mercados monetarios son el principal canal de gestión de efectivo para los particulares, empresas, organizaciones sin ánimo de lucro y organismos gubernamentales.

Mercado estadounidense

En 2014, la SEC (Comisión de Bolsa y Valores estadounidense) aprobó determinadas normas de reforma de los fondos del mercado monetario que se aplicaron de manera gradual (véase el Cuadro 1 para obtener más detalles sobre el objetivo y principales características de la reforma), si bien el conjunto de normas principal y definitivo entrará íntegramente en vigor el 14 de octubre de 2016 y es probable que ya haya impulsado el aumento de las tasas del Libor. De conformidad con las nuevas normas relativas a los fondos del mercado monetario, la fijación de precios de fondos institucionales principales y de la financiación municipal institucional se tendrá que convertir en valores liquidativos variables (VNAV) en vez de en el método anterior de un NAV fijado en un 1 \$ por acción. Al mismo tiempo, los fondos mutuos del mercado monetario de la Tesorería estadounidense, del gobierno, de tipo *prime* minorista y de tipo municipal minorista tienen permitido seguir ajustando los precios empleando un NAV estable. La aplicación de NAV variables pone el peso sobre los mercados monetarios, ya que el valor del fondo debe actualizarse varias veces al día. También afecta al tiempo y precisión de las operaciones y a la facilidad para convertir fondos en activos líquidos.

Se produjo un reajuste de la financiación del mercado monetario en el que tanto los fondos tipo *prime* minoristas como institucionales disminuyeron en un total de 518.000 millones de dólares, una caída del 37 %, mientras que los fondos gubernamentales aumentaron en 559.000 millones de dólares desde enero de 2016. El miedo a la incapacidad para amortizar fácilmente las participaciones en fondos tipo *prime*, debido a las dificultades vinculadas a los tiempos de las actualizaciones de los VNAV y la ejecución de las operaciones, hizo que los inversores trasladasen su dinero de los fondos tipo *prime* a fondos gubernamentales. Al mismo tiempo, los fondos institucionales son tradicionalmente los principales compradores de pagarés bancarios (PB) y certificados de depósito (CD). A medida que se redujeron los activos de fondos institucionales tipo *prime*, también disminuyó la demanda de los PB y los CD. Como consecuencia, los bancos se han quedado buscando nuevos recursos de financiación e incrementando la presión sobre los tipos de los PB y los CD y sobre el coste global de la financiación. Asimismo, el mercado de bonos municipales también ha estado bajo presión. El aumento de la demanda de financiación mayorista en el mercado estadounidense del Libor es la causa del aumento de los tipos del Libor.

Cuadro 2

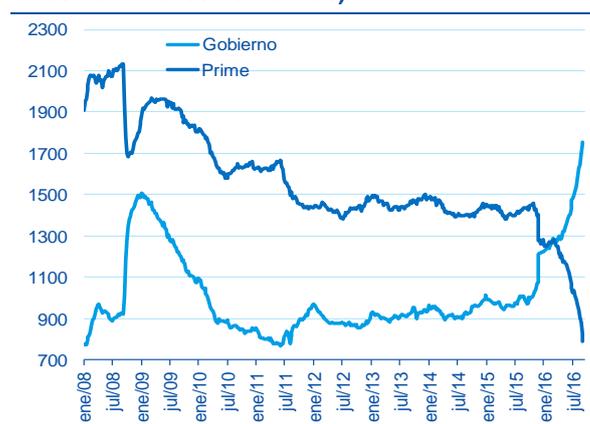
Todos los fondos del mercado monetario estadounidense (Total de activos netos semanales, miles de millones de dólares, %)

Var. en el año	Total	Gobierno	Prime
Todos los fondos de mercados de dinero	-74.8	559.3	-517.8
Fondos institucionales de mercados de dinero	12.8	401.3	-349.9
% del total		72	68
Fondos minoristas de mercados de dinero	-87.6	158.0	-167.9
% del total		28	32
Desde 27-Jun-2016	Total	Gobierno	Prime
Todos los fondos de mercados de dinero	-58.9	310.7	-319.1
Fondos institucionales de mercados de dinero	-34.5	234.1	-255.4
% del total		75	80
Fondos minoristas de mercados de dinero	-24.4	76.6	-63.7
% del total		25	20

Fuente: Bloomberg, ICI y BBVA Research

Gráfico 2

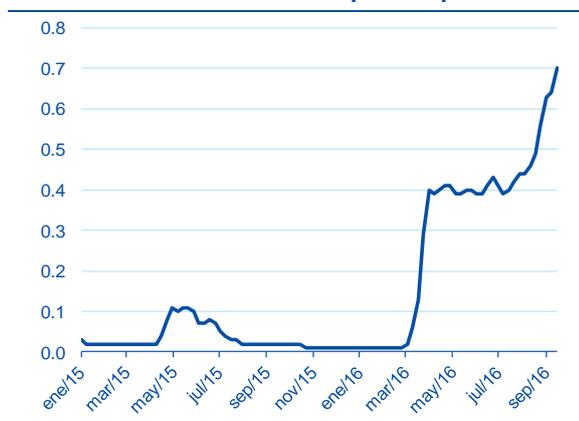
Todos los fondos del mercado monetario estadounidense (Total de activos netos semanales, miles de millones de dólares)



Fuente: Bloomberg, ICI y BBVA Research

Gráfico 3

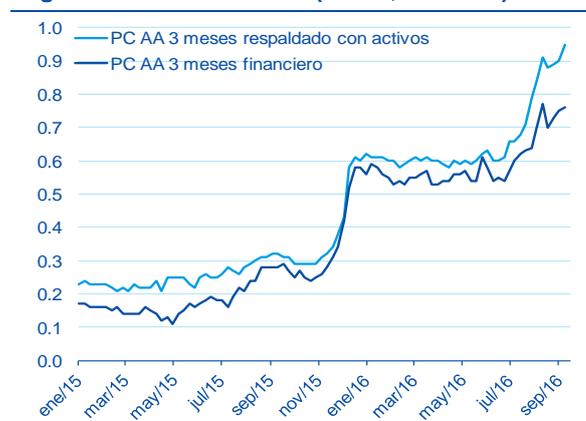
Índice estadounidense Municipal Swap Index



Fuente: Haver Analytics, BMA y BBVA Research

Gráfico 4

Pagarés estadounidenses (Media, % al año)



Fuente: Haver Analytics, FRB y BBVA Research

Impacto en otros mercados

El aumento en los costes de financiación en USD a corto plazo está reavivando los miedos de que dichas subidas se contagien a otras regiones. El fantasma de la crisis de Lehman Brothers y la posibilidad de una escasez de liquidez de dólares en los mercados internacionales todavía está presente. No obstante, hasta ahora, el impacto de la próxima normativa de la SEC en otros mercados ha sido menor, más allá de alguna restricción en los *swaps* de divisas (principalmente en Japón) y presiones depreciatorias sobre el RMB. Se espera que se produzca un endurecimiento transitorio de las condiciones de financiación, dado que el repunte está principalmente relacionado con un cambio en el entorno normativo en vez de en los riesgos de liquidez; no obstante, a partir de ahora, los mercados internacionales tendrán que acostumbrarse a una financiación más cara en USD. A pesar de ello, no parece haber a la vista otra crisis de liquidez, ya que los bancos están coordinados para ofrecer, en caso de que fuese necesario, líneas *swap* de provisión de liquidez a fin de ayudar a inyectar liquidez en el sistema y a mantener otros tipos de préstamos bajos.

Las modificaciones previstas en la normativa de fondos del mercado monetario estadounidense ya están incidiendo en los mercados de *swaps* de divisas. Los bancos extranjeros que recaudan fondos en sus países y cambian dichos fondos a USD se enfrentan ahora a costes de cobertura más elevados, en concreto, en Japón. En la zona euro y el Reino Unido, dichos costes aumentaron, pero se redujeron en verano una vez que se fueron disipando los temores relacionados con el *brexite*. En este contexto, en julio, el Banco de Japón decidió apoyar la financiación de divisas extranjeras por parte de firmas e instituciones financieras: 1) para aumentar el tamaño del programa de préstamo de dólares estadounidenses para respaldar el crecimiento (de 12.000 millones de USD a 24.000 millones de USD (cerca de 2,5 billones de JPY)) y 2) para establecer un nuevo programa para prestar JGB para colateral frente a las operaciones de financiación en USD. Al principio, las reacciones de los mercados de *swaps* a estas medidas fueron positivas. No obstante, los diferenciales de *swaps* de divisas JPY/USD a 3 meses siguen siendo más amplios que aquellos de otras divisas importantes.

Además de este impacto, los cambios en la normativa de fondos del mercado monetario estadounidense están añadiendo presiones depreciatorias sobre el RMB, que podrían intensificarse si la Reserva Federal realiza ajustes este mes y ya que el dólar estadounidense se fortalecería. El motivo es que la deuda corporativa china en dólares está principalmente basada en el Libor y, por lo tanto, cuando sube el Libor, aumenta la presión sobre el mercado de divisas. Esto anima a las compañías a reembolsar sus préstamos en el extranjero, añadiendo presión al RMB para que se debilite. Si el Libor se mantiene fuerte, un aumento de la presión depreciatoria endurecería las condiciones de financiación y, por tanto, el Banco Popular de China tendría que tratar de contener los flujos de salidas de capital de China para evitar la presión en el mercado de bonos chino.

En este contexto, más allá del endurecimiento de las condiciones de financiación del USD y de los mercados de *swaps* de divisas y el RMB, los efectos en otras regiones han sido limitados. En concreto, en la zona euro, los

tipos de interés no se han visto afectados. El diferencial Euribor-OIS a tres meses se ha mantenido anclado en niveles muy bajos desde mediados de 2012 y, en los últimos meses, el diferencial ha caído por debajo de los 10 puntos básicos. Además, el BCE todavía ofrece liquidez en USD, pero la demanda de operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses parece muy baja por parte de los bancos de la zona euro en comparación con la época de la crisis financiera. En concreto, el uso por parte de los bancos de las subastas de dólares del BCE, que les permiten contraer los préstamos que deseen, siempre que tengan colateral, ha disminuido en los últimos tres años, ya que los mercados se han calmado y las instituciones financieras han empezado a prestarse unas a otras de nuevo. Las últimas subastas han recibido ofertas por valor de escasas decenas de millones de dólares y en algunas no se presentó ningún licitador. En el Reino Unido, los tipos de la GBP han mostrado signos de estrés financiero, experimentando una tendencia alcista pero básicamente reflejando la incertidumbre creada por el *brexít*. El diferencial GBP Libor-OIS a tres meses aumentó cerca de los 16 pb desde los 15 pb tras el resultado del *brexít*, pero desde agosto se ha estabilizado en cerca de 20 pb (sigue por encima de los niveles anteriores al *brexít*).

Gráfico 5
Diferenciales de swaps de divisas (pb)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 6
Libor y Yuan a 3 M



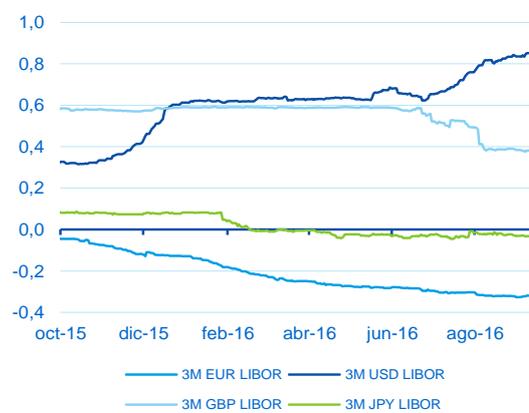
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 7
Diferenciales OIS a 3 M (pb)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 8
Tasas LIBOR (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

¿Qué pasará después?

Las tasas Libor seguirán bajo una presión alcista mientras la disponibilidad de la financiación para los emisores estadounidenses del mercado de crédito siga siendo limitada, aunque no varíe la emisión de PB y CD. Por lo tanto, las tasas Libor dependerán de cuándo y cómo se establezcan los fondos estadounidenses tipo *prime* una vez que entre en vigor la nueva normativa, y también dependerán de si los bancos aumentan o disminuyen su emisión de PB.

Una vez que se lleve a cabo la reforma, será posible la normalización de las tasas Libor a niveles más bajos, dado que los inversores ganan confianza en la aplicación de VNAV. Los fondos tipo *prime* restablecerán rendimientos superiores en comparación con los fondos gubernamentales y deberían atraer de nuevo, como mínimo, a una parte del flujo hacia los fondos tipo *prime*. Al mismo tiempo, es probable que algunos inversores corporativos y particulares que tienen necesidades de liquidez inmediatas y tienen que acceder a su dinero durante el día hayan abandonado los fondos tipo *prime* de forma permanente. Asimismo, la revisión de los tipos al alza de la deuda a corto plazo será una oportunidad propicia para los inversores que buscan rendimiento en el actual entorno de rendimientos bajos y negativos. También se producirá un ajuste del lado de la oferta ya que la emisión de PB/DC ya ha mostrado signos de ralentización.

Los mercados internacionales tienen que acostumbrarse a una financiación más cara en USD, ya que no se trata de una reacción del mercado a una noticia, sino de una reforma estructural que cambiará la forma en la que los inversores colocan su liquidez en el tiempo. Sin duda, se trata de un cambio estructural que afecta a una de las principales fuentes de financiación a corto plazo del sistema bancario. Esto puede representar una amenaza adicional para la rentabilidad de los bancos internacionales, que ya están luchando con tipos de interés nacionales negativos (p.ej. en Japón y en Europa).

Conclusiones

La reforma del mercado monetario soportará los costes y reducirá el espacio de los fondos tipo *prime*. En el corto a medio plazo, los emisores de deuda estadounidense sufrirán las dificultades de un Libor mayor y tendrán que ajustarse al cambio estructural del mercado. Las dificultades también las experimentarán las empresas y los consumidores, abrumados por las deudas, que contrajeron préstamos con tipos variables, ya que el mercado de préstamos apalancados, así como muchos tipos de consumo variables, como las hipotecas y los préstamos a estudiantes, están vinculados al Libor. Esto podría provocar un efecto de endurecimiento de las condiciones financieras estadounidenses y suponer un obstáculo para el crecimiento económico. Asimismo, los fondos que fluyen a bonos del Tesoro a corto plazo pueden reducir la presión sobre los plazos más cortos de la curva de rendimiento de la tesorería y podrían silenciar el efecto del ciclo de políticas restrictivas de la Reserva Federal. No obstante, es probable que el coste de financiación a corto plazo posterior a la aplicación de la reforma se estabilice e incluso se reduzca. Con el tiempo, la revisión de los activos y rendimientos más altos procedentes de los fondos tipo *prime* atraerán a nuevos y a antiguos compradores de deuda a corto plazo, catalizando de ese modo una parte del flujo hacia los fondos de mercados de tipo *prime*, que deberían servir para estabilizar los costes de financiación.

Las repercusiones en otras regiones no han sido muy importantes, más allá de alguna restricción en los *swaps* de divisas (principalmente en Japón) y las tensiones de depreciación sobre el RMB. Se espera que se produzca un endurecimiento transitorio de las condiciones de financiación, dado que el repunte está principalmente relacionado con el cambio en el entorno normativo en vez de con un riesgo de liquidez. No obstante, a partir de ahora, los mercados internacionales tienen que acostumbrarse a una financiación más cara en USD, lo que representa un riesgo adicional para la rentabilidad de los bancos en el contexto actual de tipos de interés muy bajos.

Cuadro 1

La reforma del mercado monetario entrará en vigor el 14 de octubre de 2016**Valor liquidativo (NAV) variable**

- Los fondos del mercado monetario municipales e institucionales se moverán de un NAV estable (1,00 \$ por acción) a un NAV variable.
- Los fondos del mercado monetario de la Tesorería de Estados Unidos, del gobierno, de tipo *prime* minorista (objetivo general) y de tipo minorista municipal seguirán siendo aptos para fijar el precio en un NAV estable.

Tasas y recaudación

El fondo puede imponer una tasa de hasta un 2 % sobre las amortizaciones si los activos del fondo que pueden liquidarse en un plazo de una semana caen por debajo del 30 %; una tasa de un 1 % si cae por debajo del 10 % o el fondo también podría impedir las amortizaciones por completo hasta un plazo de 10 días si se incumple el umbral del 30 %.

Diversificación de la cartera, divulgación y pruebas de estrés

- Divulgación diaria a través de la web del NAV de mercado, activos líquidos como un porcentaje del total de activos, flujos netos del día anterior.

El motivo

- Para abordar los riesgos de las actuaciones de los inversores en los fondos de los mercados monetarios, a la vez que se preservan los beneficios del fondo.

Complicaciones

- Calcular y publicar los NAV actualizados para el VNAV, dado que la fijación de precios debe producirse varias veces al día. El consenso actual del sector es implantar tres actualizaciones programadas a diario.
- La facilidad de acceso de capital en los fondos tipo *prime* se ha visto debilitada. Con un fondo tipo *prime* con múltiples NAV, habrá una mayor necesidad de precisión de los tiempos de ejecución de las operaciones, dado que el tiempo necesario para procesar la operación puede ser de hasta 3 horas. Esto puede cambiar las reglas del juego de los inversores de liquidez que acceden a sus fondos varias veces al día.
- Los VNAV pueden generar ganancias o pérdidas para los accionistas de estos fondos y, por lo tanto, generar una exposición fiscal de las plusvalías.

Fuente: SEC y BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.