



Flow watch

25 de abril de 2008

• **El BoE ofrece una nueva facilidad de liquidez y la demanda de liquidez en EE.UU se mantiene elevada.**

El Banco de Inglaterra ha anunciado los términos de una nueva facilidad de liquidez. Destacamos las siguientes características: (i) El BoE prestará títulos del Tesoro a cambio de activos respaldados por hipotecas, (ii) será el Tesoro quien emita nueva deuda para este intercambio, (iii) las entidades disponen de un plazo de seis meses para realizar las peticiones, (iv) el programa no tiene monto límite, pero se estima que la cantidad demandada sea de 50 mM £, (v) el rango de los activos que podrán cederse como colateral es más amplio que el de las operaciones habituales del BoE, (vi) los activos se valorarán a precios de mercado por el BoE y se les aplicará un *haircut*, (vii) se harán peticiones de márgenes diarias, a tenor de la evolución de los activos entregados y de los bonos del Tesoro recibidos, (viii) si los activos entregados experimentan recortes de *rating*, el banco tendrá que reemplazar el activo por otro con el *rating* exigido, (ix) el coste para los bancos será la diferencia entre el *Libor* a 3 meses y el repo a 3 meses, y (x) sólo se pueden emplear activos que ya estuvieran en balance antes de diciembre del 2007. (Ver cuadro adjunto con colaterales y *haircuts*).

Por su parte, la Reserva Federal ha celebrado la décima subasta dentro del programa TAF, de 50 mM \$ y a 28 días. Los resultados muestran que la demanda de liquidez continúa siendo elevada. Así, fueron 83 las que pagaron un *spread* de 82 pbs sobre el tipo mínimo de la subasta, 2,05%, siendo este el diferencial más elevado pagado para tomar fondos dentro de este programa. Además, el tipo se sitúa 37 pbs por encima del de la ventanilla de descuento. El *Libor* se situaba en el 2,90%. Por último, la ratio de cobertura se situó en 1,8, en línea con las anteriores.

Además, el uso de la ventana de descuento para los *Primary dealers* se mantiene al mismo nivel que el de la semana anterior, y ligeramente inferior al del inicio de esta nueva facilidad, (24 mM\$ vs 33 mM\$ y 38mM\$). Además, las entidades han vuelto a acudir a la ventanilla de descuento de la Fed. En esta ocasión, los niveles registrados han ascendido hasta los 10 mM\$.

Por último, se ha celebrado la quinta subasta TSLF (*Term Securities Lending Facility*) a un plazo de 28 días. La ratio de cobertura con la que se resolvió la subasta fue de 0,79, es decir, no se adjudicaron los 75mM \$ de *treasuries* que ofrecía la Fed. En esta subasta se aceptaba el rango amplio de colaterales, es decir, además de bonos de agencia y MBS de agencia también se aceptaron CMOs de agencia, AAA-RMBS y AAA-CMBS. Esta subasta es comparable en plazo y rango de

Escenarios y Sistemas Financieros

Ana Peñalver isabel.penalver@grupobbva.com

Marta García Tuñón marta.garcia@grupobbva.com

Nicolás Trillo nicolas.trillo@grupobbva.com

Nueva Facilidad de liquidez del BoE: *haircut* aplicado según colateral y vencimiento

Rating (Moody's)	Papel Soberano del G10 y colaterales admitidos en OMO	Papel de agencias con garantía gubernamental del G10	Agencias GSE de EE.UU.	RMBS, covered bonds y ABS con colateral tarjetas de crédito
	Aa3 or higher	AAA	AAA	AAA
Tipo fijo y variable de vencimiento menor de 3 años	1.0	3.0	3.0	12.0
Tipo fijo, vencimiento entre 3 y 5 años	1.5	4.0	4.0	14.0
Tipo fijo, vencimiento entre 5 y 10 años	3.0	8.0	8.0	17.0
Tipo fijo, vencimiento entre 10 y 30 años	5.5	14.0	14.0	22.0

Fuente: Banco de Inglaterra

Subastas TAF de la Reserva Federal

	Tipo de la subasta	Libor a 1 Mes	Tipo de descuento
14-12-07	4.65	5.00	4.75
19-12-07	4.67	4.93	4.75
11-01-08	3.95	4.24	4.75
28-01-08	3.12	3.28	4.00
11-02-08	3.01	3.14	3.50
26-02-08	3.08	3.13	3.50
10-03-08	2.80	2.94	3.50
24-03-08	2.62	2.61	2.50
07-04-08	2.82	2.72	2.50
21-04-08	2.87	2.90	2.50

Fuente: FED y Bloomberg

colaterales con la tercera subasta (no en fondos subastados pues en esta se ofrecieron 50 mM\$). Observando las ratios de coberturas, 0,79 vs 0,68, vemos que la demanda de liquidez continúa mostrándose muy fuerte.

- ***El repunte al alza de las expectativas de política monetaria guía a los mercados de renta fija.***

El mercado de deuda estadounidense ha vuelto a experimentar un repunte de las rentabilidades. Así, en las dos últimas semanas la rentabilidad del plazo 2 años se ha elevado en 72 pbs, siendo este el mayor repunte en dos semanas desde el 2001.

El mercado, que descuenta un recorte de 25 pbs en la próxima reunión de la Fed, y otorga un alta probabilidad a que este se el último recorte de la tasa oficial. Bajo esta idea subyace que: (i) El tema de la inflación ha vuelto a aparecer en los discursos de este mes, (ii) sería necesario esperar un tiempo para la efectividad de los anteriores recortes y de las nuevas facilidades de liquidez que ha implementado la Fed y (iii) nuevos recortes podrían tener poco impacto en crecimiento.

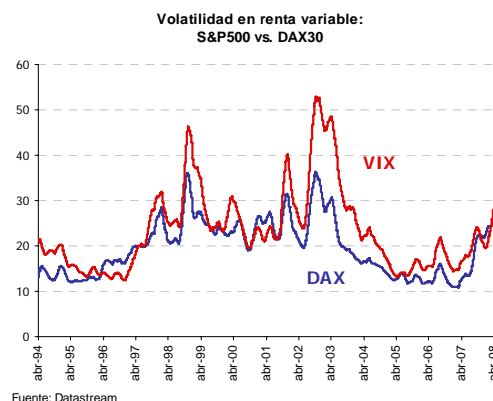
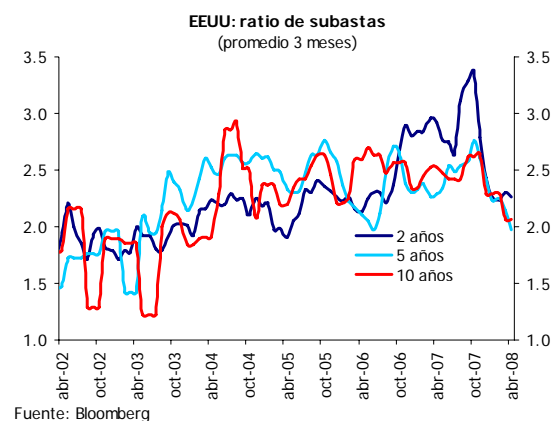
Esta revisión de las expectativas al alza ha quedado reflejada en la demanda de las dos subastas de bonos del Tesoro a 2 y 5 años de esta semana. Así, la subasta récord de 30 mM\$ a 2 años, se ha resuelto con una ratio de cobertura de 2,21 frente al 2,42 promedio del último año, y, la subasta de 19 mM\$ de notas a 5 años (la segunda mayor subasta desde febrero del 2003 donde se subastaron 24 mM\$) se resolvió con una ratio de cobertura de 1,65, frente al 2,42 promedio del último año. La mayor rentabilidad de lo esperado en esta última fue un reflejo más de la corrección de las expectativas.

En general, las rentabilidades de la deuda han experimentado unas subidas en la semana según plazos 2, 5, 10 y 30 años de 35, 32, 18 y 8 pbs.

Las rentabilidades de la deuda de la zona euro también han experimentado ascensos, aunque en menor medida y en paralelo (en torno a 10 pbs) tras las declaraciones de Trichet en las que reconoce que el nivel del Euro podría tener efecto sobre el crecimiento y que los niveles de interés eran los apropiados para mantener contenidas las presiones inflacionistas.

- ***Las bolsas mantienen los niveles a pesar de unos resultados bancarios peores a lo esperado.***

Las bolsas han mantenido los niveles en la semana a pesar de que los resultados publicados han sido, en general, peor de lo esperado. Además, como ocurriera en semanas anteriores, continúan tomándose bien las nuevas ampliaciones de capital anunciadas por las entidades. Destacamos: (i) Bank of America ha publicado pérdidas de 4,8 mM\$ y ha realizado un write-down de 1,9 mM\$, (BTA de 0,23\$ vs 0,41\$, valor estimado); (ii) Ambac ha publicado unas pérdidas de 1,66 mM\$, comparadas con el ingreso neto de 213 mM\$ de hace un año; (iii) Credit Suisse ha registrado la primera pérdida en 5 años, que asciende



a 2,1 mM\$, (iv) Barclays se plantea ampliar capital ante el deterioro de sus cuentas, (v) Nacional City ampliará capital en 7 mM\$, (vi) Royal Bank of Scotland ampliará capital en 16 mME, 4 mME con la venta de activos y 12 mME emitiendo acciones con derecho a suscripción.

• **Los bancos de inversión siguen anunciando la venta de paquetes de operaciones de préstamos apalancados.**

El mercado de préstamos apalancados sigue siendo de interés para algunos inversores como muestra el tercer anuncio en un mes de la venta de parte de un porfolio por parte de un banco de inversión. El camino lo inició Citigroup con la venta de 12 mM\$, seguido de Deutsche Bank con la venta de 5 mM\$ de US. De nuevo, DB anunciará la próxima semana la venta de préstamos apalancados de Europa.

En general, el volumen de operaciones de LBO pendientes de financiación ha disminuido en el último mes en 10 mM\$ hasta los 113 mM\$. Este descenso se ha registrado en las operaciones de EE.UU.

• **El euro, tras rebasar el 1,60 frente al dólar se deprecia.**

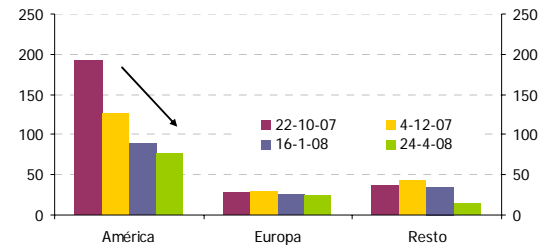
El euro se ha depreciado ligeramente frente al euro a pesar de que a lo largo de la semana cruzara la barrera de los 1,60 USD/€ tras las declaraciones de Noyer (Gobernador del Banco de Francia) en las que remarcaba que se haría todo lo necesario para asegurar que la inflación estuviera por debajo del nivel objetivo del 2%. Pero, la matización que hizo al final de estas declaraciones los malos datos conocidos esta semana (IFO alemán y los PMI manufactureros de la UEM, Alemania y Francia, por debajo de lo esperado) han hecho que el euro terminara cotizando en niveles de 1,56 frente al dólar.

El Banco de Canadá ha rebajado en 50 pbs su tasa oficial hasta el 3%, como consecuencia de que esperan que la ralentización en el crecimiento de EE.UU. se prolongue. Como consecuencia, el volumen de exportaciones de Canadá se vería afectado. Así, el dólar canadiense se ha apreciado en torno al 1% esta semana.

Por otro lado, las actas de la reunión de abril de Política Monetaria del Banco de Inglaterra han mostrado que fueron 6 miembros frente a 3, los que votaron por una reducción en 25 pbs de la tasa oficial. Esto ha sorprendido al mercado que esperaba que todos los miembros votaran por el recorte del tipo oficial. En la semana la libra se ha depreciado frente dólar por encima del 1%.

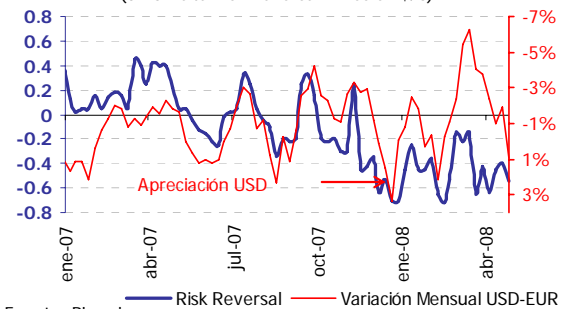
Por último, el dólar australiano ha alcanzado el nivel máximo de los últimos 24 años ante las expectativas de mercado de subidas del tipo oficial, después de que el IPC alcanzara el 4,2%, el nivel más elevado desde 1991.

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



Fuente: Thomson

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



Fuente: Bloomberg