



Flow watch

22 de febrero de 2008

- *La percepción de riesgo aumenta con los problemas para encontrar capital de las aseguradoras americanas, las dificultades para emitir deuda por parte de los municipios y la publicación de resultados bancarios en Europa.*

El mercado sigue cotizando una elevada incertidumbre en diferentes ámbitos: crecimiento e inflación en el mundo, situación de las aseguradoras de bonos en EEUU y su implicación sobre la deuda municipal y la situación bancaria en general.

Desde el lado macro, las últimas previsiones de los miembros del Consejo de la Fed muestran una revisión a la baja de las expectativas de crecimiento y al alza en inflación. Además, la inflación de enero conocida superó la del consenso de analistas. Asimismo, en Alemania también se aprecian síntomas de preocupación con la inflación ante la evolución de la negociación salarial y los precios de producción conocidos. A tenor de la corrección al alza de las expectativas de política monetaria, parece que los mercados se han decantado esta semana por cotizar los riesgos en inflación, máxime después del repunte de las materias primas: petróleo, oro, cobre y platino, entre otras.

Con respecto al sector asegurador, Ambac está buscando capital con el objetivo de dividir su negocio en dos y así separar los bonos municipales de los productos estructurados. No está definido cómo se va a repartir el capital ya existente entre las dos partes. Una idea que se baraja es la de dejar el capital suficiente para mantener un rating atractivo, aunque inferior al actual, para los inversores en la parte de los productos estructurados. El resto del capital junto a nuevas inyecciones de capital se invertiría en la parte más segura del negocio, los bonos municipales. Para ello se mantienen conversaciones con algunos SWF y grandes inversores como Wilbur Ross y Warren Buffet.

Por otra parte, se mantienen los problemas en las emisiones municipales y de empresas de servicios públicos. Las que obtienen demanda lo hacen a tipos considerablemente superiores a lo que se registraban apenas hace dos semanas. Esto podría repercutir en que las empresas de servicios públicos trasladen a precios el encarecimiento de la financiación, por lo que podrían aumentar desde los peajes de las autopistas hasta los servicios médicos. Así, este factor también podría añadir presión sobre la inflación.

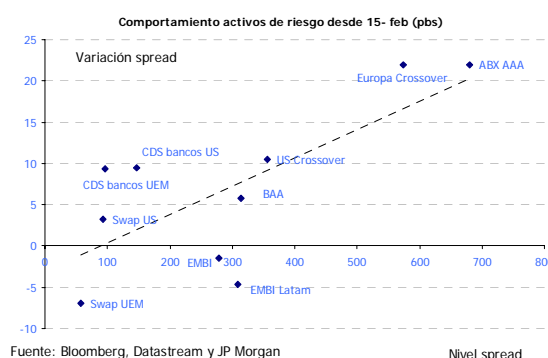
Cabe destacar la diferente aproximación tomada con las SIVs por diferentes bancos. Así, si Standard Chartered decidió abandonar el rescate de 7,15 mM \$ en su SIV, Dresdner Bank (perteneciente a Allianz) apoyará su SIV K2 que actualmente posee activos de 19 mM\$.

Escenarios y Sistemas Financieros

Ana Peñalver isabel.penalver@grupobbva.com

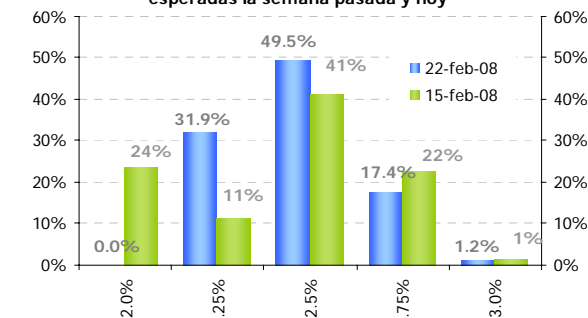
Marta García Tuñón marta.garcia@grupobbva.com

Nicolás Trillo nicolas.trillo@grupobbva.com



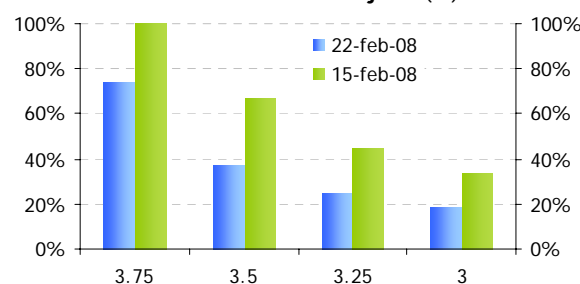
Fuente: Bloomberg, Datastream y JP Morgan

Fed: Probabilidades implícitas de las opciones sobre los fondos federales para las reuniones de marzo esperadas la semana pasada y hoy



Fuente: Bloomberg

UEM: probabilidades descontadas en los futuros sobre el Eonia de junio (%)



Fuente: Bloomberg y SEE

Sin duda, la noticia que más penalizó al sector fue el aumento inesperado de *writedown* realizado por Credit Suisse. Del resto de resultados publicados en Europa señalaríamos la elevada exposición al crédito que todavía mantienen en sus balances. Como punto positivo, el volumen de operaciones de LBO pendientes de financiación continúa disminuyendo. En este caso la variación ha sido de -18 mM\$, hasta los 128 mM\$, como consecuencia de las operaciones que se han completado, cuyo volumen ha ascendido a 26 mM\$, si bien las mismas han sido fuera de EEUU y Europa.

• Nueva semana de descensos en el saldo vivo del papel comercial.

La incertidumbre en el crédito continúa. Esta es la cuarta semana consecutiva de descensos en el saldo vivo de papel comercial. La caída en el papel comercial con colateral ha sido de 12 mM\$ hasta los 784 mM\$, el mismo descenso que ha registrado el resto de papel comercial, hasta los 1032 mM\$. Asimismo, se ha producido un repunte de las tensiones interbancarias en EEUU, algo que no ha sucedido en Europa.

• La emisión de bonos convertibles, en máximos.

El mercado de los bonos convertibles es uno de los pocos que está experimentando un importante avance desde que se iniciaran los problemas en el mercado de crédito. Los bonos convertibles, instrumento de deuda que paga un cupón por debajo de la deuda *standard* de una compañía a cambio de tener la opción de cambiar el bono por acciones de la compañía con una prima, se han visto beneficiados por las expectativas de revalorización bursátil a medio plazo tras las recientes caídas derivadas de la crisis de liquidez y los problemas de crédito. Así, las emisiones cerraron el 2007 en máximos desde el 1999 y el inicio del 2008 también marca la misma tendencia alcista ya iniciada a finales del 2007.

Destacar que este mismo avance lo experimentaron las emisiones de convertibles tras sep-2001 y el *sell-off* de acciones del 2002.

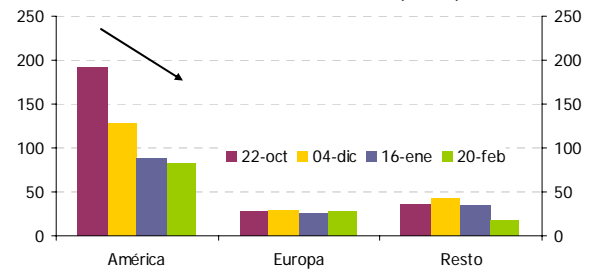
• Las divisas más dependientes de las materias primas y con mayores tipos de interés se aprecian fuertemente frente al dólar.

El diferencial de tipos junto con el auge de las materias primas ha llevado al real brasileño a su máximo de los últimos nueve años (1,7 BRL/USD). De la misma forma, divisas como el dólar australiano y el neozelandés se apreciaron por encima del 1,5%, mientras que el dólar de Singapur tocó su máximo de la última década. En este contexto, también se han visto favorecidos el euro y la corona noruega y sueca.

• Problemas en dos Hedge Funds (AQR y Zwirn), aunque el comportamiento del sector en enero fue mejor que el del S&P 500.

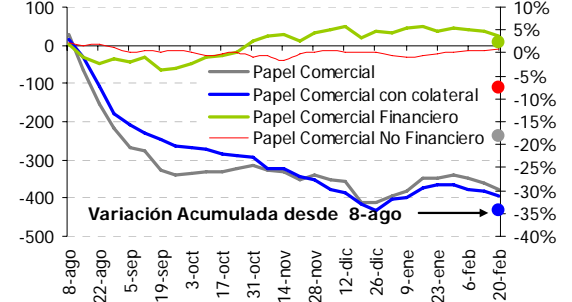
Dos Hedge Funds de tamaño significativo se han visto afectados recientemente. AQR ha visto como su fondo cuantitativo ha experimentado cuantiosas pérdidas mientras que Zwirn sufre problemas contables. Pese a estas noticias negativas, los índices *benchmark* sobre las diferentes estrategias de los HF han conseguido superar las turbulencias bursátiles y obtener un resultado mejor al del S&P500 en enero. Asimismo, cabe destacar el buen comportamiento del *Global Macro* y del *Managed Futures* y el *Ded Short Bias*.

LBOs pendientes de financiar en el mundo en los últimos doce meses (mM \$)



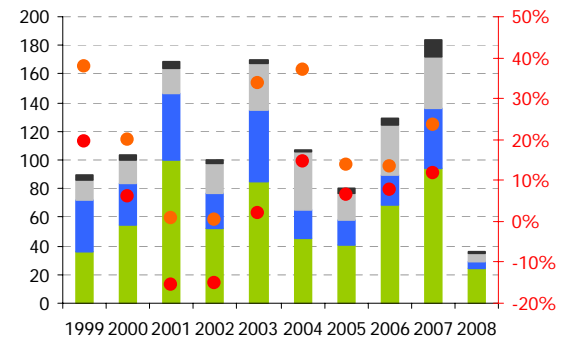
Fuente: Thomson

EE.UU.: volumen de papel comercial (mM\$) (Variación semanal acumulada)



Fuente: Reserva Federal

Emisiones de Bonos Convertibles (mM \$)



Fuente: Bloomberg

Evolución mensual Hedge Funds Credit Suisse Tremont						
	oct-07	nov-07	dic-07	ene-08	2008	2007
Investable	3.2%	-1.2%	0.5%	-1.5%	-1.5%	12.6%
Convertible	2.2%	-1.5%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	5.2%
Ded short bias	-2.5%	10.3%	0.1%	5.7%	5.7%	6.0%
Emerging mkts	5.5%	-1.9%	1.3%	-2.7%	-2.7%	20.3%
Equity neutral	1.5%	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	9.3%
Event driven	2.9%	-1.7%	0.3%	-2.4%	-2.4%	13.2%
FI arbitrage	1.2%	-0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	3.8%
Global Macro	2.7%	-0.2%	1.5%	4.4%	4.4%	17.4%
Multy strategy	3.0%	-1.1%	-0.3%	-1.8%	-1.8%	10.1%
Managed Futures	4.1%	-1.0%	0.3%	4.1%	4.1%	6.0%
Long/Short Equity	3.7%	-1.7%	0.4%	-4.1%	-4.1%	13.7%
Índices de referencia de renta variable y fija						
S&P500	0.6%	-6.2%	2.6%	-10.0%	-10.0%	4.8%
EFFAS 1-10 US	1.3%	2.2%	0.3%	2.8%	2.8%	8.5%

Fuente: Credit Suisse y Bloomberg