



Flow watch

15 de febrero de 2008

- *Inclinación adicional de las pendientes de la deuda, especialmente en EEUU, donde los plazos más cortos se benefician del efecto refugio.*

En EEUU, la rentabilidad de los bonos a 2 años retrocedió en torno a 5 pb, a pesar del ligero repunte en las expectativas de política monetaria con respecto a la semana pasada. Éstas han estado favorecidas por el trasvase de flujos que está habiendo desde una amplia gama de productos que se están viendo muy afectados recientemente. En concreto, problemas de liquidez en el mercado de bonos municipales (comentados más adelante en este informe), junto con la rebaja de calificación crediticia de la aseguradora FGIC por parte de Moodys, incrementaron el efecto refugio. Asimismo, el discurso de Bernanke ante el Senado vino a confirmar las expectativas del mercado. El presidente de la Fed constató el deterioro de las perspectivas de crecimiento y su determinación a seguir bajando las tasas de interés.

Sin embargo, mostró una visión algo más positiva para la recta final del año, donde espera que comiencen a surtir efecto los estímulos fiscales y monetarios que se han venido realizando. Estos comentarios junto con la débil subasta la pasada semana de bonos a 30 años pesaron sobre los bonos de largo plazo. Los bonos a 10 y 30 años repuntaron 15 pb y 20 pb respectivamente en la semana. A pesar de que se han moderado marginalmente las expectativas de inflación.

En Europa, el movimiento de la curva fue más homogéneo hasta el final de semana, donde los problemas financieros volvieron a presionar a la baja a los tramos más cortos de la curva, aunque en menor medida que en EEUU. Sin embargo, hasta ese momento, los tramos cortos se habían visto impulsados por la corrección de las expectativas de política monetaria. El BCE sigue insistiendo en los riesgos sobre la inflación y en su determinación a no mover los tipos de interés oficiales por el momento, tal y como ya han hecho la Fed y el BoE. Además, los tipos en la zona euro también pudieron verse impulsados al alza tras la sorpresiva subida de tipos de Suecia de 25 pbs hasta el 4,25% para intentar controlar la inflación. De igual forma, el informe de inflación del BoE en el que aumentan su previsión de inflación también hizo repuntar a la curva de deuda del Reino Unido.

Los diferenciales de deuda entre la UEM y EEUU volvieron a ampliarse en los tramos cortos, aunque se estrecharon en los más largos.

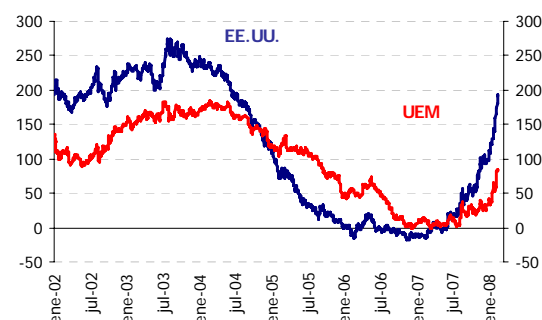
Escenarios y Sistemas Financieros

Ana Peñalver isabel.penalver@grupobbva.com

Marta García Tuñón marta.garcia@grupobbva.com

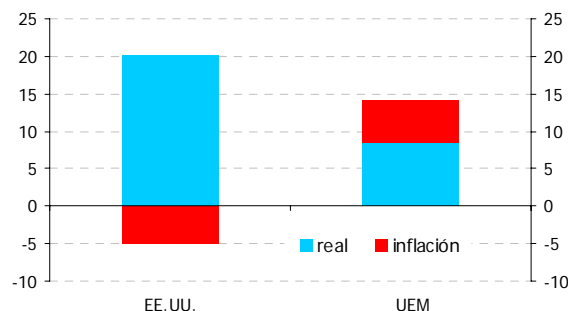
Nicolás Trillo nicolas.trillo@grupobbva.com

Pendiente 10-2 años en EE.UU. y Europa (pb)



Fuente: Bloomberg

EE.UU.-UEM: Descomposición del cambio en el tipo a 10 años en la última semana (pb)



Fuente: Bloomberg

- Sin avances en el plan de rescate de las aseguradoras. Nuevas iniciativas serían la nueva propuesta de Buffet de reasegurar 800 mM\$ de los bonos municipales o la división del mercado asegurado en dos, bonos municipales y derivados, con el fin de salvar al mercado de deuda municipal que comienza a verse perjudicado.

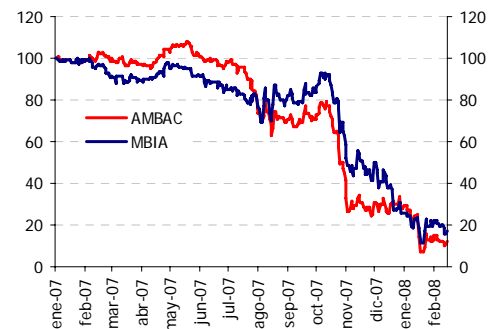
El plan de rescate de las aseguradoras sigue a la espera aunque se deberían de empezar a cerrar los términos antes de que el recorte de *rating* sea efectivo sobre las más importantes. Por el momento, *Moody's* ha rebajado a FGIC de AAA a A3 y sigue en revisión para nuevas bajadas. AMBAC y MBIA continúan en revisión.

Entre tanto se siguen barajando otras alternativas. Destacamos: (i) Warren Buffet propuso a las tres mayores aseguradoras AMBAC, MBIA y FGIC reasegurar 800 mM\$ de deuda municipal, con una inyección de 5mM\$, y (ii) separar el mercado asegurado por los monolines en dos. Una parte se dedicaría al negocio de los bonos municipales y la otra se centraría en los derivados. Esta medida, intenta que la pérdida de capitalización de las aseguradoras y la posible pérdida de rating no tengan efectos negativos sobre los bonos municipales. Aunque esta incertidumbre sobre el rating de monolines ya está empezando a afectar a la deuda municipal, como muestran los resultados de las subastas de ARS (*Auction Rate Securities*).

Los ARS son instrumentos de deuda municipal a tipo variable, pero en lugar de estar referenciados al *libor* u otra referencia, el rendimiento se determina en una subasta semanal o mensual de refinanciación. Las últimas subastas celebradas muestran el poco interés de los inversores sobre este activo, hecho que queda reflejado en la evolución que ha registrado el diferencial de este activo respecto al tipo *libor*, ambos a un mes. Este diferencial marcaba unos niveles promedio en torno a 30 pbs antes de diciembre del 2007, mientras que el promedio desde esa fecha se sitúa por encima de los 100 pbs. Como datos concretos, destacar que ante la escasez de demanda, los intereses a una semana de la deuda de Port Authority de Nueva York han ascendido de 83 M\$ a 389 M\$, mientras que otras subastan han quedado sin resolverse. Si la demanda no vuelve a este mercado, los emisores tendrán que seguir pagando tipos muy elevados, o tendrán que buscar otras vías de refinanciar su deuda en un momento de contracción del crédito.

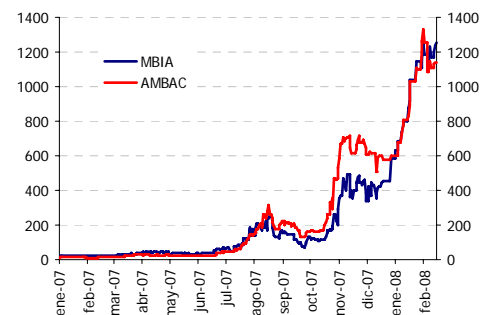
En cualquier caso, parece que este tipo de deuda no atraviesa por un buen momento. Según algunos analistas, de los 300 mM\$ de deuda que componen este mercado el 80% estaría asegurado, por lo que la incertidumbre va a continuar hasta que se resuelva el tema de cómo se va a salvar a la industria de los *monolines*. Además, UBS, el segundo mayor suscriptor de esta deuda, y otros bancos han comentado que van a dejar de respaldar a estos activos en las subastas. La acumulación en sus balances de LBOs por financiar, CMBS, RMBS, CBOs, líneas de crédito para clientes y estructuras fuera de balance, les llevan a no poder asumir más riesgos, aunque sean de una naturaleza menor a los que ya han adquirido. En esta línea destacaríamos las sorpresas negativas acerca de AIG, IKB, WestLB y Natixis.

EE.UU.: Cotización Bursátil de las Aseguradoras de Bonos (Indice 100 = 01/01/2007)



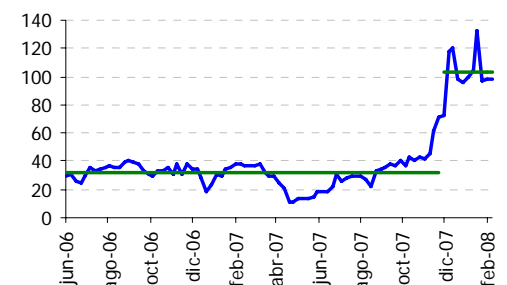
Fuente: Bloomberg

EE.UU.: CDS 5 años, Aseguradoras de Bonos



Fuente: Bloomberg

EE.UU.: Diferencial ARS (Auction Rate Securities) vs Libor (1 Mes)



Fuente: Bloomberg

- *Nuevo retroceso del dólar frente a una amplia mayoría de divisas y en particular frente al euro, donde ha retornado al centro del rango 1.44-1.49.*

La depreciación del dólar podría atribuirse a las palabras de Bernanke de que seguiría bajando los tipos de interés, aunque también es posible que se haya visto apoyada por factores técnicos. En concreto, en su cruce con el euro, las expectativas descontadas en el mercado de opciones a un mes se ubicaban en niveles extremos a favor del dólar, situación que esta semana se ha revertido hasta niveles neutrales. Además, las posiciones especulativas en futuros eran las menos favorables al euro desde principios de 2006.

Una de las pocas divisas con las que se ha apreciado el dólar ha sido el yen, aunque las expectativas descontadas en el mercado de opciones son ya muy favorables para el dólar y no parece que exista recorrido adicional en el corto plazo. Además, las posiciones en futuros siguen apoyando la apreciación del yen, así como la caída en el diferencial de tipos a un año entre EEUU y Japón.

- *La curva del mercado monetario apenas experimenta cambios con la quinta subasta TAF. Se registra el menor nivel de peticiones de liquidez de la banca europea desde el inicio de la crisis, mientras que las tensiones de la curva experimentan un ligero ascenso.*

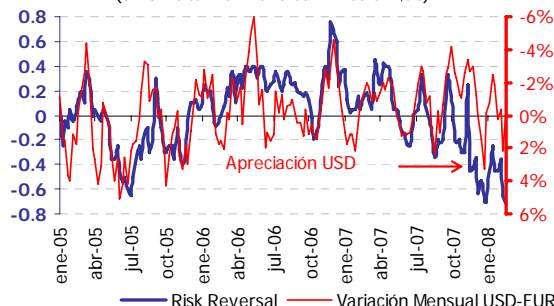
Se ha celebrado la quinta subasta de la TAF (Term Auction Facility). El resultado muestra que fueron 66 las entidades que demandaron los 30 mM \$ que la Fed ofrecía en esta subasta a 28 días. El tipo de la operación fue del 3,01%, es decir, sólo 1 pbs por encima del tipo oficial. Esta subasta ha generado mayor interés que las últimas celebradas; 66 ha sido el número de oferentes que ha demandado liquidez frente a los 56 de la subasta anterior. Con esto, se demuestran que las tensiones de liquidez siguen siendo significativas. De acuerdo con lo ya anunciado por la FED, las subastas se van a seguir celebrando cada dos semanas durante el tiempo que sea necesario suministrar liquidez en el corto plazo.

Por otro lado, el balance del BCE muestra que la banca ha reducido su petición de liquidez por primera vez desde el inicio de la crisis. (Ver gráfico adjunto), aunque esto no es un reflejo de que las tensiones en el mercado interbancario hayan retornado a niveles cercanos a los previos a la crisis. En la última semana los niveles de la curva del mercado monetario del Euro se han incrementado en promedio 4 pbs, principalmente por razones de política monetaria. El mercado ha retrasado el recorte en 25 pbs de mayo hasta junio.

Por último, destacar que el papel comercial con colateral y el financiero han vuelto a caer por segunda semana consecutiva, provocando una caída de casi el 1% de saldo vivo del papel comercial, hasta los 1835 mM\$. Las caídas registradas por el ABCP y el papel financiero han sido prácticamente de la misma magnitud, un 0.8%, hasta los niveles de 796 mM\$ y 851 mM\$ respectivamente.

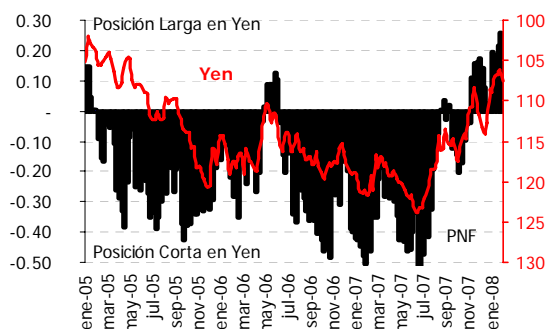
Expectativas descontadas en el mercado de opciones sobre la evolución del \$/€

(0.25 Delta Risk Reversal 1 mes en \$/€)



Fuente: Bloomberg

Posiciones Netas no comerciales en Futuros Yen

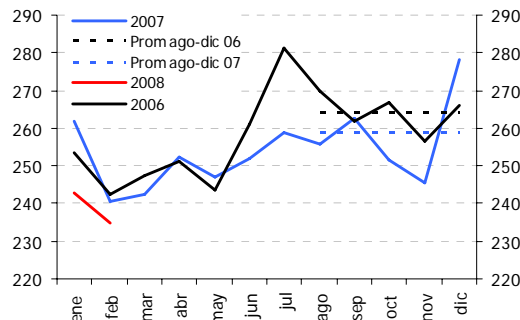


Fuente: BBVA - Capital Flows, CFTC y Bloomberg

Mercado Monetario a 15-feb-08										
LIBOR	USD	EUR	GBP	JPY	SEK	CAD	AUD	CHF	NOK	NZD
Oficial	3.00	4.00	5.25	0.50	4.00	4.00	7.00	2.75	5.25	8.25
O/N	3.20	4.02	5.28	0.59	4.20	3.91	7.01	2.69	5.77	8.28
1m	3.12	4.18	5.55	0.65	4.48	3.95	7.22	2.64	5.68	8.54
3m	3.07	4.36	5.65	0.90	4.69	3.98	7.72	2.77	6.01	8.85
6m	2.97	4.35	5.59	0.96	4.80	3.90	7.97	2.79	6.05	9.10
12m	2.74	4.35	5.46	1.05	4.74	3.81	8.26	2.81	5.95	9.27
Diferencial 3m vs Tipo Oficial (pbs)										
15-feb	7	36	40	40	69	-2	72	2	76	60
8-feb	9	33	35	39	49	-6	50	-3	61	65

Fuente: Bloomberg

BCE: Crédito Neto a Entidades Financieras (mM €) (a)



(a) Préstamos menos depósitos en euros en entidades de crédito de la zona euro en relación a operaciones de PM