



# Flow watch

28 de marzo de 2008

- *Nuevas medidas para suministrar más liquidez al sistema. Ligeros descensos de los spreads de los mercados monetarios tras los últimos repuntes alcanzados ante la incertidumbre sobre la situación de algunos bancos estadounidenses.*

A lo largo de los últimos días varias han sido las nuevas facilidades que ha puesto en marcha la Reserva Federal para inyectar liquidez al sistema. También ha ampliado los términos y condiciones de las ya existentes, como es el caso de la TAF. (Ver cuadro anexo con un esquema de las facilidades de liquidez de la FED).

Entre las actuaciones que se han celebrado en los últimos días, cabe destacar:

- ✓ Subasta TSLF de 75 mM\$, a un plazo de 28 días. La ratio de cobertura con la que se ha resuelto la subasta es de 1,15, inferior a lo previsto.
- ✓ Subasta TAF de 50 mM\$ a un plazo de 28 días. La ratio de cobertura ha sido de 1,78 y el tipo de la operación del 2,615%.
- ✓ Nueva Ventana de descuento para los Primary dealers, PDCF: los fondos demandados han ascendido en las dos últimas semanas a 19 y 33 mM\$, (Datos diarios medidos en promedio semanal). Recordamos que los niveles de fondos solicitados en la ventana de descuento en el inicio de la crisis ascendían a 3 mM\$, y los máximos alcanzados desde este momento se registraron en diciembre, elevando esta cifra hasta los 5 mM\$.

Por su parte, el BCE ha suministrado más liquidez en las últimas semanas como muestra el incremento en las desviaciones entre los fondos estimados por el BCE para cubrir las necesidades de financiación del sistema y los finalmente subastados. El BCE también ha celebrado, dentro del acuerdo de coordinación de los Bancos Centrales, una nueva subasta en dólares, por un importe de 15 mM\$, a 28 días y a un tipo del 2,615%. La ratio de cobertura fue ligeramente superior a 2. Por último, el BCE anunció que realizará dos operaciones adicionales de refinanciación a largo plazo (LTROs), a los plazos de 3 y 6 meses, instrumentándose mediante dos subastas a 3 y 6 meses por importes de 50mM€ y 25mM€ (total=150mM€).

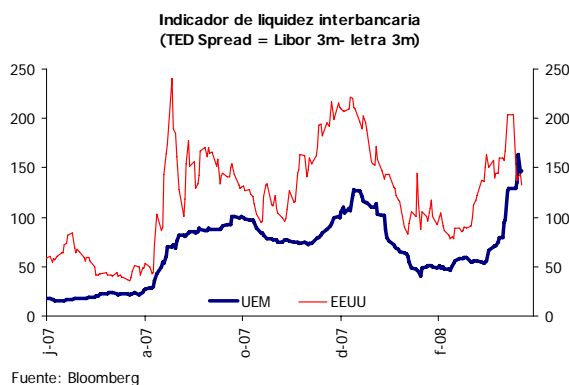
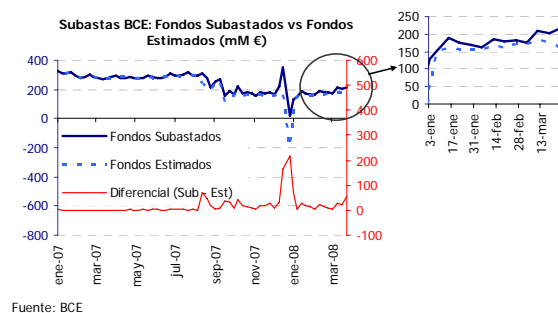
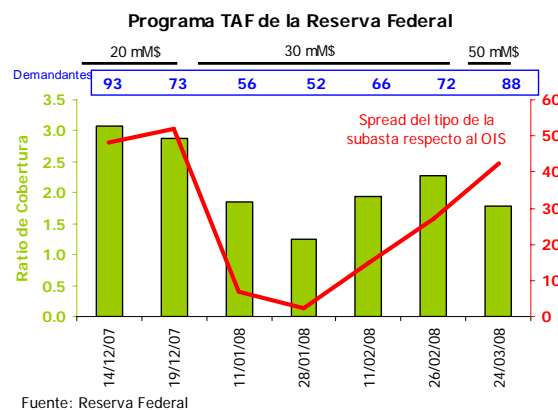
Las medidas han servido para aliviar en parte las tensiones en el mercado estadounidense, retrocediendo cerca de 60 pbs, tras los niveles cercanos a los máximos que se habían alcanzado en las primeras semanas de marzo. En el área del euro, en cambio, la reducción ha sido mucho menor, de forma que en el plazo de 3 meses el diferencial europeo vuelve a superar al estadounidense.

## Escenarios y Sistemas Financieros

Ana Peñalver [isabel.penalver@grupobbva.com](mailto:isabel.penalver@grupobbva.com)

Marta García Tuñón [marta.garcia@grupobbva.com](mailto:marta.garcia@grupobbva.com)

Nicolás Trillo [nicolas.trillo@grupobbva.com](mailto:nicolas.trillo@grupobbva.com)



- *Las rentabilidades de la deuda repuntan ante el aumento de los volúmenes subastados y un leve descenso de la aversión tras las recientes actuaciones de la Reserva Federal.*

Las rentabilidades de la deuda experimentaron considerables repuntes durante la semana. Así, en EEUU la mejora en las condiciones de la compra de Bear Stearns por parte de JP Morgan sirvió para mitigar en cierto modo la aversión que existe. Además, el mercado sigue adaptándose al hecho de que la Fed podría estar más reticente a continuar su senda de bajadas. Como prueba de ello, en su última reunión de política monetaria decidió bajar 75 pbs frente a los 100 pbs previstos y con disensiones.

Asimismo, los inversores siguen vigilando con atención la reducción de la demanda en las subastas de bonos en los niveles actuales de rentabilidades. La subasta a 2 años se resolvió con el mayor volumen de la historia (28 mM \$), con un ratio de cobertura que estuvo por encima del promedio histórico. La demanda que recibió de bancos centrales, aún siendo algo superior, se mantuvo en niveles reducidos. Sin embargo, la subasta a 5 años se resolvió también con el mayor volumen desde agosto de 2003 pero la ratio de cobertura fue la más baja desde abril de 2006. En aquella ocasión, unas semanas más tarde la rentabilidad era 50 pbs superior. Esta diferencia de comportamiento ha propiciado la inclinación de la curva de deuda con el repunte próximo a los 25 pbs en los bonos superiores a 5 años y de 15 pbs en el bono a 2 años.

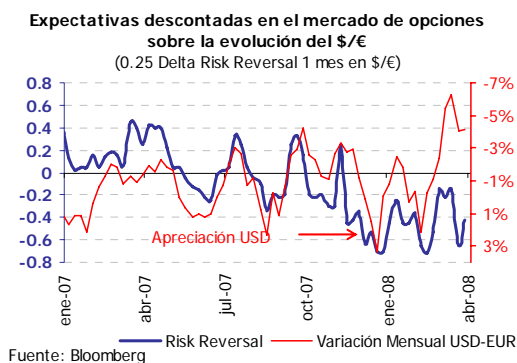
Por su parte, en la UEM, el repunte ha sido más homogéneo en todos los plazos (20 pbs). Los plazos más cortos han estado impulsados por la dura retórica empleada por Weber y Trichet sobre la inflación, mientras que el plazo de 5 años estuvo marcado por la subasta alemana que se resolvió con la menor ratio de cobertura desde que se dispone de datos (2001). En septiembre de 2006, con una ratio de cobertura solo ligeramente superior, la rentabilidad de los bonos repuntaba unas semanas después en torno a 20 pbs.

Por último, destacar las compras que están realizando los bancos centrales de deuda de agencia en las últimas semanas, lo que ha contribuido a que se modere el diferencial respecto a la deuda soberana. Estas entradas, aunque elevadas, todavía están lejos de los niveles máximos que alcanzaron en mayo del pasado año.

- *Apreciación del euro frente a las principales divisas desarrolladas. La libra muestra cierta debilidad y el dólar no logra iniciar una recuperación.*

El euro se sigue viendo favorecido por la debilidad del dólar, las declaraciones de algunos miembros del BCE en las que sigue prevaleciendo el control de la inflación como objetivo prioritario y el buen dato de confianza empresarial alemán que sorprendió al alza. Así, el euro se aprecia por encima del 2% con el dólar, y por encima del 1,5% con respecto a la libra.

Por su parte, la libra se ha depreciado frente al dólar y el euro ante la probabilidad de que el Banco de Inglaterra recorte de nuevo el tipo oficial. También se ha visto perjudicada en su movimiento por una nueva caída en los precios de la vivienda y de la confianza del consumidor.



## ANEXO: FACILIDADES DE PRÉSTAMO DE LA FED

	Term Auction Facility (TAF)	Primary Dealer credit Facility (PDCF)	Term Securities Lending Facility (TSLF)	Ventana de descuento	Lending from System Open market Account (SOMA)
¿Quién puede acudir?	Instituciones de depósito	Primary dealers	Primary dealers	Instituciones de depósito	Primary dealers
¿Qué tipo de colaterales es aceptado?	Los mismos colaterales que son admitidos en la ventana de descuento	Bonos del Tesoro, de agencia, municipales de grado de inversión, corporativos, MBS y ABS con precio de mercado.	Bonos del Tesoro de agencia y AAA RMBS, CMBS, y CMO	Bonos del Tesoro, de agencia, soberanos, municipales, corporativos, y ABS, incluyendo AAA CLOs, CDOs, CMBS, MBS, y CMOs	Letras del Tesoro, Notas, Bonos y TIPS
¿En qué consiste?	Fondos a 28 días subastados dos veces al mes. Importe máximo 100mM.us\$	Fondos overnight (Limite: colateral)	Préstamo de Treasuries a un plazo de 28 días. Importe máximo de 200 mM\$	Fondos a un vencimiento de 90 días máximo. (Limite: colateral)	Préstamos overnight de Treasuries subastados diariamente del portfolio de la FED
¿Cuál es el coste de financiación?	Se establece un tipo mínimo de oferta de acuerdo con el nivel del diferencial OIS de mercado	Tipo de descuento	La FED determina una comisión mínima	El coste es el tipo de descuento, actualmente 25 pbs por encima del Tipo Oficial	Comisión mínima de oferta de 50 pbs
¿Cuándo se estableció?	Anunciada el 12 de diciembre del 2007, y permanecerá el tiempo necesario hasta aliviar las presiones de los mercados monetarios	Anunciado el 16 de Marzo: Será efectiva durante 6 meses	Anunciado el 11 de Marzo. La primera subasta se celebró el 27 de Marzo y la segunda se celebrará el 3 de Abril	En 1913	Programa expandido en 1999 para mejorar el settlement diario