

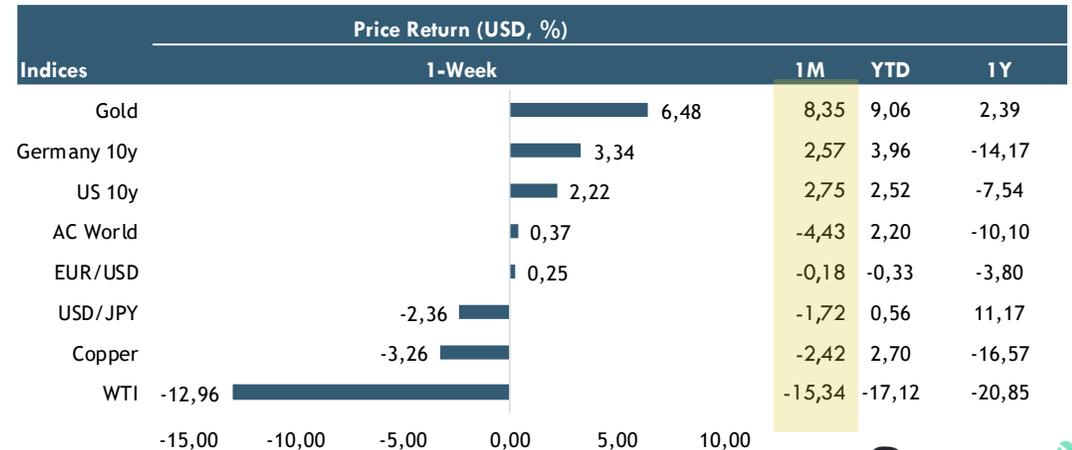
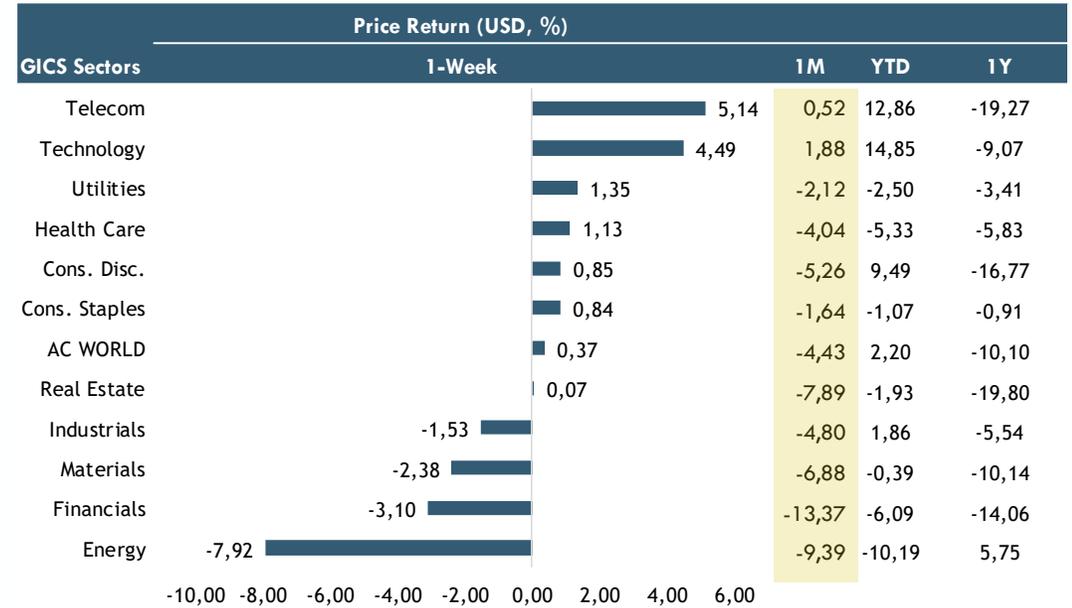
# Update del colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

20 de Marzo 2023

# Monitor de Mercados

## Mayor aversión al riesgo

	RESUMEN					
	Actual	1W (%)	MTD (%)	1M (%)	YTD (%)	1Y (%)
<b>Renta Variable</b>						
Mdos. Desarrollados (URTH)	111,6	0,28	-2,12	-4,55	2,11	-9,40
Mdos. Emergentes (EEM)	37,6	-0,61	-1,62	-5,22	-0,77	-13,88
Rusell 1000 value (IWD)	145,7	-1,63	-5,32	-7,94	-3,96	-9,72
Rusell 1000 growth (IWF)	233,3	4,09	1,74	-0,85	8,90	-11,56
S&P 500 (SPY)	390,0	1,45	-1,20	-3,87	2,37	-9,80
Nasdaq (QQQ)	305,4	5,83	4,02	1,39	14,68	-10,69
Eurozona (EZU)	41,9	-2,92	-3,97	-6,44	6,02	-0,90
Japon (EWJ)	55,7	-1,88	-0,41	-2,30	2,33	-8,30
China (MCHI)	47,0	0,66	-1,71	-6,37	-0,97	-8,78
Latam (ILF)	22,6	-3,74	-4,80	-8,08	-1,14	-7,27
Chile (ECH)	26,7	-7,39	-4,98	-8,76	-1,40	2,06
<b>Commodities</b>						
WTI	66,7	-12,96	-13,38	-15,34	-17,12	-20,85
Copper	391,4	-3,26	-4,49	-2,42	2,70	-16,57
Gold	1.989,3	6,48	8,89	8,35	9,06	2,39
Iron Ore 62%	130,0	0,43	3,38	4,55	16,82	-13,13
China Lithium Carbonate 99%	38.117,0	-8,06	-23,13	-34,94	-44,68	-44,44
China Lithium Hydroxide 56.5%	56.703,5	-3,82	-9,40	-15,11	-26,80	-20,22
<b>Renta Fija Internacional</b>						
Bloomberg Barclays Global	454,1	0,87	2,05	0,20	1,83	-9,72
Bloomberg Barclays EM USD agregado	1.084,0	-0,10	0,08	-0,77	0,98	-5,17
US Corporate Investment Grade	3.018,2	0,00	1,04	-0,45	1,68	-7,46
US Corporate High Yield	2.220,6	-0,28	-0,77	-1,38	1,58	-4,97
<b>Monedas</b>						
Dólar Index (DXY)	103,9	-0,68	-0,96	-0,06	0,33	6,01
Euro (EUR)	1,1	0,25	0,89	-0,18	-0,33	-3,80
Yen Japonés (JPY)	131,9	2,42	3,28	1,76	-0,55	-10,05
Peso Chileno (CLP)	829,5	-3,97	-0,29	-4,35	2,54	-3,64



# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## Origen de la caída del Silicon Valley Bank

- **En el caso de SVB, vale destacar que la concentración de sus depósitos en "startups"** -los cuales suelen ser menos estables que aquellos de los "clientes minoristas"- era una debilidad en su modelo.
- **El ratio de posiciones (treasuries, bonos, MBS, etc.) consideradas "de tenencia"** (básicamente, no contabilizando sus mark-to-market a los libros contables), **era el doble que en el promedio de los otros bancos.**

## Riesgo sistémico acotado por ahora después de las medidas adoptadas por el Tesoro y la FED

- El tesoro de EE. UU. ha solicitado a la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), **que todos los depositantes y cuentacorrentistas de los bancos intervenidos reciban el 100 % de su dinero a partir del lunes 13 de marzo.**
- **Nuevo y gran programa de facilidades por parte de la FED para proporcionar liquidez a los bancos con términos preferenciales.** La Reserva Federal creó un Programa de Financiamiento Bancario con nuevas condiciones (BTFP), donde los bancos podrán entregar instrumentos de alta calidad (Tesoro, MBS) por efectivo a valor par; por lo tanto, podrán monetizar instrumentos muy por encima del valor de mercado.
- La tasa para los que se acogen a este nuevo programa será la OIS de 1 año +10bps y tendrá plazos de hasta un año. El Departamento del Tesoro pondrá a disposición de la Fed hasta US\$25 bn como respaldo de riesgo crediticio. **Esto proporcionará un puente a los bancos que enfrentan desafíos de financiamiento y reducirá la probabilidad de fallas relacionadas con la liquidez.**
- **La banca estadounidense más sólida tuvo que salir a fondear de liquidez a First Republic Bank recibiendo US\$30 bn por parte de sus pares Bank of America, Citigroup, JP Morgan Chase, Wells Fargo, Goldman Sachs y Morgan Stanley junto a otras cinco instituciones financieras.**
- **Acción coordinada de La FED para mejorar la provisión de liquidez en dólares estadounidenses.** El Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal y el Banco Nacional Suizo anuncian hoy una acción coordinada para mejorar la provisión de liquidez a través de acuerdos permanentes de swap de liquidez en dólares estadounidenses.
- Fuera de EE.UU. UBS Compra Credit Suisse en US\$3.200 millones junto con un resguardo de los entes reguladores entregando una línea de crédito por US\$100 mil millones a UBS
- Las medidas tomadas por la Fed y la FDIC han ayudado a contener los problemas relacionados con los bancos de EE. UU., **por lo que no debería haber un impacto duradero en la estabilidad financiera y lo mismo haría el Banco Central de Suiza para apoyar a Credit Suisse.**
- Sin embargo, el aumento de la volatilidad, la perspectiva de una mayor regulación y la preocupación de que los estándares crediticios más estrictos puedan ralentizar el crecimiento, **son factores que pueden influir un poco en los mercados de acciones y crédito y conducir a primas de riesgo algo más altas.**
- Finalmente creemos que la evaluación general de la economía, la política monetaria y el sistema financiero se ha vuelto más difícil y eso en sí mismo justifica un enfoque más cauteloso del riesgo

# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## Impacto en la política monetaria de la FED

- La Fed no es indiferente a este tipo de eventos que ponen en riesgo la estabilidad financiera y de momento debería privilegiar ese mandato.
- **¿Significa aquello que la Reserva Federal simplemente renunciara a su lucha contra la inflación?** En principio, si bien los desarrollos recientes deberían hacerles pensar dos veces la velocidad del endurecimiento monetario en curso, es prematuro concluir el fin del ciclo de ajuste (alzas de tasas). **Si los riesgos financieros se estabilizan y la inflación persiste, el banco central puede volver a enfocarse en su mandato de estabilidad de precios, pero hay discreción en cuanto al grado de agresividad en su implementación.**
- **Ahora bien, las caídas de SVB y Signature Bank deberían servir como una llamada de atención de que la Fed ya ha endurecido bastante.** Como resultado, con la marea de liquidez en retroceso y la presión que esto está ejerciendo sobre los bancos, que puede llevar a la economía estadounidense a la recesión, **tampoco debería sorprendernos si la Fed señala una pausa en las alzas de tasas y el QT (Quantitative tightening) en las próximas reuniones.**

## Impacto sobre el crecimiento

Los bancos pequeños y medianos representan el 50% de los préstamos comerciales e industriales de EE. UU., el 60% de los préstamos inmobiliarios residenciales, el 80% de los préstamos inmobiliarios comerciales y el 45% de los préstamos de consumo.

- Los obstáculos para el crecimiento del crédito podrían sustraer un 0,5-1,0 % del PIB en los próximos trimestres
- **Esto sería consistente con la perspectiva de una recesión inducida por la Reserva Federal, según JPM**

## Impacto sobre activos

- Renta variable: No espere que esta vez las inyecciones de liquidez resulten en una gran repunte del mercado
- Los datos crediticios de febrero en China, enviaron la señal de compra más fuerte desde 2020
- **La racha del Value vs Growth se ha estancado este año**
- **Tasas base más bajas**
- **Mayor riesgo de crédito**

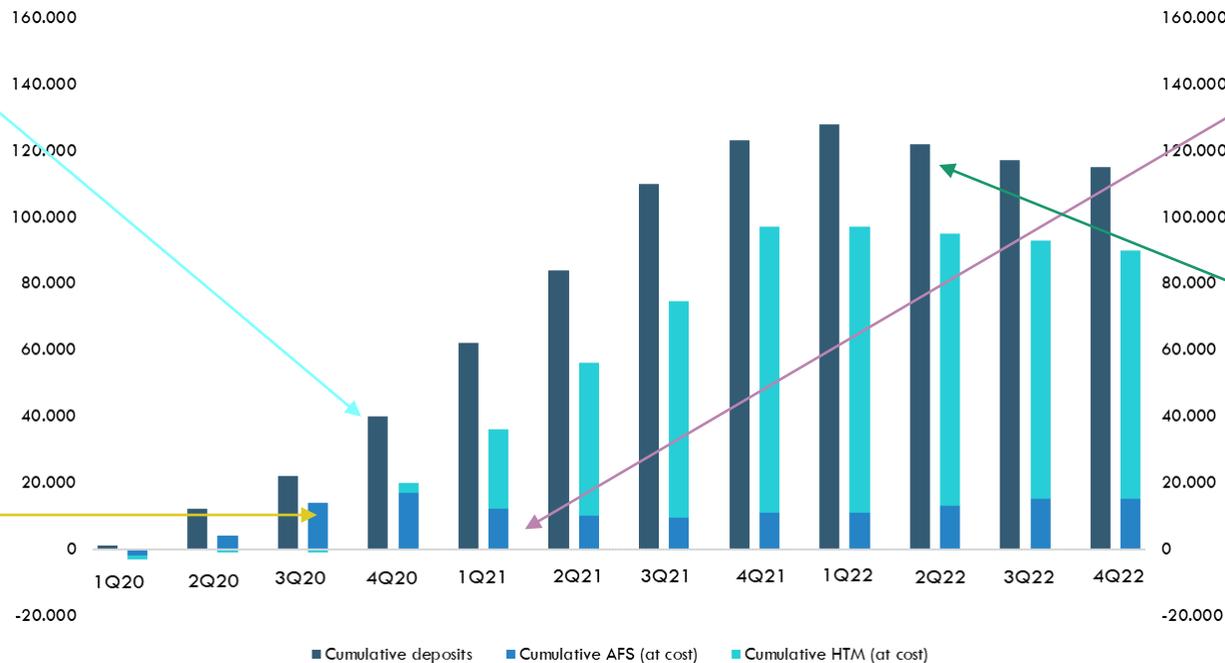
# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## Origen de la caída del Silicon Valley Bank

**Consideraciones:** a) Silicon Valley Bank (SVB) fue fundado en 1983 para atender a la industria Tech (startups y VC); b) La industria VC se duplicó a escala global en 2021 (US\$ 600.000 mill) respecto de 2020 (US\$ 300.000 mill); c) La industria VC comenzó a frenar sus inversiones en tech startups a partir del Q2 2022, disminuyendo la inversión en 2022 (US\$ 420.000 mill) en un 30% respecto de 2021 (US\$ 600.000 mill).

1 El aumento postpandemia de la disponibilidad de capital de los startups de SV provocó un **aumento pronunciado de depósitos en SVB entre el Q1 2020 y el Q1 2022.**

2 El aumento de los depósitos genera un excedente de caja (cash) de SVB. **Aumentan su inversión de cash en bonos AFS (Available-For-Sale)**, los cuales son rápidamente liquidables.



Nota: todos los datos son en millones de USD, acumulados a partir de diciembre de 2019; las valoraciones de los valores se expresan a costos amortizados

3 Como la tendencia de aumento de depósitos se mantiene, los ejecutivos de SVB deciden **apostar fuerte por inversión de su cash en bonos HTM (Held-To-Maturity)**, los cuales ofrecen mayor tasa de interés que los AFS, pero son liquidables solo en su madurez (más de 6 años). SVB alcanzó los US\$ 98.700 mill en HTM en Q1 de 2022.

4 El "Invierno VC" comienza en Q2 2022 y provoca la disminución de capital disponible de los startups, y consecuentemente, la baja consistente de los depósitos en SVB.

5 El abrupto y sostenido aumento de la inflación provoca que la FED aumente fuertemente las tasas de interés. Esto provoca que los HTM del SVB comprometan una pérdida devengada de US\$ 15.900 mill, provocando su insolvencia.

# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## Origen de la caída del Silicon Valley Bank

En el caso de SVB, vale destacar que la concentración de sus depósitos en "startups" -los cuales suelen ser menos estables que aquellos de los "clientes minoristas"- era una debilidad en su modelo.

El ratio de posiciones (treasuries, bonos, MBS, etc.) consideradas "de tenencia" (básicamente, no contabilizando sus mark-to-market a los libros contables), era el doble que en el promedio de los otros bancos.

- **Rápido crecimiento del balance de SVB en comparación con otros bancos estadounidenses.** La ironía del SVB es que históricamente la mayoría de los bancos han quebrado debido a problemas de riesgo crediticio. Este parece ser el primer banco importante en el que el problema principal fue un desajuste de duración entre los activos de alta calidad y los pasivos de depósito. Como se muestra en el gráfico n°1, el balance del banco creció 250% entre principios de 2019 y finales de 2022 al estar inundado con depósitos de firmas de capital de riesgo de dinero rápido y otras cuentas corporativas.
- **Como se muestra en el gráfico N°2, SVB estaba en una liga propia: un alto nivel de préstamos más valores como porcentaje de los depósitos, y muy poca dependencia de los depósitos minoristas más rígidos como parte de los depósitos totales.** En pocas palabras: SVB forjó un nicho distinto y más riesgoso que otros bancos, generando las bases para grandes déficits potenciales de capital en caso de aumento de las tasas de interés, salidas de depósitos y ventas forzadas de activos.

Gráfico N°1: Balance sheet growth, Q1 2019 to Q4 2022

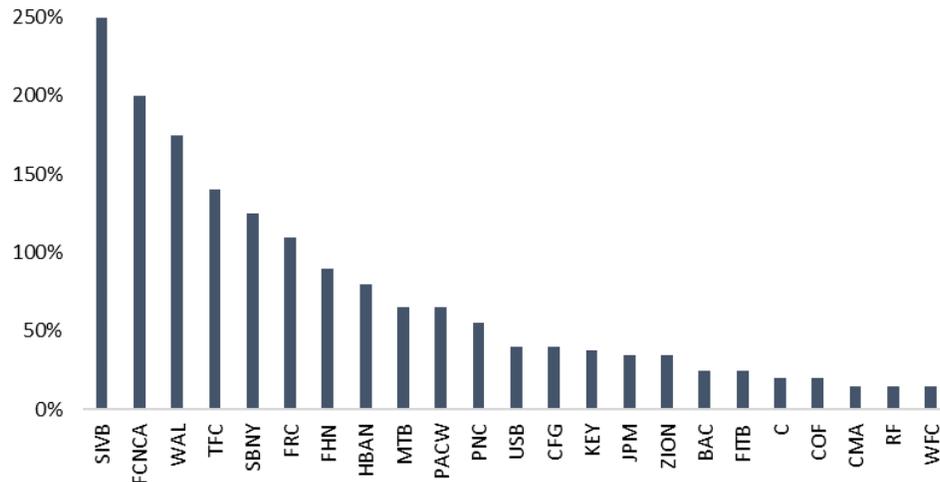
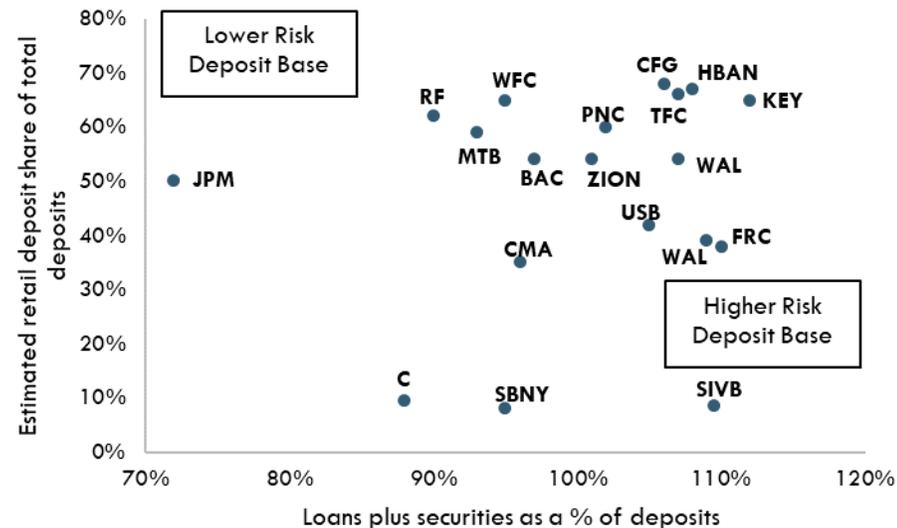


Gráfico N°2: US bank loan-to-deposit ratios



SIVB	Silicon Valley banc
FCNCA	First Citizens BancShares
WAL	Western Alliance Bank
TFC	Truist Financial Corp
SBNY	Signature Bank
FRC	First Republic Bank
FHN	First Horizon Bank
HBAN	Huntington Bancshares
MTB	M&T Bank
PACW	PacWest Bancorp
PNC	Pittsburgh National Bank
USB	U.S. Bank
CFG	CFG Bank
KEY	KeyBank
JPM	J.P. Morgan
ZION	Zions Bancorporation
BAC	Bank of America Corporation
FITB	Fifth Third Bancorp
C	C US Bank
COF	Capital One Financial Corp
CMA	Comerica
RF	Regions Financial Corp
WFC	Wells Fargo Bank

# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## Origen de la caída del Silicon Valley Bank

- **El problema del pasivo: dependencia extrema de la financiación institucional/VC en lugar de los depósitos minoristas tradicionales.** Una mirada más detallada a la financiación SVB (gráficos n°4y n°5) muestra una dependencia inusualmente alta de la financiación corporativa/venture Capital funding; y solo la pequeña porción de private bank correspondería a depósitos minoristas tradicionales. De los US\$173 bn de depósitos de clientes de SVB a fines de 2022, US\$152 bn no estaban asegurados (es decir, superaban el umbral de seguro de la FDIC de US\$250.000) y solo US\$4.8 bn estaban completamente asegurados.
- **El problema de los activos: compra de bonos a mínimos de rendimiento, venta forzada de activos y pérdidas de valores.** Entre el cuarto trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2022, los depósitos en los bancos de EE. UU. aumentaron en US\$5,4 trillón y, debido a la débil demanda de préstamos, solo se prestó ~ 15%; el resto se invirtió en carteras de valores o se mantuvo como efectivo. Los bancos pueden designar estos valores como "disponibles para la venta" (AFS) o en su lugar en carteras "mantener hasta el vencimiento" (HTM). SVB fue uno de los bancos que confió ampliamente en el tratamiento HTM para su creciente cartera de valores: La venta de valores HTM es compleja, **ya que hace que grandes partes de la cartera se ajusten repentinamente al mercado, lo que a su vez puede generar la necesidad de un aumento de capital.**

El problema del pasivo: dependencia extrema de la financiación institucional/VC en lugar de los depósitos minoristas tradicionales

Gráfico N°3: Silicon Valley Bank deposit funding

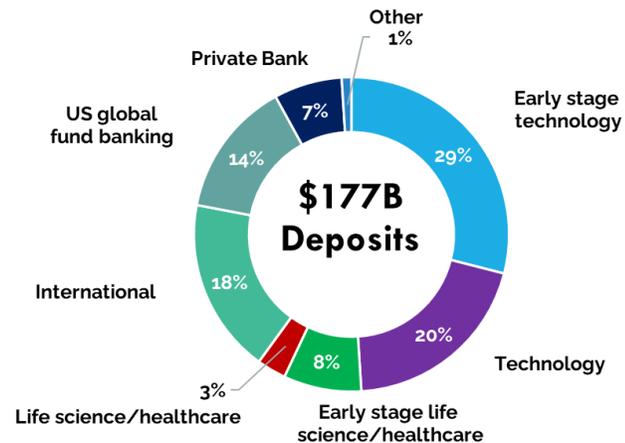
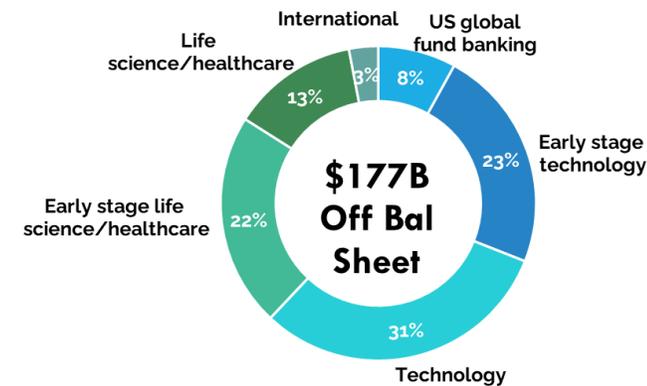


Gráfico N°4: Silicon Valley Bank Off Balance Sheet funding



# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## Origen de la caída del Silicon Valley Bank

- El 97% de los clientes de SVB tenían depósitos por encima del monto asegurado por el regulador estadounidense, y gran parte de ellos operaban en la misma industria: tecnología. Una industria que ha sido especialmente afectada por el alza de las tasas de interés de la Reserva Federal.
- El colapso de SVB es entendido como el síntoma de una crisis más profunda, que ha visto a grandes tecnológicas, como Meta, embarcarse en un agresivo plan de recorte de costos. CB Insights cree que se acelerarán cambios como valoraciones tecnológicas más bajas, una mayor tasa de mortalidad entre las startups, y más despidos.

State of Venture

## TLDR Your rundown on venture in 2022

**\$415.1B**  
Total funding for 2022. Down 35% YoY.

Global venture funding contracted by 19% quarter-over-quarter (QoQ) in Q4'22 to reach \$65.9B, nearing pre-Covid funding levels. This brought total venture funding in 2022 to \$415.1B — a 35% drop from a record 2021. Deal volume, however, fell by only 4% YoY in 2022, reaching 36,177 deals.

[See the data →](#)

**-37%**  
YoY drop in US venture funding.

US venture funding clocked in at \$198.4B in 2022 — down 37% from 2021, but up 31% when compared to 2020. Deals to US startups fell 7% YoY to 12,141. Europe saw a 17% drop in funding YoY, while Asia saw a 40% decline. Deal count in both regions remained relatively stable in 2022 — up 2% in Europe and down 5% in Asia.

[See the data →](#)

**-31%**  
YoY drop in IPOs.

2022 was a bleak year for companies that wanted to go public, partly due to declining valuations and poor performance post-IPO.

As a result, the number of global IPOs dropped by 31% in 2022 to 716. M&A deals also took a slight hit, dropping by 8% to 10,037. Finally, SPAC deals saw the largest drop in 2022, falling by 44% from their peak in 2021 (140) to 78.

[See the data →](#)

**19**  
Unicorns born in Q4'22. Down 86% YoY.

Unicorn births steadily declined throughout 2022, sinking to a low of 19 new unicorns in Q4'22 — an 86% drop compared to Q4'21.

Unicorn births also showed a sharp drop on an annual basis. Between 2021 and 2022, the new unicorn count fell by 52% from 539 to 258.

[See the data →](#)

**-49%**  
YoY drop in mega-round funding.

\$100M+ mega-rounds collectively accounted for \$190.1B in funding in 2022, marking a 49% drop from 2021. The number of global mega-rounds fell by 42% to 923 in 2022.

On a quarterly level, mega-rounds accounted for only 36% of all funding in Q4'22 — the lowest level in more than 8 years.

[See the data →](#)

CBINSIGHTS

State of Venture

## TLDR Your rundown on venture in 2022

**-32%**  
Drop in average deal size in 2022.

The average deal size in 2022 fell to \$16.8M — 32% lower than 2021. The median deal size slipped as well, falling 14% from \$4.3M in 2021 to \$3.7M in 2022.

This was attributable not only to an increased reluctance to back mega-rounds, but also a relative increase in early-stage deal share (compared to late-stage).

[See the data →](#)

**-14%**  
Drop in companies backed by top investors in Q4'22.

The top investors of Q4'22 invested in a total of 309 companies — a decline of 14% QoQ and 42% YoY. Plug and Play, SOSV, a16z, and Insight Partners pulled back the most QoQ, collectively signing deals to 32% fewer companies.

The list of top 3 investors stayed the same in Q4, with SOSV, Gaingels, and a16z maintaining their rank from Q3.

[See the data →](#)

**-57%**  
Decline in digital health funding in 2022.

Digital health saw the sharpest YoY drop in funding among sectors analyzed, with \$25.9B raised across 2,122 deals. Digital health was the only sector where both funding and deals in 2022 dropped below 2020 levels.

Other sectors also saw declines in capital: Retail tech funding dropped by 52% YoY, followed by fintech at 46%.

[See the data →](#)

**\$10.7B**  
Fintech funding in Q4'22. A 16-quarter low.

Fintech companies raised \$10.7B across 972 deals in Q4'22, marking an 18% funding drop QoQ and a 16-quarter low for the sector. US-based fintechs accounted for 36% of all fintech funding raised in Q4'22, followed by Europe (26%) and Asia (25%).

[See the data →](#)

**164%**  
Jump in Africa funding QoQ in Q4'22.

Africa-based companies raised \$991M in Q4'22, marking a 164% jump QoQ. South Africa drove 32% of the continent's funding, followed by Kenya (18%) and Nigeria (17%). Africa has also seen its annual venture funding trend up: In 2022, funding jumped 35% YoY to reach \$3.1B — a new record for the continent.

[See the data →](#)

CBINSIGHTS

◆ WSJ NEWS EXCLUSIVE MARKETS

## Tiger Global Writes Down Venture Funds' Bets by 33% in 2022

The markdowns erased \$23 billion in value from its portfolio of startups

By [Juliet Chung](#) [Follow](#) and [Eliot Brown](#) [Follow](#)

Updated March 16, 2023 5:07 pm ET

Fuente: Fynsa Estrategia; CBIINSIGHTS

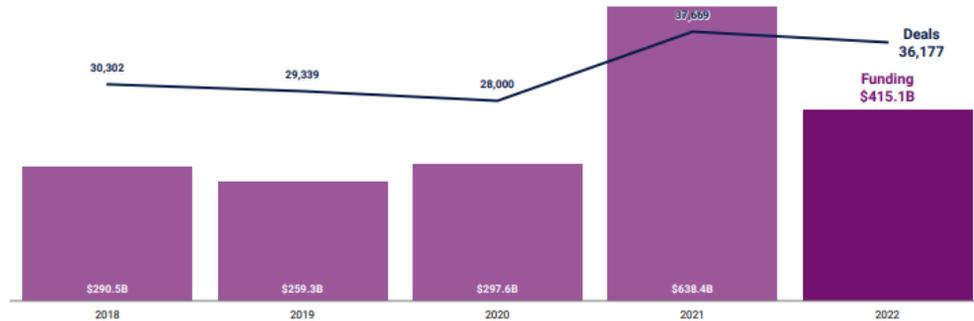
# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## Origen de la caída del Silicon Valley Bank

- En 2022, se realizaron un 22% menos de rondas de capital que en 2021, y el monto promedio cayó 17%. Ya antes del colapso de SVB, CB Insights proyectaba que el negocio de inversiones de VCs en startups y el monto de financiamiento comprometido caería en el primer trimestre de este año a la mitad de lo registrado en 2022.

State of Venture | Global Trends | Investment Trends

### 2022 venture funding slides 35% YoY to \$415.1B

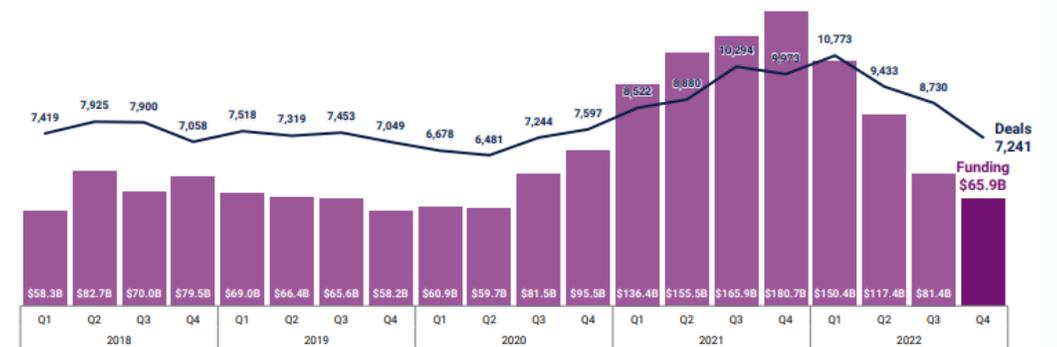


CBINSIGHTS

12

State of Venture | Global Trends | Investment Trends

### Global funding and deals in Q4'22 fall to their lowest levels since Q2'20



CBINSIGHTS

13

# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

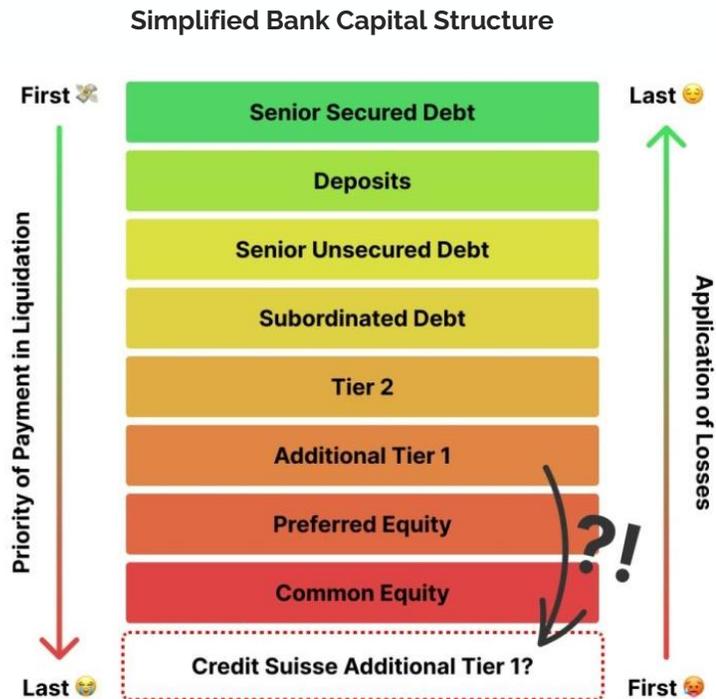
## Riesgo sistémico acotado por ahora después de las medidas adoptadas por el Tesoro y la FED

- El tesoro de EE. UU. ha solicitado a la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), **que todos los depositantes y cuentacorrentistas de los bancos intervenidos reciban el 100 % de su dinero a partir del lunes 13 de marzo.**
- **Nuevo y gran programa de facilidades por parte de la FED para proporcionar liquidez a los bancos con términos preferenciales.** La Reserva Federal creó un Programa de Financiamiento Bancario con nuevas condiciones (BTFFP), donde los bancos podrán entregar instrumentos de alta calidad (Tesoro, MBS) por efectivo a valor par; por lo tanto, podrán monetizar instrumentos muy por encima del valor de mercado.
- La tasa para los que se acogen a este nuevo programa será la OIS de 1 año +10bps y tendrá plazos de hasta un año. El Departamento del Tesoro pondrá a disposición de la Fed hasta US\$25 bn como respaldo de riesgo crediticio. **Esto proporcionará un puente a los bancos que enfrentan desafíos de financiamiento y reducirá la probabilidad de fallas relacionadas con la liquidez.**
- **La banca estadounidense más sólida tuvo que salir a fondear de liquidez a First Republic Bank recibiendo US\$30 bn por parte de sus pares Bank of America, Citigroup, JP Morgan Chase, Wells Fargo, Goldman Sachs y Morgan Stanley junto a otras cinco instituciones financieras.**
- **Acción coordinada de La FED para mejorar la provisión de liquidez en dólares estadounidenses.** El Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal y el Banco Nacional Suizo anuncian hoy una acción coordinada para mejorar la provisión de liquidez a través de acuerdos permanentes de swap de liquidez en dólares estadounidenses. .
- **Los depósitos no asegurados oscilan entre el 37% y el 59% del total de depósitos en la mayoría de los grandes bancos,** frente a casi el 90% en Silicon Valley Bank y Signature Bank.
- **Capital sólido incluso si se realizaran todas las pérdidas de valores, un escenario poco probable.** Los principales bancos, aquellos considerados "sistemáticamente importantes" por los reguladores, han incrementado sus ratios de capital tipo 1 hasta 14%, además de que suelen salvaguardar encajes mayores y alocar una participación menor de bonos largos en sus portafolios. Según reporta JPM, ajustando las ratios de capital para todas las pérdidas no realizadas mantenidas hasta el vencimiento (HTM), ninguno de los grandes bancos de EE. UU. quedaría críticamente descapitalizado (TCE /TA <2%).
- Fuera de EE.UU. UBS Compra Credit Suisse en US\$3.200 millones junto con un resguardo de los entes reguladores entregando una línea de crédito por US\$100 mil millones a UBS
- Las medidas tomadas por la Fed y la FDIC han ayudado a contener los problemas relacionados con los bancos de EE. UU., **por lo que no debería haber un impacto duradero en la estabilidad financiera y lo mismo haría el Banco Central de Suiza para apoyar a Credit Suisse.**
- Sin embargo, el aumento de la volatilidad, la perspectiva de una mayor regulación y la preocupación de que los estándares crediticios más estrictos puedan ralentizar el crecimiento, **son factores que pueden influir un poco en los mercados de acciones y crédito y conducir a primas de riesgo algo más altas.**
- Finalmente creemos que la evaluación general de la economía, la política monetaria y el sistema financiero se ha vuelto más difícil y eso en sí mismo justifica un enfoque más cauteloso del riesgo

# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## La toma de control de Credit Suisse por parte de UBS

- A media semana vino un inesperado rescate por parte del Banco Central de Suiza al gigante Credit Suisse (CS) que terminó este fin de semana en la compra de dicha institución por parte de UBS en US\$3.200 millones junto con un resguardo de los entes reguladores entregando una línea de crédito por US\$100 mil millones a UBS
- A pesar de que la "toma de control" de Credit Suisse deja a los accionistas con centavos por dólar, los tenedores de bonos convertibles contingentes (conocidos como CoCos o bonos AT1) están siendo eliminados. Este es un desarrollo sorprendente, dado que incluso los tenedores de bonos no garantizados generalmente se ubican por encima de los tenedores de acciones en la estructura de capital. Por lo tanto, que los tenedores de acciones obtengan "algo" y los tenedores de bonos CoCo obtengan "nada" plantea serias dudas sobre el valor real de los bonos CoCo. **Esto es importante ya que los bonos CoCo fueron ampliamente utilizados por los bancos europeos para reforzar sus balances después de la crisis hipotecaria de 2008 y la crisis de la eurozona de 2011-13.** Para acortar una larga historia, es probable que los términos de la adquisición de Credit Suisse acaben con el mercado de CoCo.



Has the Swiss regulator (FINMA) broken bank capital structures and the AT1 asset class?!



## Bonos convertibles contingentes (conocidos como CoCos o bonos AT1)

- Los bonos convertibles contingentes (también conocidos como CoCos) son un tipo de instrumento de renta fija creado tras la crisis financiera de 2008.
- En ese momento, los gobiernos de todo el mundo usaban el dinero de los contribuyentes para rescatar a las instituciones financieras.
- Para evitar que eso volviera a suceder, se inventaron los CoCos para absorber pérdidas en caso de estrés bancario (con la absorción de pérdidas vinculada a la capitalización del banco).
- Con la llegada de estos instrumentos, pasamos de escenarios de tipo «bail-out» a «bail-in».
- En otras palabras: los inversores en los instrumentos del banco (como los tenedores de bonos CoCo) asumirían las pérdidas en lugar de los contribuyentes.

## Características

- **Seniority:** los AT1 están subordinados a los depositantes regulares y son el tipo de deuda más subordinado, solo clasificados como senior frente a acciones (al menos en teoría hasta ahora)
- **Maturity:** perpetuo (sin vencimiento fijo).
- **Callability:** canjeable después de un mínimo de 5 años, con un reinicio de cupón si no se llama.
- **Coupon cancellation:** el emisor tiene plena discreción para cancelar los pagos de cupones sin desencadenar un evento de incumplimiento.
- **Loss absorption:** el principal del bono puede utilizarse para absorber pérdidas en determinadas circunstancias (de ahí el estado "contingente"), ya sea convirtiéndolo en acciones ordinarias o amortizando.
- Esta absorción de pérdidas ocurre cuando se alcanza un punto de activación específico (generalmente cuando el Common Equity Tier 1 del banco incumple el nivel del 5,125 % o el 7 %) o Point of Non-Viability (PoNV).

# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## Impacto en la política monetaria de la FED

- La Fed no es indiferente a este tipo de eventos que ponen en riesgo la estabilidad financiera y de momento debería privilegiar ese mandato. El primer trabajo de las autoridades es mitigar el contagio al proporcionar liquidez de emergencia y respaldo del gobierno utilizando herramientas ya existentes y también nuevas facilidades. El Tesoro ya ordenó a la Corporación Federal de Seguros de Depósitos que cumpla con todos los depósitos en SVB y Signature, incluidos los depósitos que no estaban asegurados. Al mismo tiempo, la Fed proporcionará liquidez de emergencia. **En total, la Reserva Federal, el Tesoro y la FDIC tienen la intención de "asegurar que los bancos tengan la capacidad de satisfacer las necesidades de todos sus depositantes".**
- ¿Significa aquello que la Reserva Federal simplemente renunciara a su lucha contra la inflación? En principio, si bien los desarrollos recientes deberían hacerles pensar dos veces la velocidad del endurecimiento monetario en curso, es prematuro concluir el fin del ciclo de ajuste (alzas de tasas). **Si los riesgos financieros se estabilizan y la inflación persiste, el banco central puede volver a enfocarse en su mandato de estabilidad de precios, pero hay discreción en cuanto al grado de agresividad en su implementación.**
- Ahora bien, las caídas de SVB y Signature Bank deberían servir como una llamada de atención de que la Fed ya ha endurecido bastante. Como resultado, con la marea de liquidez en retroceso y la presión que esto está ejerciendo sobre los bancos, que puede llevar a la economía estadounidense a la recesión, **tampoco debería sorprendernos si la Fed señala una pausa en las alzas de tasas y el QT (Quantitative tightening) en las próximas reuniones.**
- En efecto, los gráficos n°5 y n°6 muestran como han cambiado drásticamente las previsiones del mercado para las tasas de fondos federales, donde se han "retirado" cerca de 100 pb de ajuste adicional en 2023, para pasar a incorporar 100 pb de recorte a enero de 2024.

Gráfico N°5: Tasa implícita de política y número de aumentos y rebajas (PREVIO al colapso de Silicon Valley)

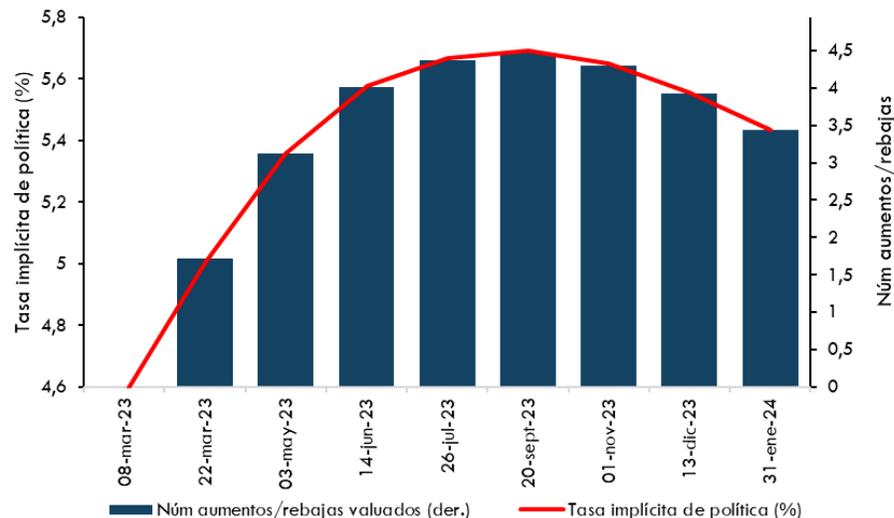
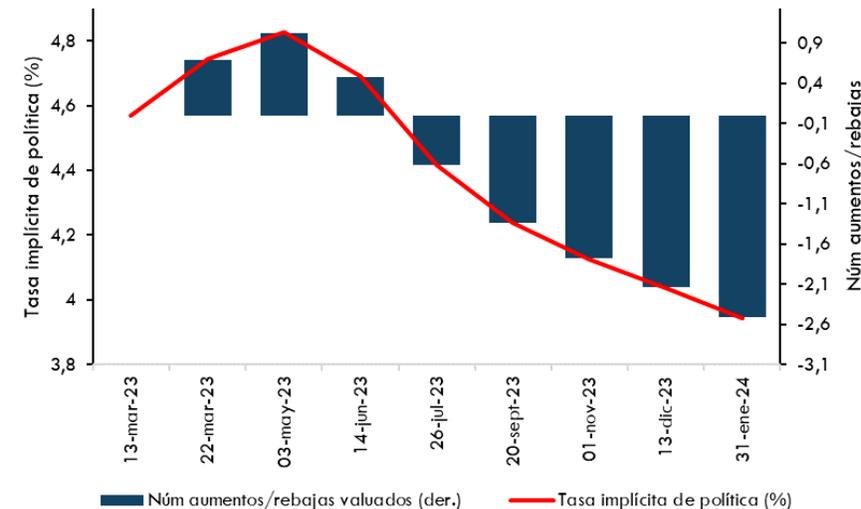


Gráfico N°6: Tasa implícita de política y número de aumentos y rebajas (POST colapso de Silicon Valley)



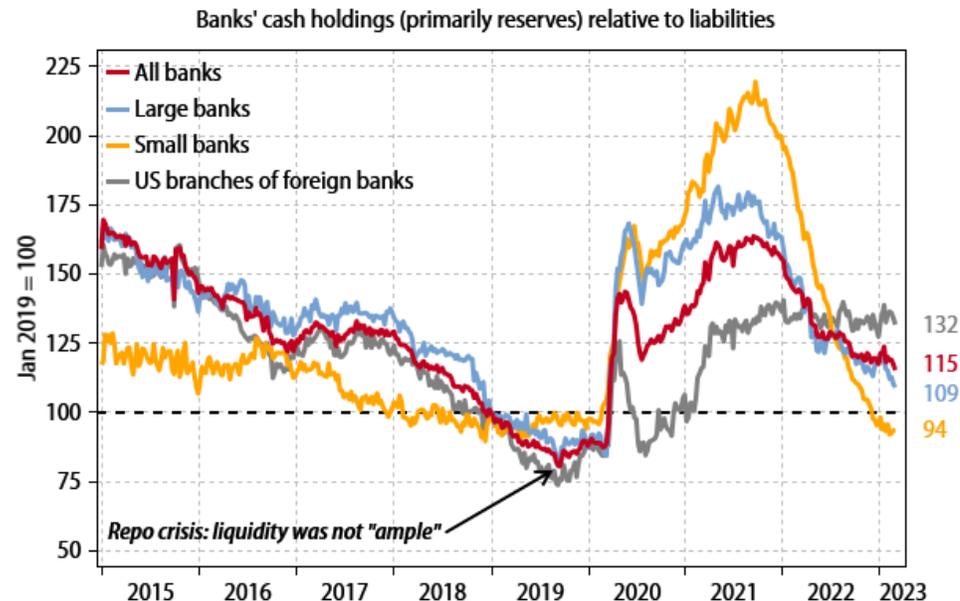
# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## Impacto en la política monetaria de la FED

- Para entender por qué, un poco de contexto ayuda como señala un reciente informe de Gavekal. La Fed dice que continuará el QT (Quantitative tightening) hasta que las reservas bancarias ya no sean excesivas, solo amplias. Entonces, ¿cuánto es suficiente? La mejor guía es 2019. A principios de 2019, el sistema bancario funcionaba bien, por lo que podemos decir con confianza que las reservas eran amplias. Pero cuando las reservas cayeron un poco más, en septiembre de 2019, el mercado de repos de EE. UU. sufrió una crisis de liquidez. En ese momento, la Fed se dio cuenta de que había drenado demasiada liquidez a través del QT y rápidamente giró hacia un quantitative easing (QE).

Las reservas bancarias totales en relación con los pasivos bancarios (o en relación con el PIB nominal) todavía están muy por encima de los niveles de principios de 2019, pero están cayendo rápidamente.

Smaller Banks están a punto de enfrentar una restricción de liquidez por parte de la Fed QT



# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

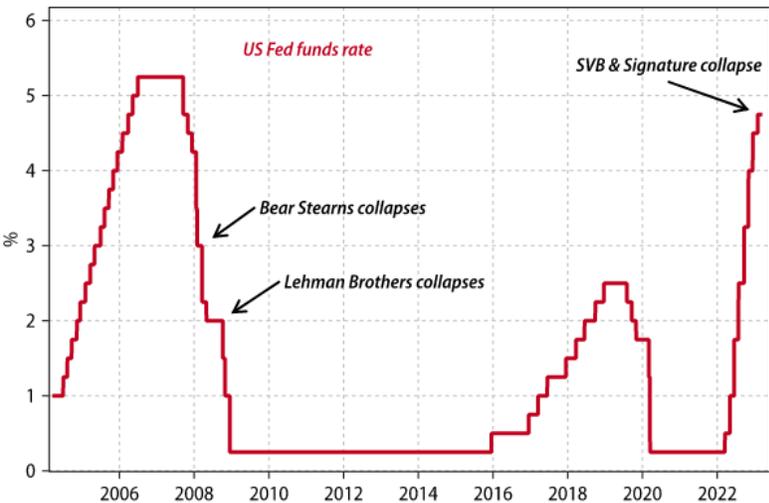
## Impacto en la política monetaria de la FED: Estrategia de doble vía

¿Mandatos para controlar la inflación y mantener la estabilidad financiera como separados y diferentes, cada uno abordable con sus propias herramientas?

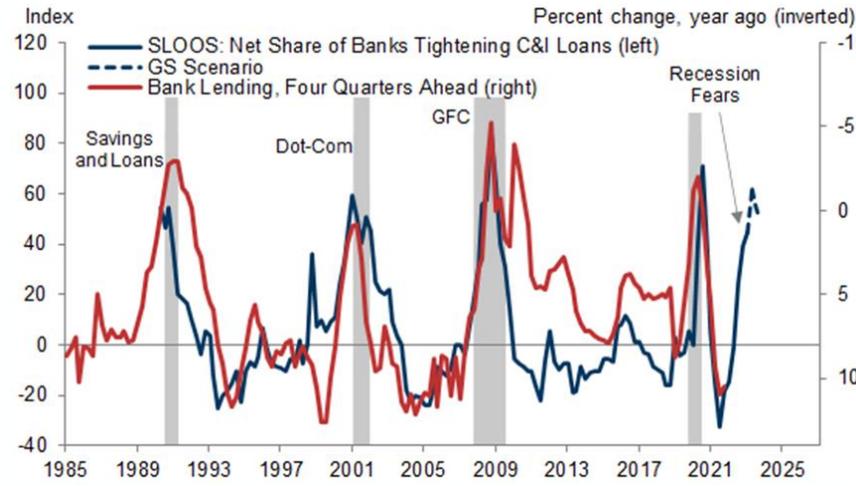
- La razón subyacente puede ser que los inversionistas no creen que los bancos centrales estén lidiando con la raíz del problema. El Banco Central Europeo, al seguir adelante con su alza de tasas de interés previamente señalada, trató sus mandatos para controlar la inflación y mantener la estabilidad financiera como separados y diferentes, cada uno abordable con sus propias herramientas. **En realidad, los dos objetivos están íntimamente vinculados: las tasas de política monetaria más altas aumentan los costos de financiamiento bancario y reducen la demanda de préstamos, reduciendo las ganancias bancarias y endureciendo las condiciones financieras, enfriando así la actividad económica y, en última instancia, la inflación. Es muy probable que la acumulación de tensiones financieras requiera que el BCE sea mucho más cauteloso sobre el futuro endurecimiento monetario.**
- Cuando la Reserva Federal se reúna esta próxima semana, la tentación será que siga una estrategia similar de doble vía, utilizando sus facilidades de préstamo y poderes regulatorios para calmar las preocupaciones sobre la estabilidad financiera mientras continúa subiendo las tasas para frenar la inflación. Pero las tasas más altas han contribuido al estrés financiero al erosionar la base de depósitos de los bancos: los depositantes estadounidenses están saliendo de los bancos y entrando en fondos del mercado monetario para aprovechar las tasas más altas. Las recientes quiebras bancarias pueden haber acelerado esas salidas, arriesgándose a una contracción del crédito que podría generar una recesión y deflación. **Si la alta tasa de fondos de la Fed es la causa última del estrés financiero actual, entonces la salida más fácil es que la Fed deje de subir las tasas y comience a recortar.**
- Goldman explica que este nivel de endurecimiento en los estándares crediticios equivale a uno o dos aumentos adicionales de 25 pb, lo que podría ayudar a explicar por qué las expectativas de aumentos de la Fed desde aquí se han derrumbado en medio del riesgo sistémico y las amenazas a la estabilidad financiera.

Más aumentos de tasas solo aumentarán aún más el riesgo. La crisis bancaria es seguida por estándares crediticios más estrictos

Puede que ya sea demasiado tarde para que los recortes en las tasas de interés eviten una recesión en EE. UU.



Los estándares de préstamos bancarios ya se habían endurecido sustancialmente en medio de los temores de recesión,



Ajuste de los estándares de préstamo para pequeñas empresas frente al uso de la ventana de descuento de la Reserva Federal

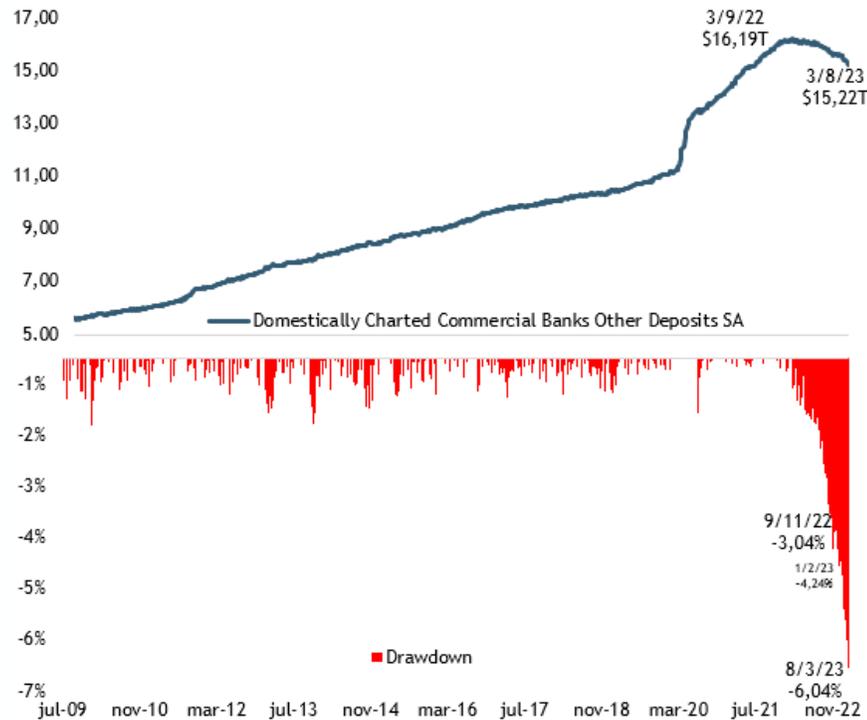


# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## Seguimiento salidas de depósitos bancos US

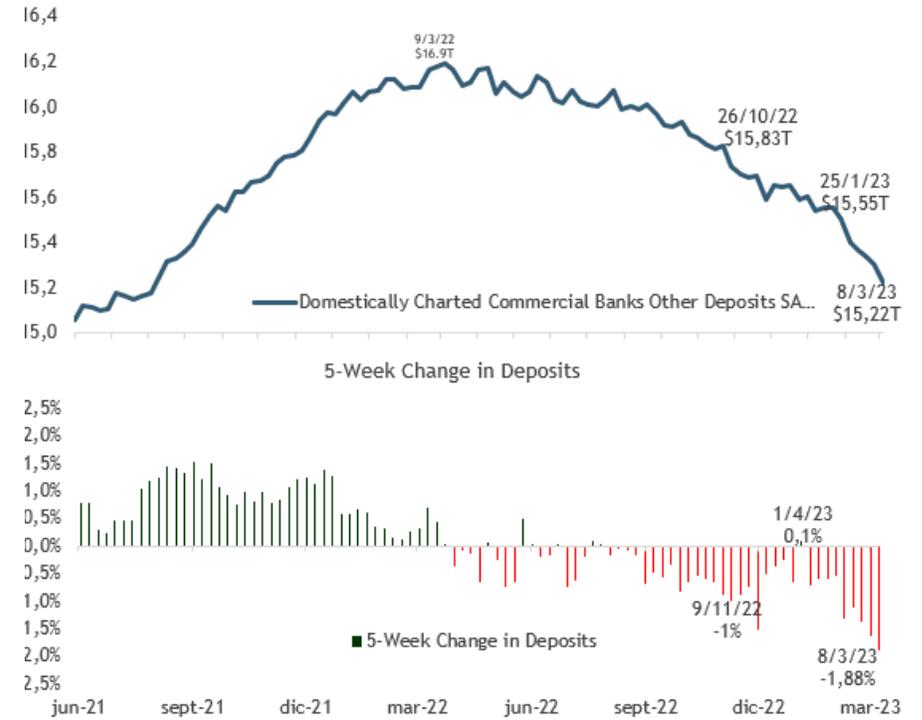
- La publicación H.8 de la Fed (<https://www.federalreserve.gov/releases/h8/current/>) informa sobre los depósitos totales de los bancos en US. Los datos de la semana pasada los conoceremos recién este viernes, y solo estarían disponibles hasta el miércoles 15 de marzo, pero eso ya incluiría el periodo post quiebra de SVB y SBNY.
- Entendiendo las características particulares de la corrida de SVB (discutidas ampliamente en comité), y como aquello afecto la confianza y propicio mayores corridas, (a partir del 9 de marzo) **lo interesante es que incluso antes de aquello, ya se venían observando salidas a un ritmo bastante alto, que solo pueden explicarse dadas las atractivas tasas en los mercados monetarios vs las tasas de depósitos ofrecidas por los bancos.**

Gráfico N°1 y N°2: Domestically Chartered Commercial Banks Other Deposits SA ( US\$ trillion)



El gráfico N°1 proviene del informe Fed H8. Está actualizado con los últimos datos disponibles al 8 de marzo... dos días antes de que Silicon Valley Bank quebrara. **¿Cuál ha sido la mayor retirada de depósitos desde la crisis financiera? Las semanas ANTES de las quiebras bancarias de las últimas semanas.**

Y, como muestra el panel inferior del gráfico N°2, **las salidas de depósitos se estaban acelerando en las semanas previas a estas quiebras.**



# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## Seguimiento salidas de depósitos bancos US

- La publicación H.8 de la Fed (<https://www.federalreserve.gov/releases/h8/current/>) informa sobre los depósitos totales de los bancos en US. Los datos de la semana pasada los conoceremos recién este viernes, y solo estarían disponibles hasta el miércoles 15 de marzo, pero eso ya incluiría el periodo post quiebra de SVB y SBNY.
- Entendiendo las características particulares de la corrida de SVB (discutidas ampliamente en comité), y como aquello afecto la confianza y propicio mayores corridas, (a partir del 9 de marzo) **lo interesante es que incluso antes de aquello, ya se venían observando salidas a un ritmo bastante alto, que solo pueden explicarse dadas las atractivas tasas en los mercados monetarios vs las tasas de depósitos ofrecidas por los bancos.**

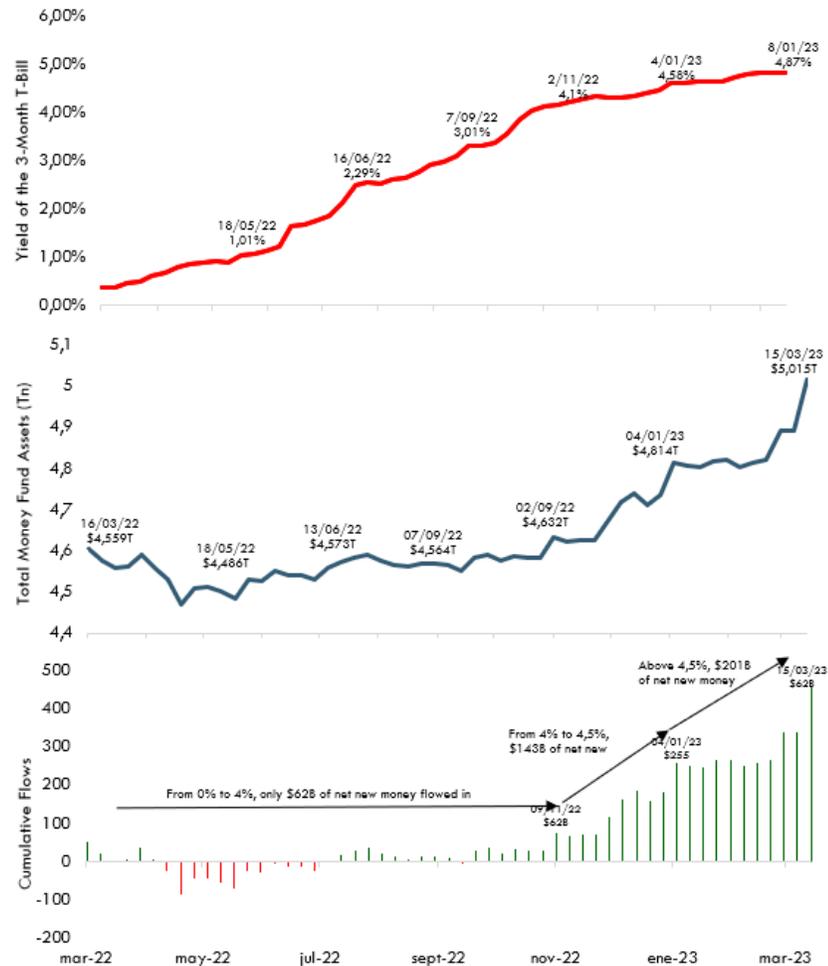


Gráfico N°3: Money Market Fund Assets

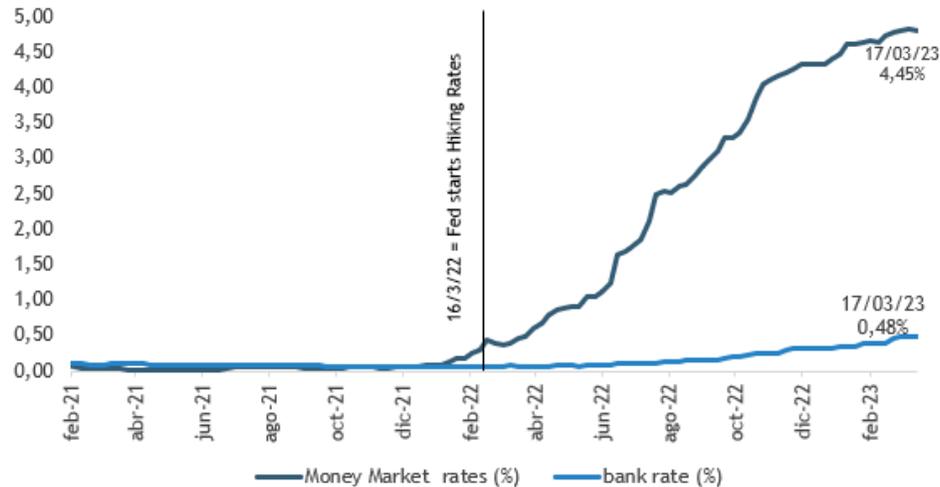
Entonces, ¿por qué hubo una gran fuga de depósitos de los bancos antes de las quiebras? Como muestra el gráfico N°3, a medida que las tasas pasaron del 0% al 4% entre marzo y noviembre de 2022, las entradas en los fondos mutuos del mercado monetario fueron de US\$ 62 bn. Esto cambió cuando las tasas cruzaron por encima del 4%. US\$ 143 bn fluyeron hacia los fondos del mercado monetario a medida que las tasas aumentaron del 4% al 4,5%. Otros US\$ 201 bn fluyeron hacia los fondos del mercado monetario a medida que las tasas subieron por encima del 4,5%. **Una vez más, la actitud del público sobre el movimiento de dinero cambió cuando las tasas cruzaron por encima del 4%.**

# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## Seguimiento salidas de depósitos bancos US

- La publicación H.8 de la Fed (<https://www.federalreserve.gov/releases/h8/current/>) informa sobre los depósitos totales de los bancos en US. Los datos de la semana pasada los conoceremos recién este viernes, y solo estarían disponibles hasta el miércoles 15 de marzo, pero eso ya incluiría el periodo post quiebra de SVB y SBNY.
- Entendiendo las características particulares de la corrida de SVB (discutidas ampliamente en comité), y como aquello afecto la confianza y propicio mayores corridas, (a partir del 9 de marzo) **lo interesante es que incluso antes de aquello, ya se venían observando salidas a un ritmo bastante alto, que solo pueden explicarse dadas las atractivas tasas en los mercados monetarios vs las tasas de depósitos ofrecidas por los bancos.**

Gráfico N°4: Spread entre Money Market rate & Bank Deposit Rates (%)



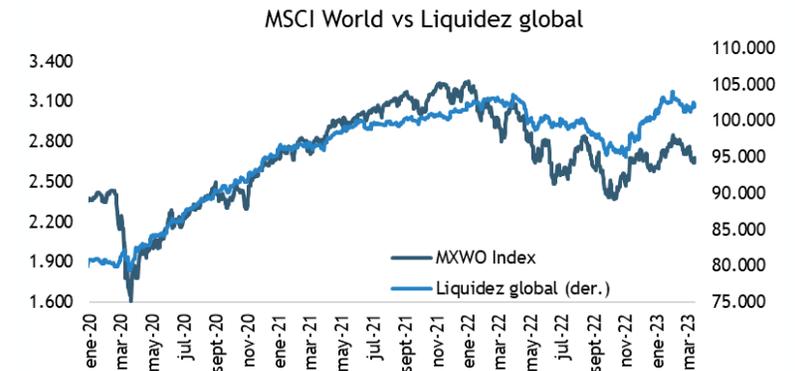
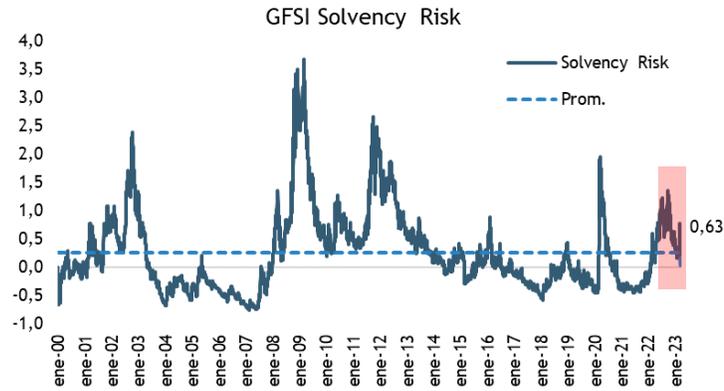
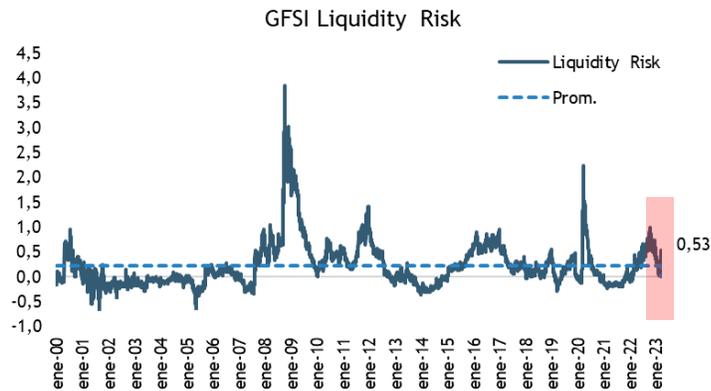
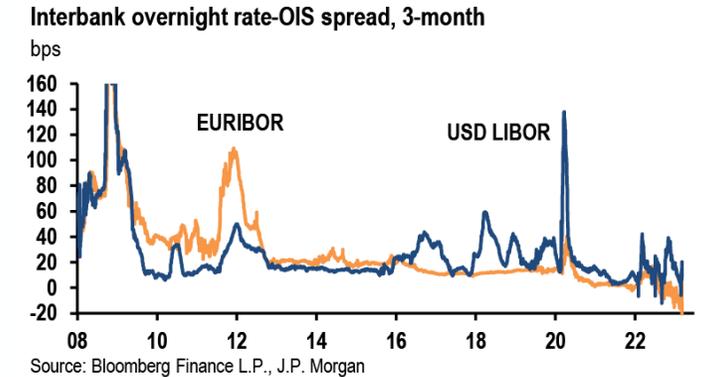
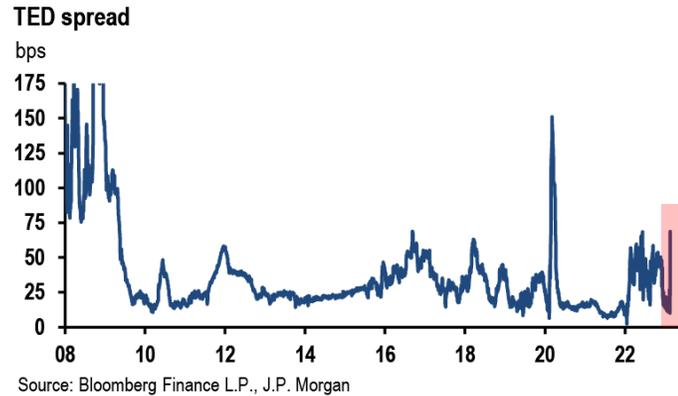
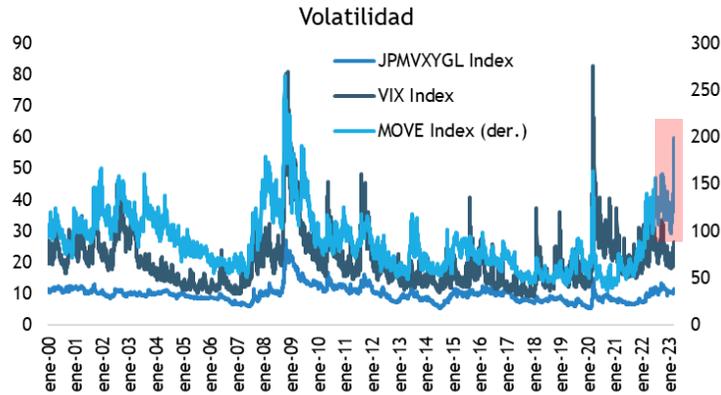
Por lo tanto, si la Fed sigue subiendo las tasas ampliara este diferencial aún más y los buscadores de rendimiento tendrán aún más incentivos para irse a los mercados monetarios

**Esta es una de las razones por las que nos inclinamos que las alzas de tasas por parte de la FED están prontas a terminar , porque seguir subiendo sería "echarle más leña al fuego" y este dilema de la credibilidad de la FED con la inflación para mí no es tal, la credibilidad de un banco central también se juega haciendo lo que más sentido para la economía dependiendo de las circunstancias).**

# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

Las condiciones financieras se han estado endureciendo, tras el stress del sistema financiero

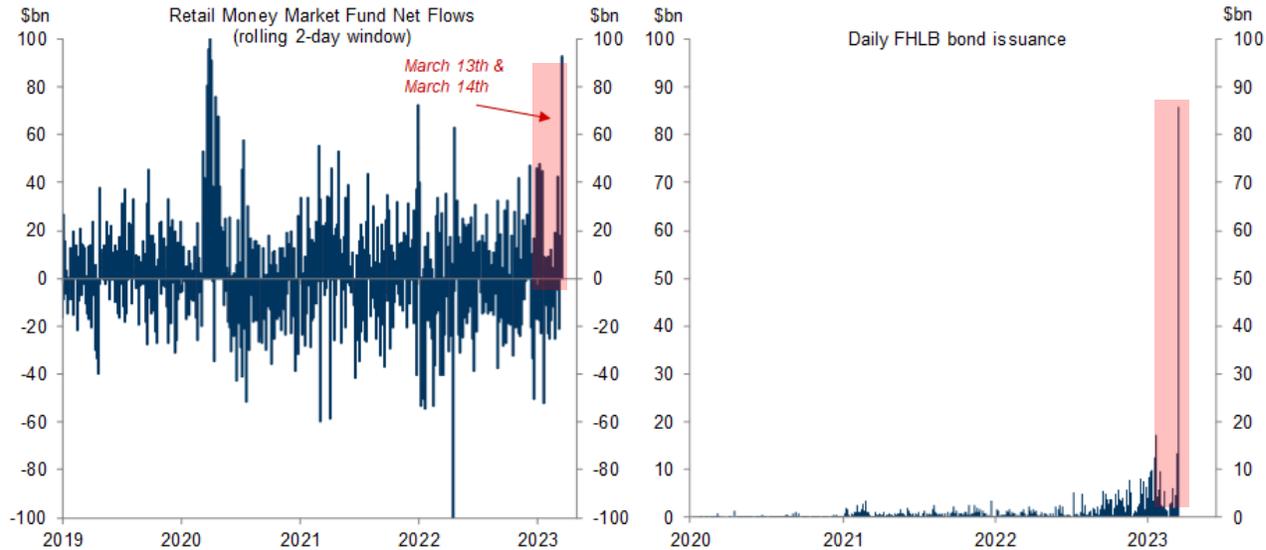
- Un cambio de índice de 1 punto en el FCI equivale a un cambio inesperado de 100 puntos bases en la tasa de fondos federales, que tiene alrededor de un 1 punto porcentual en el PIB después de un año.



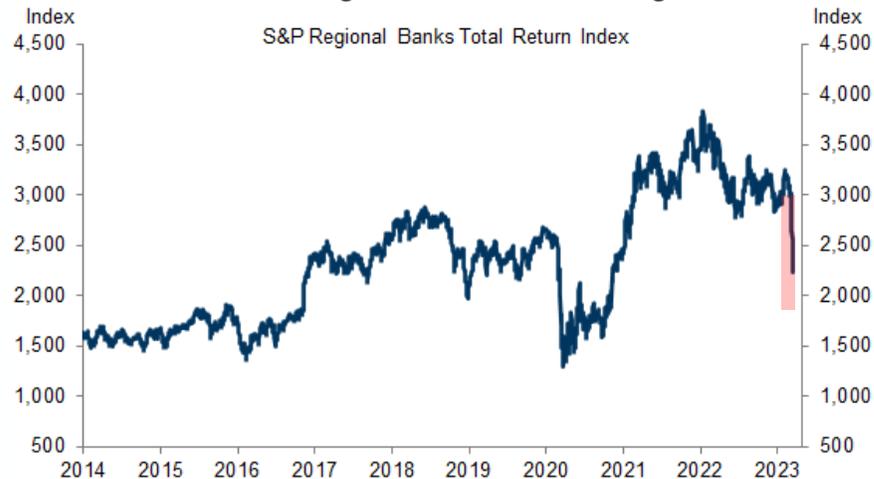
# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

Las condiciones financieras se han estado endureciendo, tras el stress del sistema financiero

Los fondos del mercado monetario, un destino probable para las salidas de los depósitos bancarios, han visto un salto en las entradas, y la emisión de FHLB, un indicador del endeudamiento mayorista de los bancos, se ha disparado



Los precios de las acciones de los bancos regionales se mantienen significativamente bajos esta semana

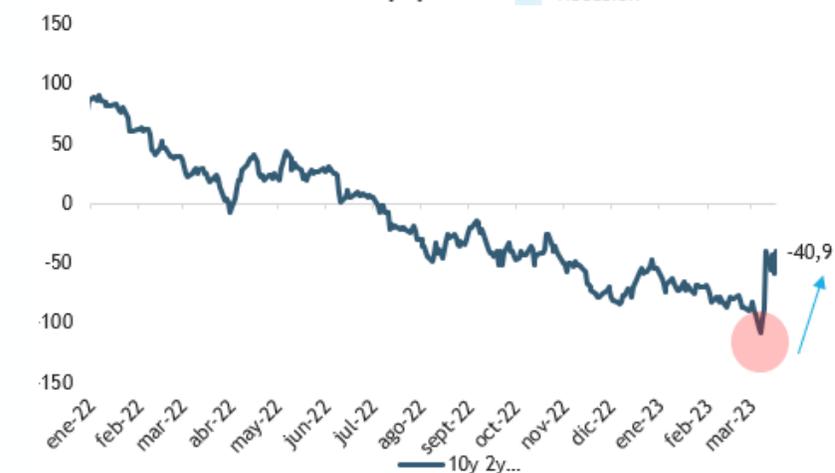
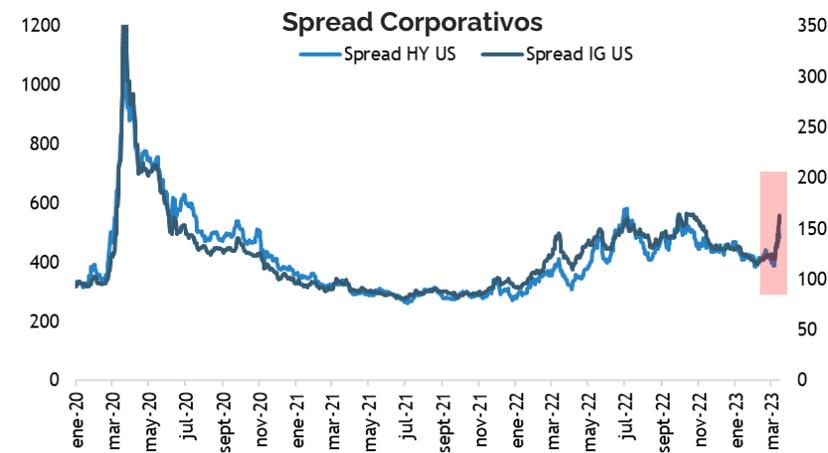
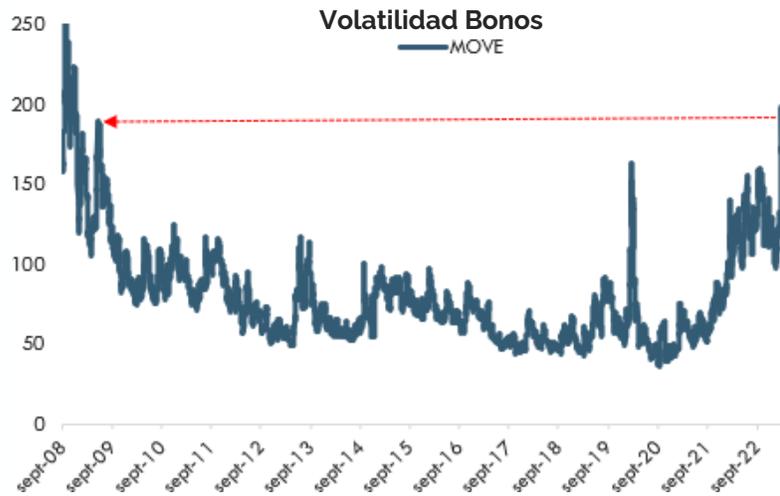


Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg; GS; Datos al 17 de marzo de 2023

# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

Las condiciones financieras se han estado endureciendo, tras el stress del sistema financiero

- Los mercados de bonos han exhibido una volatilidad extrema en torno a estos desarrollos a medida que los participantes del mercado se dan cuenta de las ramificaciones de un crédito más estricto. La curva de rendimiento se ha empujado alcista en 60 pb en cuestión de días, algo visto solo unas pocas veces en la historia y, por lo general, la forma en que el mercado de bonos dice que el riesgo de recesión ahora es más elevado. Una inversión de la curva generalmente indica una recesión dentro de los 12 meses, pero el riesgo real comienza cuando vuelve a subir desde el mínimo. Mientras tanto, el BCE decidió aumentar las tasas en 50 pb la semana pasada a pesar de la propia crisis bancaria de Europa y la economía muy lenta. La curva del Bund alemán pareció no estar de acuerdo con esa decisión con curva empujándose cerca de 50 pb
- Y los spread corporativos se han ampliado.



Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg. Datos al 17 de marzo de 2023

# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## Riesgos de recesión: Los datos de la economía real y activos muestran una mayor probabilidad de recesión

- La creciente preocupación por los choques inflacionarios persistentes se ha combinado con noticias de una Reserva Federal más agresiva y un sentimiento decreciente, ha llevado al mercado a incorporar una probable recesión.
- En total los riesgos de recesión de EE. UU. A 12m se ubican sobre el 50%
- La probabilidad implícita de recesión en distintos activos ha aumentado en las últimas semanas

### One year recession risk details

Probabilities of US recession within 1 year from economic indicators

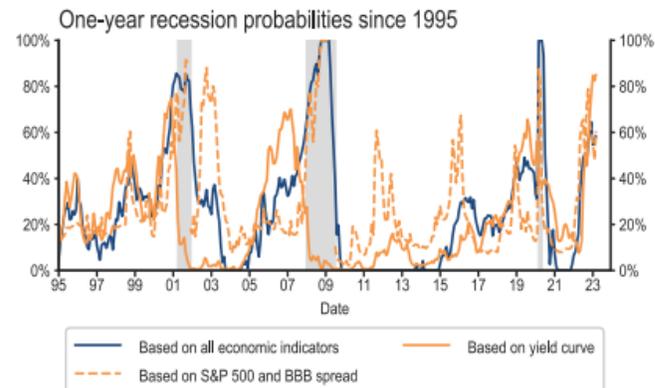
Indicator(s)	Current level	Implied 1-year recession probability	Level at 50% recession probability
Historical average unconditional probability		18%	
Consumer sentiment	51.5	46%	50.8
Nonmanufacturing sentiment	55.1	38%	52.7
Manufacturing sentiment	44.1	71%	50.3
Residential building permits	1433.7	54%	1475.2
Auto sales	14.9	17%	12.6
Payrolls	351.0	31%	282.0
Unemployment rate	3.6	29%	4.3
Initial claims	186.9	2%	288.4
Senior loan officer opinion survey	48.5	100%	15.9
All near-term economic indicators above		51%	
Background risk indicators		42%	
All economic indicators		58%	

Source: J.P. Morgan. "Historical average unconditional probability" is the historical average probability of a recession starting within 12 months when beginning in an expansion, unconditional on any data. All other probabilities are based on regression models. Indicators enter the models as the deviation from their two-year average, and the sample is 1955-present excluding the periods from 7 months after the beginning of a recession to 18 months after the end, except for the SLOOS, which is a weighted average of the standards indexes for C&I; and CRE loans, 1990-present. Indicators are backcast based on related series where necessary to extend the sample back to 1955. The sentiment indicators are composites of multiple series. "Residential building permits" is single-family permits plus the 3-month average of multi-family permits. "Payrolls" is the 3-month average of nonfarm payroll gains. "All near-term economic indicators above" is the probability from a model based on the first principal component of the indicators in the table. "Background risk indicators" is the one-year probability from a model based on the first principal component of our medium-run recession indicators. "All economic indicators" is the probability from a model including the first principal component of our near-term indicators and the first component of the medium-term indicators.

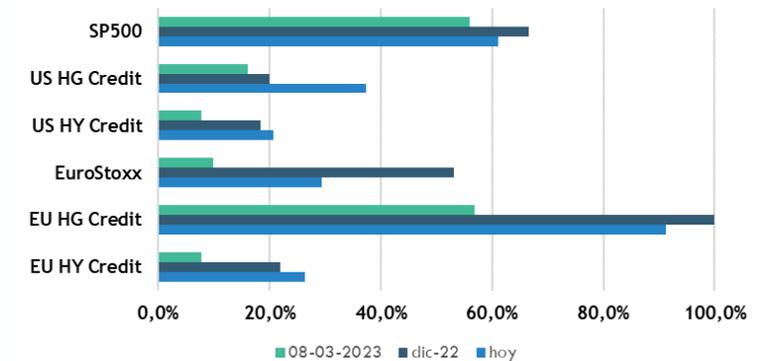
Probabilities of US recession within 1 year from financial indicators

Indicator(s)	Current level	Implied 1-year recession probability	Level at 58% recession probability
S&P 500 drawdown from peak (%)	-15.3	55%	-16.4
A/BBB bond spread (bp)	174.0	32%	257.8
Yield curve (10yr minus 3mo, bp)	-118.0	85%	-11.6
S&P and spread together		61%	
S&P, spread, and yield curve		98%	
All financial and near-term economic		82%	
All financial and all economic		78%	

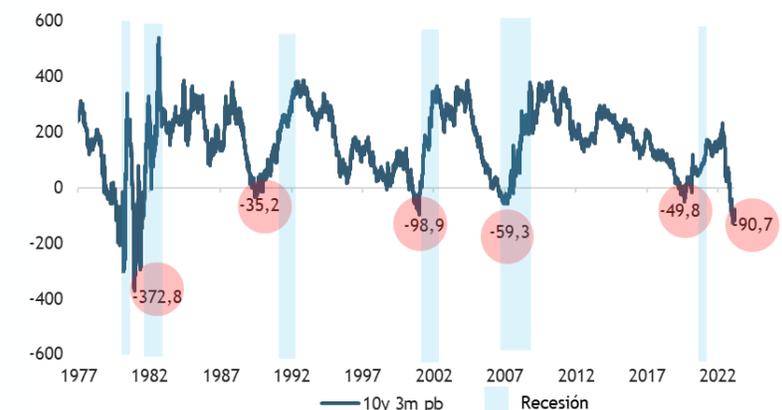
Source: J.P. Morgan. S&P 500 is drawdown from the peak monthly average. Bond spread enters model as deviation from two-year average.



Probabilidad de Recesión según distintos mercados



Pendiente de la curva de rendimiento



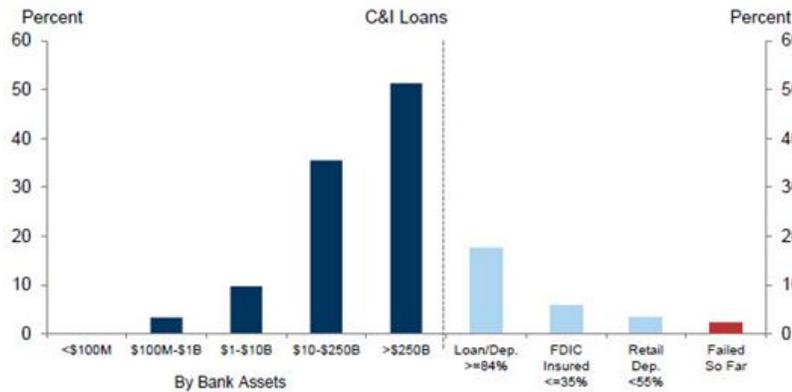
# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## Impacto económico

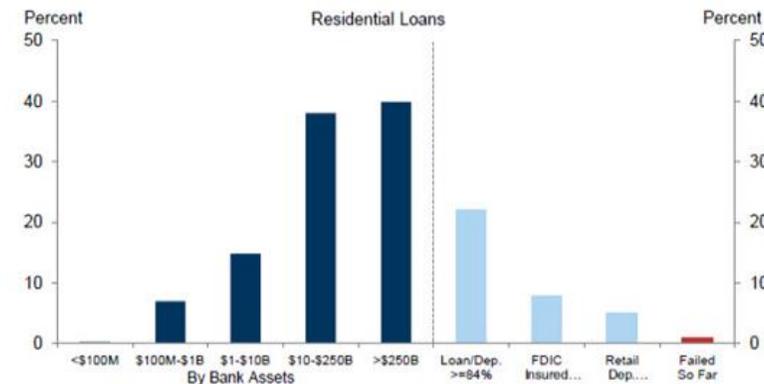
Los bancos pequeños y medianos representan el 50% de los préstamos comerciales e industriales de EE. UU., el 60% de los préstamos inmobiliarios residenciales, el 80% de los préstamos inmobiliarios comerciales y el 45% de los préstamos de consumo.

- Los obstáculos para el crecimiento del crédito podrían sustraer un 0,5-1,0 % del PIB en los próximos trimestres
- Esto sería consistente con la perspectiva de una recesión inducida por la Reserva Federal, según JPM

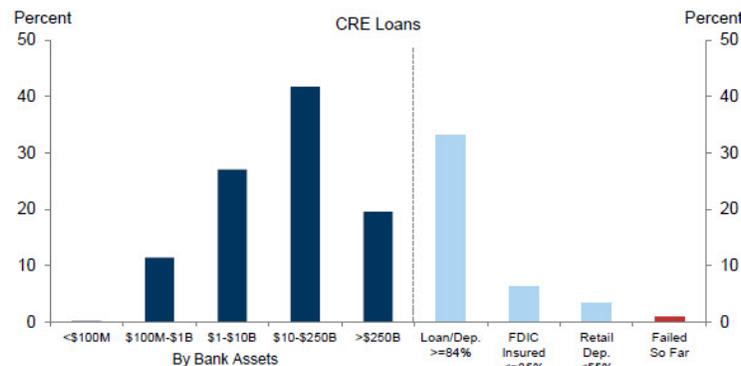
**Banks With Less than \$200B in Assets Accounts for About Half of All Commercial and Industrial Lending**



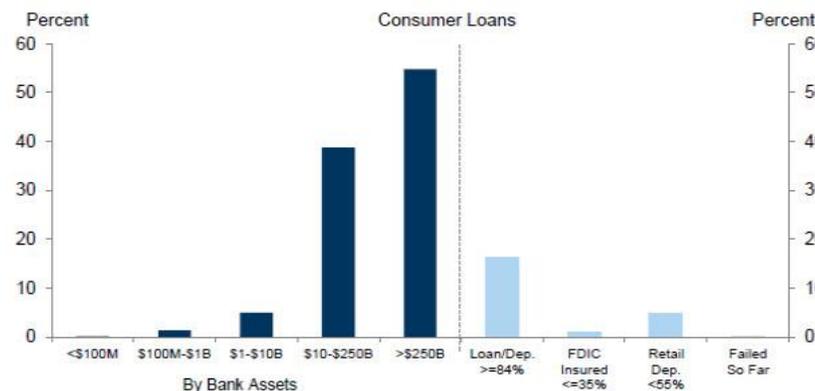
**Small and Medium-Sized Banks Account for 60% of Total Residential Lending**



**Small and Medium-Sized Banks Account for About 80% of Total Real Estate Lending**



**Small and Medium-Sized Banks Account for About 45% of Total Consumer Loans**



El canal de préstamos bancarios es potencialmente un obstáculo mayor para las perspectivas económicas.

- Primero, un éxodo de depósitos de esos bancos podría conducir a una contracción general de sus balances.
- En segundo lugar, los bancos pequeños y medianos pueden esperar un mayor escrutinio regulatorio tras las recientes quiebras bancarias.
- Tercero, los banqueros pueden ver razonablemente que el efecto de los dos primeros canales será malo para la economía y, por lo tanto, endurecerán los estándares crediticios como lo hacen normalmente cuando las perspectivas se deterioran.

Fuente: Fynsa Estrategia; GS

# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## Impacto económico

SVB fue en su mayoría mal administrado. Los préstamos CRE son donde pueden estar los problemas de mal crédito.

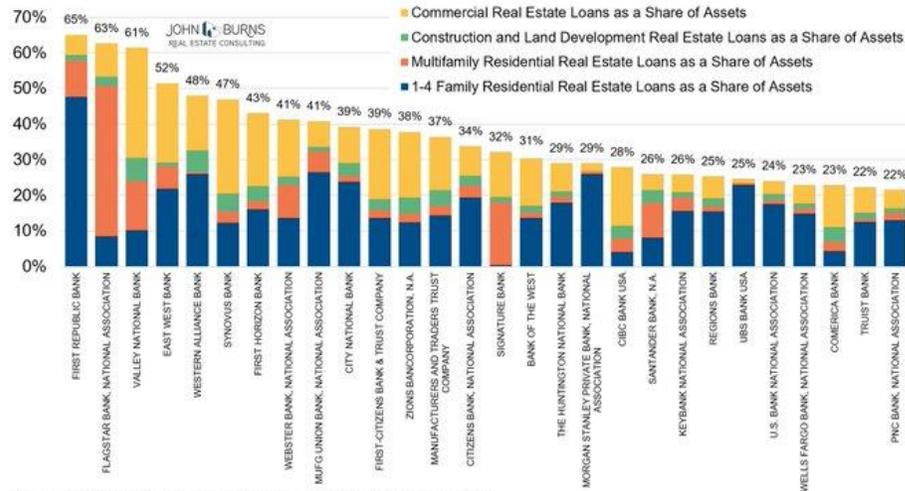
- El respaldo a los depósitos no asegurados implementado por la Fed/FDIC ayudará a aliviar más corridas bancarias importantes, pero no impedirá que los estándares de préstamo ya estrictos en toda la industria bancaria se vuelvan aún más estrictos. Tampoco evitará que aumente el costo de los depósitos, lo que presionará los márgenes de interés netos. En resumen, el riesgo de una crisis crediticia ha aumentado.

La tendencia de crecimiento de los préstamos inmobiliarios comerciales (CRE) y la última exposición a CRE de los bancos estadounidenses individuales

La Real estate exposure front and center for regional banks.

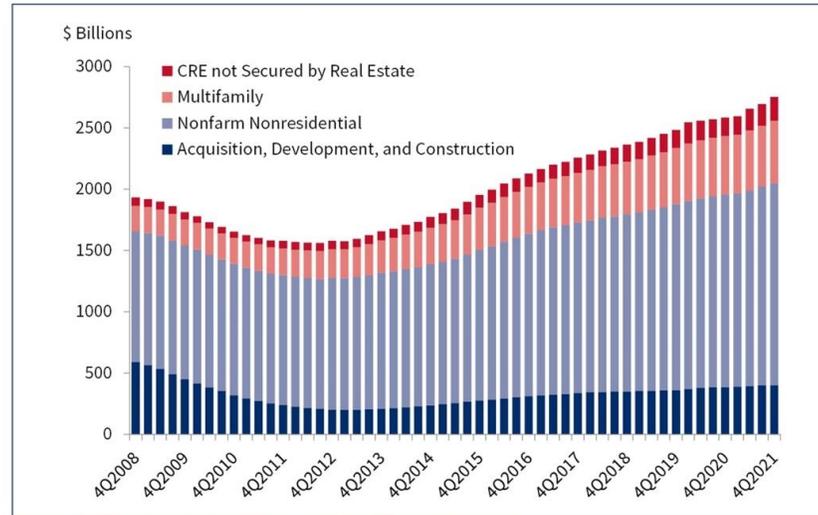
### Real Estate Loans in Domestic Offices as % of Total Assets by Loan Type

Banks with \$50B+ in assets and >20% of assets in real estate loans



Sources: FDIC; John Burns Real Estate Consulting, LLC (Data: 4Q22, Pub: Mar-2023)  
As seen in monthly *Burns US Housing Analysis and Forecast*

### CRE loan Trends, by Type, at Banks



Source: FDIC; Consolidated Reports of Condition and Income.

### U.S. CRE Market Components Among Selected U.S. Banks and Percentage of Capital

Ticker	U.S. Multi-family	CRE (non-farm/non-res, exc owner-occupied)	Construction, Land Development, and Farm	CRE (exc owner-occupied and multi-family) + Const/Develop/Farm	
				\$ mn	% CET1 Capital
WFC	26,324	73,339	23,290	96,629	72.4%
BAC	6,048	36,076	11,946	48,022	26.7%
JPM	79,735	27,224	9,282	36,506	16.7%
TFC	4,921	21,553	9,357	30,910	79.1%
USB	12,802	18,755	12,000	30,755	74.0%
MTB	5,675	20,517	8,783	29,301	188.3%
PNC	11,134	18,732	6,906	25,638	64.6%
CFG	7,826	13,741	6,117	19,858	106.9%
COF	9,165	16,690	2,859	19,549	43.7%
C	8,685	10,771	6,662	17,433	11.7%
VLY	7,929	13,542	3,711	17,253	399.8%
MS	2,032	13,419	322	13,741	20.0%
SBNY	19,512	11,967	1,647	13,614	145.6%
SNV	2,020	9,140	3,019	12,159	246.8%
FCNCA	2,549	8,597	3,463	12,059	133.7%
ZION	2,380	7,813	4,064	11,877	183.3%
HBAN	3,225	9,052	2,547	11,599	87.3%
GS	1,095	7,258	3,623	10,881	11.1%
KEY	7,155	6,248	2,604	8,852	59.9%
FITB	1,134	3,666	5,161	8,827	56.3%
RF	2,097	4,291	3,522	7,813	64.8%
CMA	2,230	3,976	3,428	7,404	93.9%
SANTAN	9,641	3,119	3,590	6,710	41.3%
CFR	282	3,657	2,091	5,747	153.2%
ASB	1,763	3,314	2,159	5,473	180.3%
BPOP	2,322	4,464	815	5,279	93.6%
BK	1,446	2,798	991	3,789	21.0%
NTRS	1,393	2,770	725	3,496	36.6%

Fuente: Fynsa Estrategia; JPM

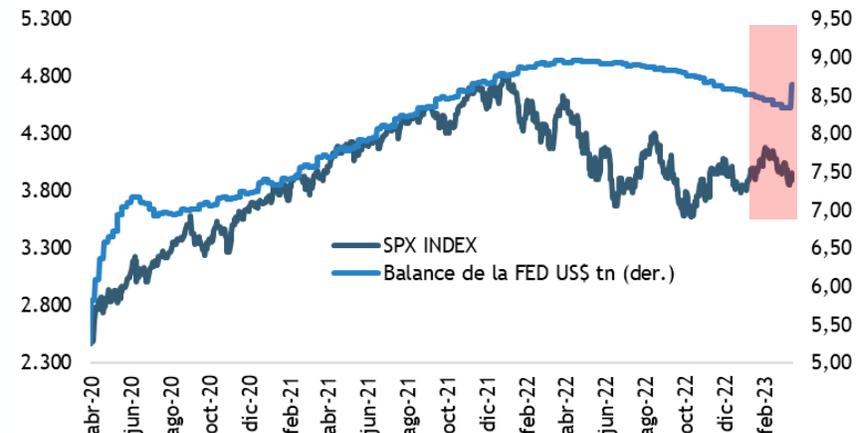
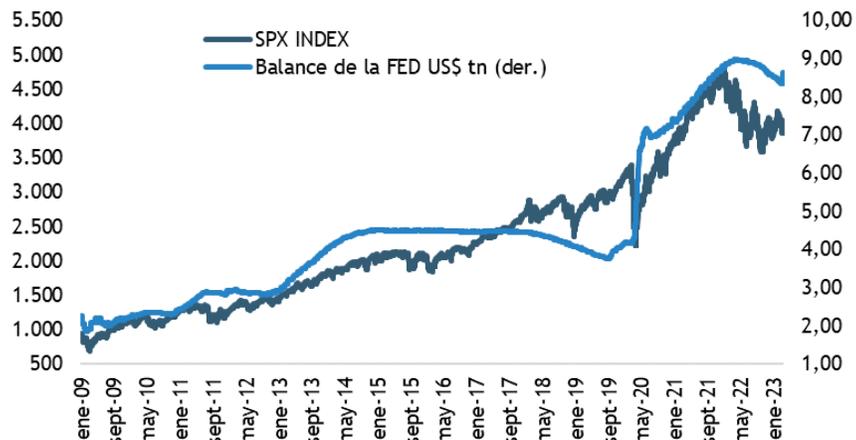
# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## ¿QE o no QE?

No espere que esta vez las inyecciones de liquidez resulten en una gran repunte del mercado

- Si es probable que el crecimiento se desacelere debido al endurecimiento efectivo que atraviesa el sistema bancario de EE. UU., y el mercado de bonos parece respaldar esa conclusión, ¿por qué subieron las acciones de EE. UU. la semana pasada? Creemos que tiene que ver con la opinión de algunos de que el rescate de los depositantes por parte de la Fed/FDIC es una forma de flexibilización cuantitativa (QE) y proporciona el catalizador para que las acciones suban. **Si bien el aumento masivo en las reservas del balance de la Reserva Federal la semana pasada aumenta la liquidez en el sistema bancario, hace poco en términos de crear dinero nuevo que pueda fluir hacia la economía o los mercados, al menos más allá de un breve período de, digamos, unos pocos días o semanas. En segundo lugar, el hecho de que la Fed esté prestando, no comprando, también importa. Si un banco toma prestado de la Fed, está expandiendo su propio balance, haciendo que los índices de apalancamiento sean más vinculantes. Cuando la Fed compra el valor, el vendedor de ese valor tiene espacio en el balance disponible para una expansión renovada. Ese no es el caso en esta situación.**
- Según la publicación semanal de la hoja de balance de la Reserva Federal, la FED estaba prestando a las instituciones de depósito US\$308 bn, un aumento de US\$303 bn respecto a la semana anterior. De esto, US\$153 bn fueron crédito primario a través de la ventana de descuento, que a menudo se considera un préstamo temporal y es poco probable que se traduzca en la creación de nuevo crédito para la economía. US\$143 bn fue un préstamo a los bancos puente que la FDIC creó para Silicon Valley Bank and Signature. Estas reservas obviamente no van a ninguna parte solo se prestaron US\$ 12 bn a través de su nuevo programa de financiamiento a plazo bancario (BTFP), que se considera más permanente pero también es poco probable que termine convirtiéndose en nuevos préstamos en el corto plazo. **En resumen, es probable que ninguna de estas reservas se transmita a la economía como lo hacen normalmente los depósitos bancarios. En cambio, creemos que el conjunto Es probable que la velocidad del dinero en el sistema bancario caiga bruscamente y compense con creces cualquier aumento en las reservas, especialmente dada la naturaleza temporal/de emergencia de estos fondos. Es probable que la reciente rebaja de Moody's y Standard & Poor's de todo el sector contribuya aún más a esta desaceleración.**

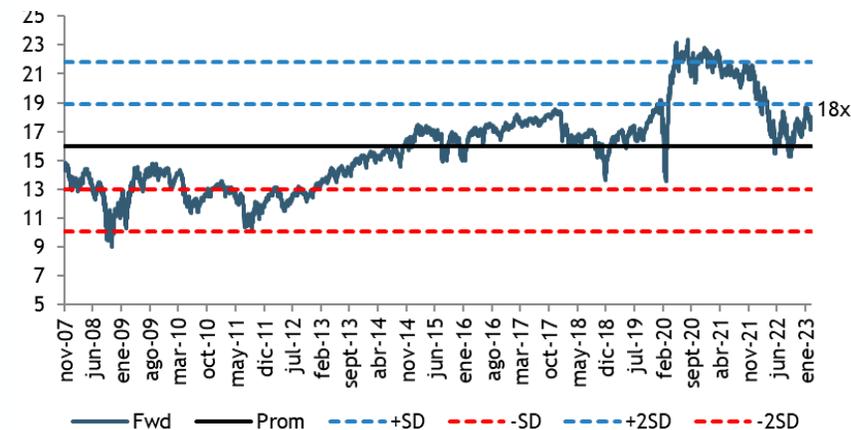
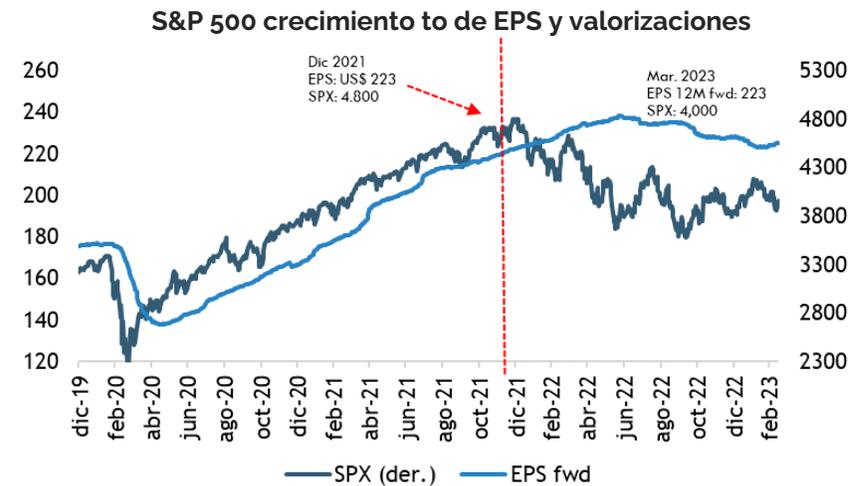
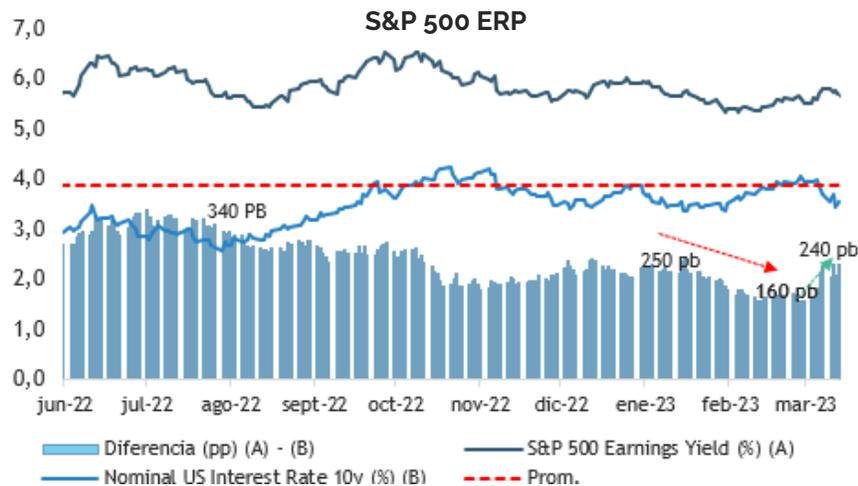
Balance de la FED vs S&P 500



# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

**Renta variable:** Durante el último mes, la correlación entre acciones y bonos se ha invertido y ahora es negativa.

- Durante el último mes, la correlación entre acciones y bonos se ha invertido y ahora es negativa. En otras palabras, las acciones bajan cuando bajan las tasas y viceversa. Esto contrasta marcadamente con la mayor parte del año pasado, cuando las acciones estaban más preocupadas por la inflación, la reacción de la Fed y las tasas subiendo. En cambio, el camino de las acciones ahora se basa en el crecimiento, y parece ser que las previsiones de ganancias son demasiado optimistas, según constata MS. Desde la perspectiva del mercado de valores, los eventos de la semana pasada significan que la disponibilidad de crédito está disminuyendo para una amplia franja de la economía, que puede ser el catalizador que finalmente convenga a los participantes del mercado de que la prima de riesgo de las acciones (ERP) es demasiado baja. ERP del S&P 500 es actualmente es de 240 pb. **Dado el riesgo para la perspectiva de ganancias, la relación riesgo/recompensa en las acciones de EE. UU. sigue siendo poco atractiva hasta que el ERP esté al menos en 350-400 pb**



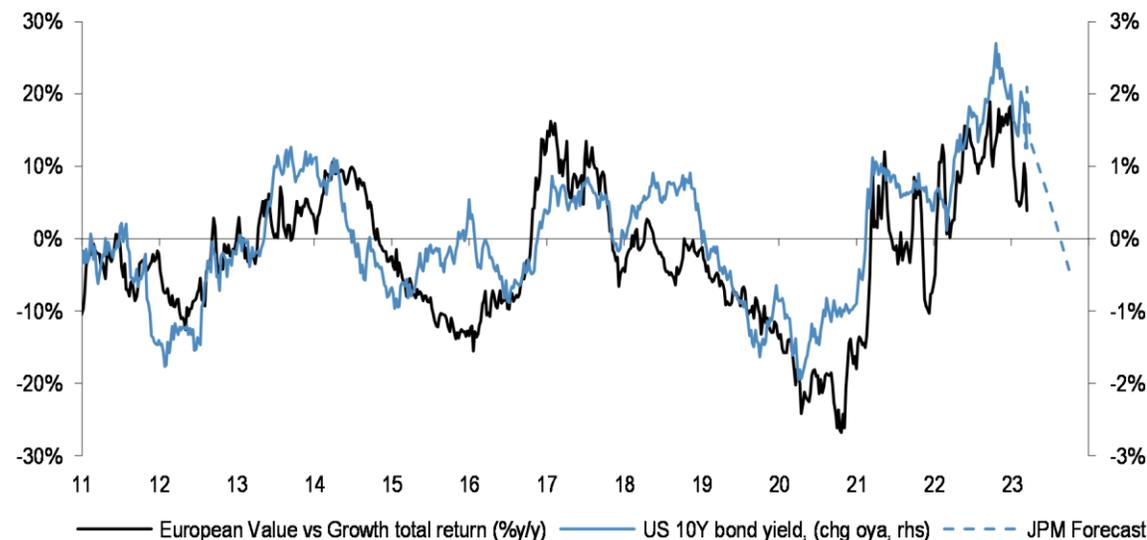
Fuente: Fynsa Estrategia; Bloomberg. MS. Datos al 17 de marzo de 2023

# El colapso de Silicon Valley Bank: Causas y Consecuencias

## Renta Variable: La racha del Value vs Growth se ha estancado este año

- Después de un diferencial de factores muy fuerte el año pasado, donde MSCI US Value superó a MSCI US Growth hasta en un 30% y en un 25% en Europa, esta tendencia se encuentra comprometida este año.
- Esto se debe en parte a la opinión de que la inflación ha alcanzado su punto máximo, y que los rendimientos de los bonos en EE. UU. se estancarán/bajarán, en particular en el segundo semestre de este año.
- **El performance de Value vs Growth es sensible al movimiento de los rendimientos de los bonos (ver gráfico).**
- A largo plazo, los fundamentos siguen apuntando al estilo Value. Hemos sido optimistas sobre el factor valor el año pasado, y todavía vemos que las acciones de valor parecen mucho más interesantes que las de crecimiento en un horizonte de 2-3 años. La preocupación es que probablemente se debilitarán este año, ya que los mercados vuelven a fijar el precio en un escenario de recesión, mientras que los rendimientos de los bonos podrían reflejar el riesgo de errores de política de los bancos centrales, con una inversión continua de la curva de rendimiento..

El rendimiento relativo de los factores depende de la dirección de los rendimientos de los bonos... Es probable que el rendimiento a 10 años baje en el segundo semestre...





Isidora Goyenechea 3477, Piso 11,  
Las Condes, Santiago, Chile

+56 22 499 1500

[fynsa@fynsa.cl](mailto:fynsa@fynsa.cl)

[www.fynsa.cl](http://www.fynsa.cl)



# Disclaimer

El presente documento ha sido preparado por Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa y su contenido es de carácter estrictamente confidencial. Éste no puede ser reproducido, distribuido o publicado por el receptor ni utilizado bajo ningún concepto sin previo consentimiento por escrito de Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa.

El objeto del presente documento es entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión.

Este documento no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él.

Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa no se hace responsable por la rentabilidad de los Activos administrados o por las fluctuaciones en el valor de mercado de los mismos. Asimismo, Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa no asume responsabilidad por la incobrabilidad de los activos cuyos obligados al pago entren en insolvencia o sean declarados en quiebra o dejen, por cualquier motivo, de pagar sus obligaciones. Todo lo anterior, en la medida que haya dado cumplimiento a las disposiciones contenidas en el Contrato de Administración de Cartera, en la Ley 20.712 sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales, en las disposiciones contenidas en el artículo 179 de la Ley 18.045 de Mercado de Valores, respecto de los recursos custodiados en virtud de la actividad de administración de cartera y demás leyes y normativa aplicable.

Los riesgos que representan las operaciones con cada uno de los tipos de activos en que sean invertidos los recursos, no son de responsabilidad de Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa. La rentabilidad que se obtenga de la inversión que el administrador realice, estarán sujetas al riesgo propio de las inversiones y de otros factores, por lo que, durante la vigencia de ellas, o a la fecha de su liquidación, el resultado podrá ser favorable o adverso para el cliente. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

Las rentabilidades pasadas no garantizan que ellas se repitan en el futuro.

Finanzas y Negocios S.A. Corredores de Bolsa hace presente al receptor de este documento que, con carácter previo a la toma de cualquier decisión sobre la realización de alguna operación o transacción descrita o derivada del presente documento, se requiere que lleve a cabo sus propios trabajos de análisis técnico, contable, legal y tributario.