



**VALTIN CAPITAL**  
ASESORES FINANCIEROS

**INFORME**

# Económico Mensual

**MARZO 2023**

**Autor: Hermann González**

Estimados Clientes y Amigos,

Hasta la primera semana de marzo, el foco de los mercados seguía puesto en la persistencia inflacionaria, en la respuesta de los bancos centrales y en los efectos que podría tener el endurecimiento de las condiciones monetarias en el crecimiento global durante los próximos trimestres. Sin embargo, el panorama cambió drásticamente en los últimos diez días, las la caída y los problemas de los bancos SVB, Signature Bank y Credit Suisse.

Este es un evento en desarrollo, pero en la práctica generó un cambio en la visión de la política monetaria en el mundo: ahora se esperan menos alzas de tasas de interés y recortes anticipados. El foco de los bancos centrales se inclinó desde la inflación hacia la estabilidad financiera.

A nivel local, si bien el escenario económico es menos malo de lo previsto hace unos meses, está lejos de ser un buen escenario. La situación del mercado laboral es frágil, la inflación sigue siendo elevada (especialmente en su componente sin volátiles) y en el escenario central, el PIB se contraerá este año. A todo esto se suma un complejo e incierto escenario internacional derivado de los efectos de la crisis bancaria global.

Estimamos que la depreciación del peso de la última semana aproximó la paridad a sus fundamentos. El valor de equilibrio al 17/3 lo estimamos entre \$835-\$845. Niveles en torno a \$800 o menos no parecen sostenibles. (ver página 44).

Esperamos que este informe sea de utilidad para ustedes en la toma de decisiones y estaremos encantados de reunirnos a analizarlo si les parece interesante hacerlo. Cuenten con nosotros.

**Javier Vergara M.**

**Valtin Capital**

Santiago, 20 de Marzo de 2023



## AGENDA

1. **Economía Internacional**
2. Economía Chilena





## El cisne negro



- Eventos inesperados, muy difíciles (imposibles) de predecir
- Potenciales consecuencias negativas severas
- Resaltan la importancia de una adecuada gestión de riesgos en las compañías



El viernes 10/3 el **Silicon Valley Bank (SVB)** fue intervenido por las autoridades de EE.UU. después de sufrir una corrida bancaria. La misma suerte corrió **Signature Bank**. SVB estaba enfocada en empresas tecnológicas y era el 16° banco americano por capitalización bursátil

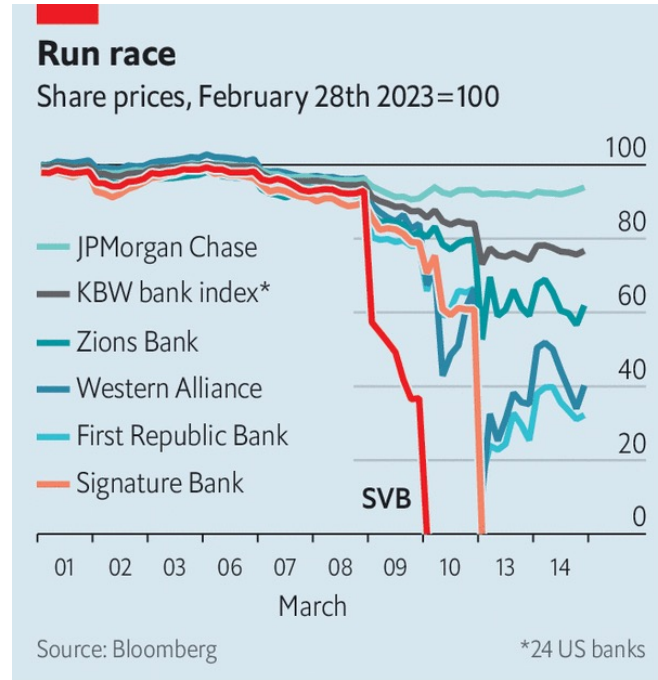


Fuente: The Economist.

## Economía Internacional

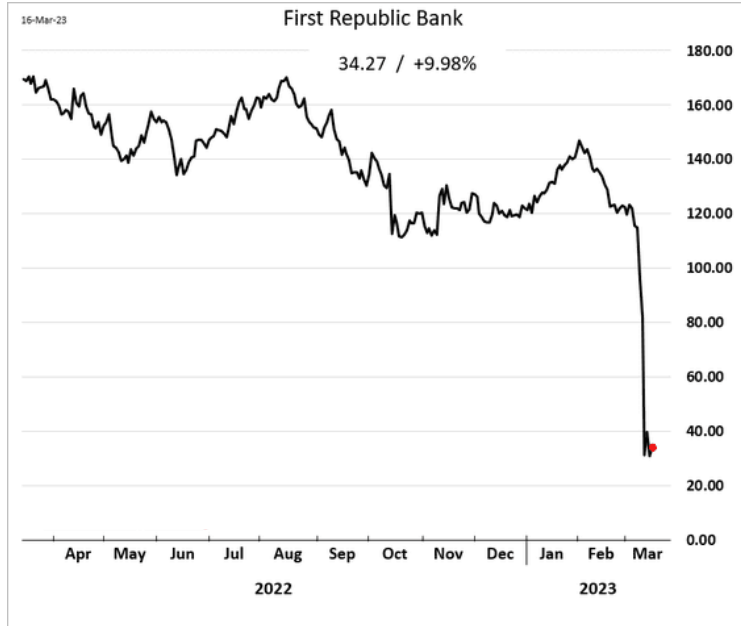
- **Hasta la primera semana de marzo, el foco de los mercados seguía puesto en la persistencia inflacionaria**, en la respuesta de los bancos centrales y en los efectos que podría tener el endurecimiento de las condiciones monetarias en el crecimiento global durante los próximos trimestres.
- Las cifras de actividad mostraban que EE.UU. crecía con fuerza el 1T23, que la Eurozona era capaz de escapar de una recesión este año y que China repuntaba rápidamente tras el fin de la política de Covid-0.
- Sin embargo, **el panorama cambió drásticamente en los últimos diez días**. La caída de SVB tras una corrida bancaria que generó la salida de US\$ 42 bn en depósitos fue seguida por un episodio similar en Signature Bank y obligó a la Fed a responder para proteger a los depositantes y proveer liquidez.
- **La magnitud y la oportunidad de la respuesta permitió calmar a los mercados**, aunque pese a ello hubo contagio hacia otras entidades. Existen dudas sobre la magnitud de dicha inyección de liquidez, que algunos analistas consideran excesiva o podría ser una señal de que la situación del sistema bancario podría ser peor de lo que se cree. A mediano plazo, también se espera un nuevo endurecimiento de la regulación bancaria en EE.UU.
- Luego fue el turno del banco suizo **Credit Suisse**, que arrastraba sus propios problemas, pero que tras la caída de SVB enfrentó nuevas presiones y terminó siendo vendido a UBS por el 40% de su valor en bolsa. **El domingo 19/3 los bancos centrales de las principales economías desarrolladas anuncian la provisión coordinada de liquidez en US\$.**
- **Este es un evento en desarrollo, pero en la práctica generó un cambio en la visión de la política monetaria en el mundo:** ahora se esperan menos alzas de tasas de interés y recortes anticipados. **El foco de los bancos centrales se inclinó desde la inflación hacia la estabilidad financiera.**
- Como en otros episodios de *flight to quality*, las tasas de los bonos en dólares cayeron con fuerza, lo mismo que las bolsas y los precios de las materias primas, con excepción del precio del oro que habitualmente sirve de refugio en escenarios como este. **Es muy pronto para ver efectos sobre actividad económica, pero estos dependerán de la extensión y de la profundización de la crisis bancaria en las próximas semanas.**

Pese a la oportuna respuesta de las autoridades de EE.UU., y el carácter “de nicho de SVB” hubo **contagio**. Todo el sector bancario sufrió los efectos de la caída de **SVB** y **Signature**



Fuente: The Economist.

El Banco **First Republic** podría ser el próximo en caer. A fines de la semana pasada, otras entidades financieras lo apoyaron con depósitos por US\$ 30 mil millones



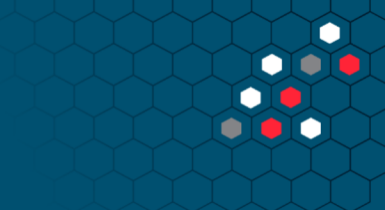
**Wall Street rides to the rescue  
as 11 banks pledge First  
Republic \$30 billion in deposits**



Al otro lado del Atlántico, **Credit Suisse** también sufrió los impactos de la corrida y posterior intervención de dos bancos en EE.UU. Aunque esta entidad tiene sus propios problemas



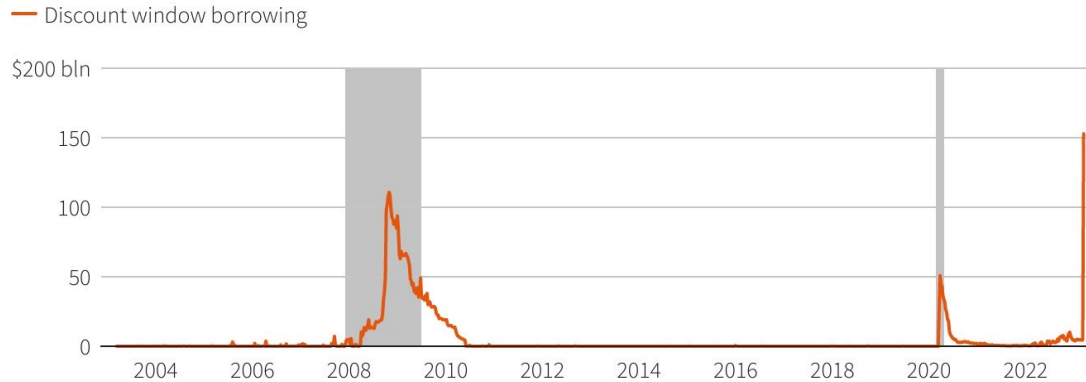
- El banco detectó “debilidades materiales” en sus reportes de control financiero en 2021-2022, en particular, en sus evaluaciones de riesgo.
- El Banco Nacional Saudí (9,88% de la propiedad) no estuvo disponible para capitalizar a CS.
- El Banco Nacional de Suiza puso a disposición de CS US\$ 54 mil millones, lo que permitió estabilizar el precio de la acción.
- 19/3: con intervención del gobierno UBS compra Credit Suisse por US\$ 3.250 millones, con un fuerte castigo respecto de su cotización bursátil: US\$ 8 mil millones.



La **Fed** reaccionó rápido dando tranquilidad a los depositantes y liquidez al sistema. Los bancos pidieron prestado US\$ 165 bn de la Fed la última semana (US\$ 153 bn de la ventana de descuento y 12 bn desde la nueva facilidad de emergencia (*Bank Term Funding Program*)). **Nada similar se vio en las últimas dos crisis económicas en EE.UU.**

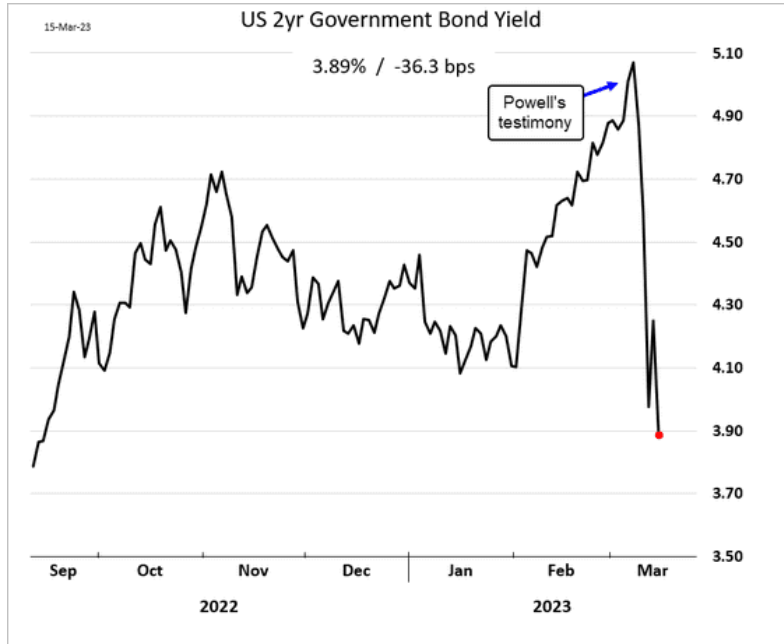
## Fed opens the emergency lending taps

A record of more than \$150 billion was borrowed by banks from the Federal Reserve's 'discount window' this week after the collapses of Silicon Valley Bank and Signature Bank.

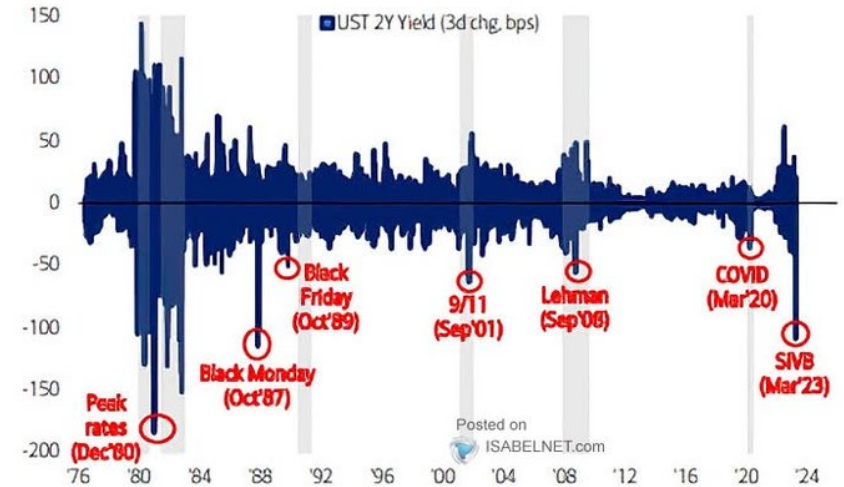


Note: Gray bands are recessions  
Source: U.S. Federal Reserve

**EE.UU.:** La caída de 120 pb en una semana en la tasa a 2 años es la mayor desde el lunes negro de 1987



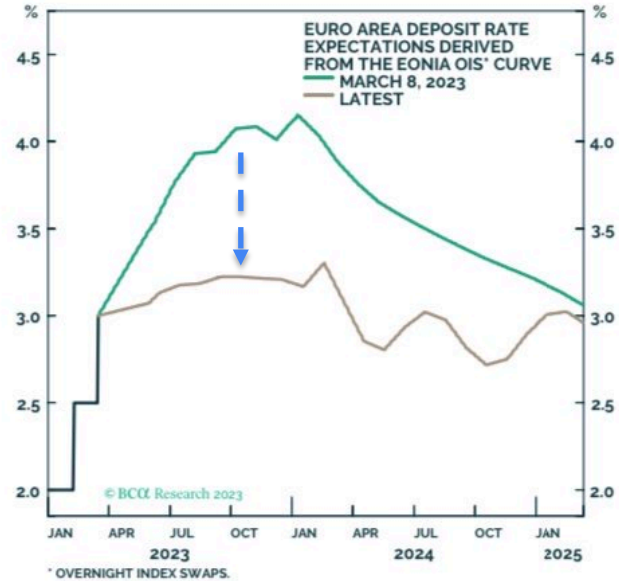
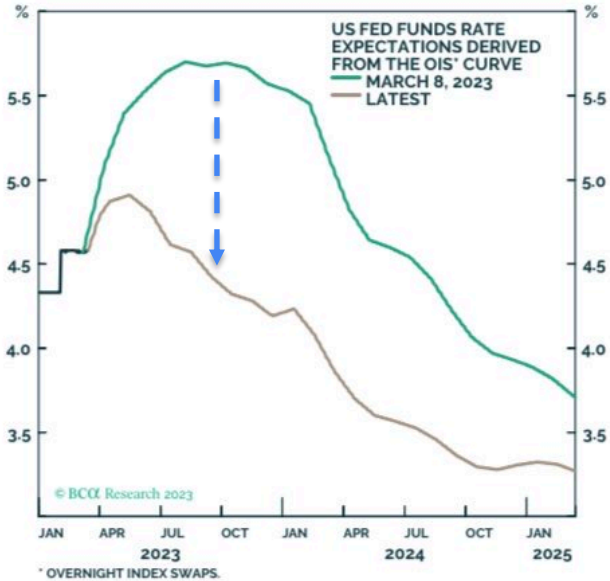
**Chart 6: Biggest 3-day drop in UST 2-year yield since Oct'87 crash**  
3-day change in US 2-year Treasury yield



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

Fuente: Daily Shot, BofA.

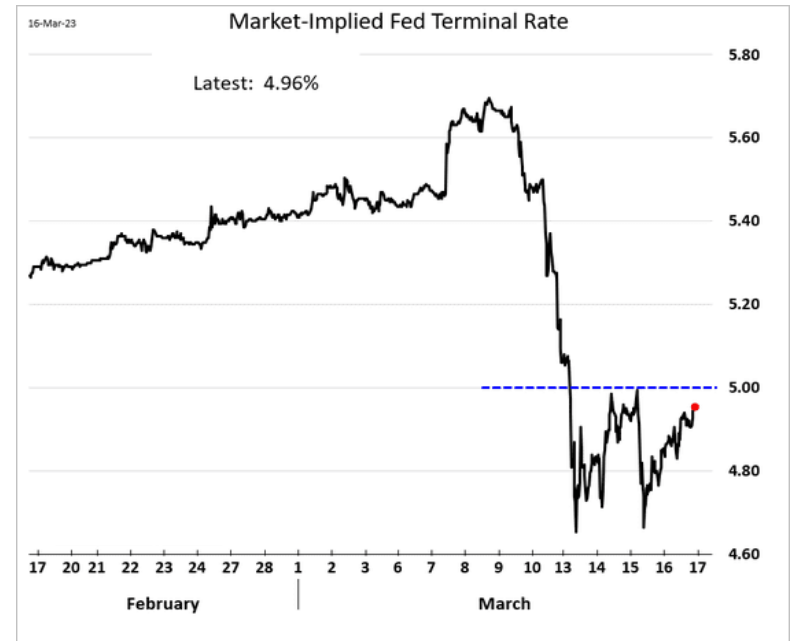
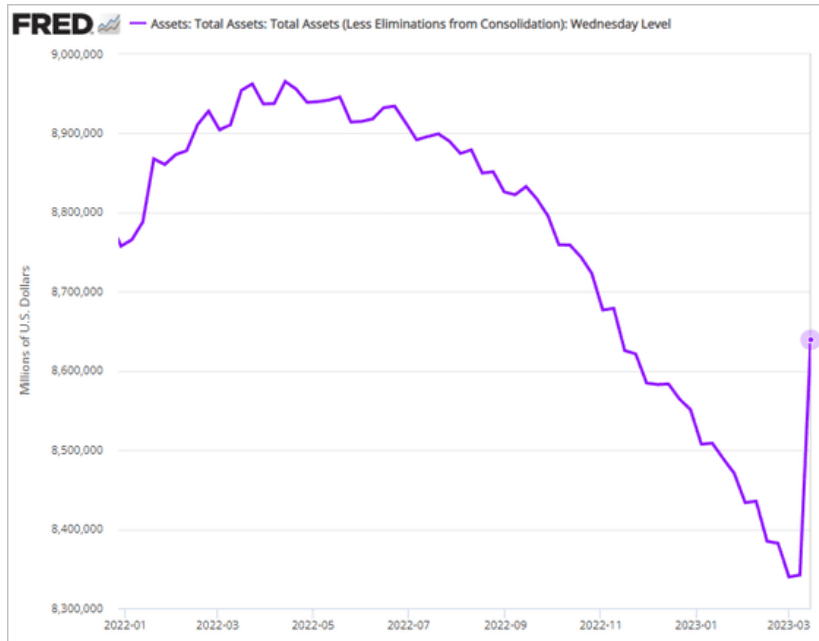
Las turbulencias en la industria bancaria cambiaron drásticamente el escenario de tasas de interés



Fuente: BCA.



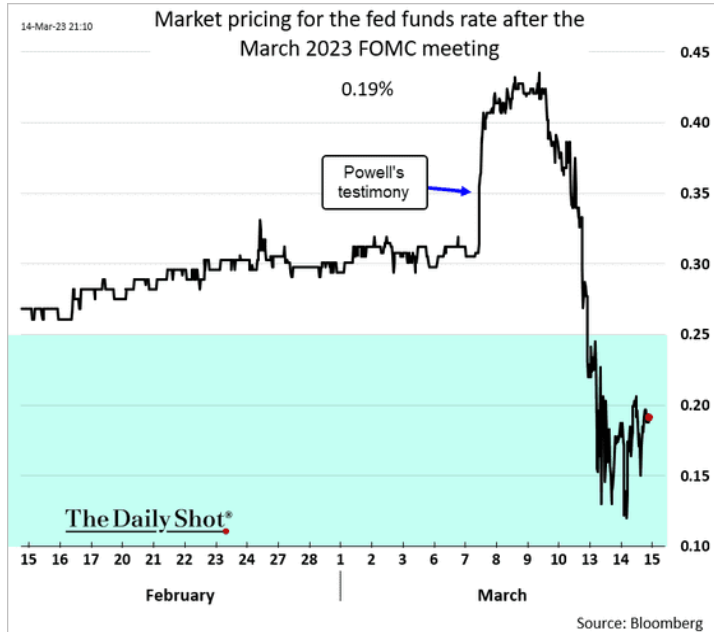
En **EE.UU.** el balance de la Fed volvió a aumentar revirtiendo en una semana, 4 meses de ajuste cuantitativo y la tasa terminal esperada por el mercado se redujo desde 5,7% a 5%



Fuente: Fred, The Daily Shot.



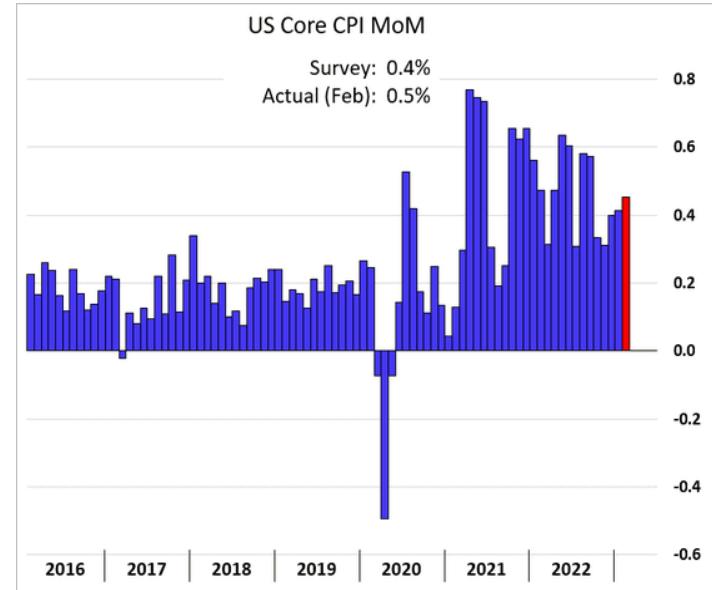
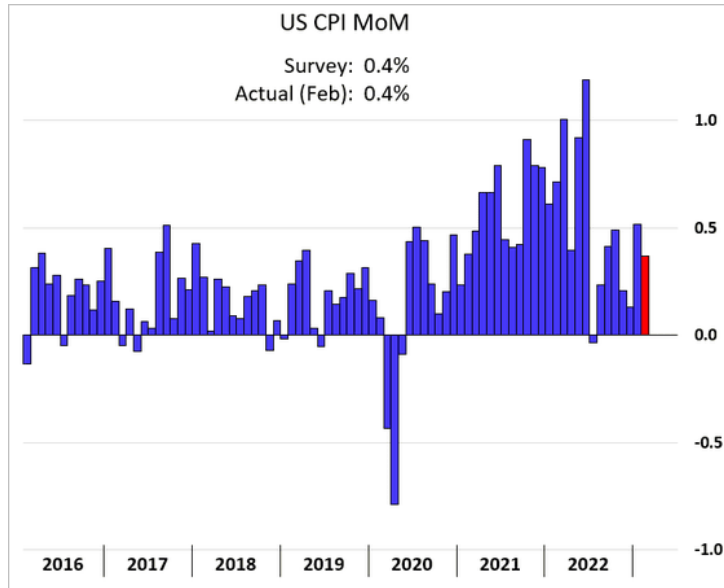
En **EE.UU.** para la reunión de esta semana se descartó un alza de 50 pb. El mercado espera un alza de 25 pb y anticipa recortes de 60 pb en la segunda parte del año.



Fuente: The Daily Shot.

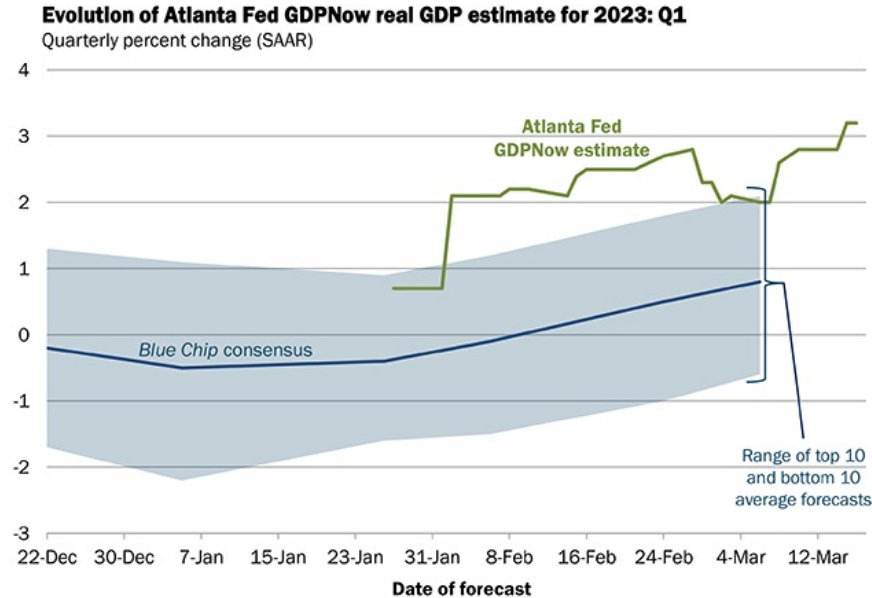


Antes de la caída de los bancos en EE.UU. la inflación seguía siendo la principal preocupación



Fuente: The Daily Shot.

Las estimaciones de crecimiento de **EE.UU.** para 1T23 se revisaban al alza, llegando a 3,2% t/t anualizado en la última semana



Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts

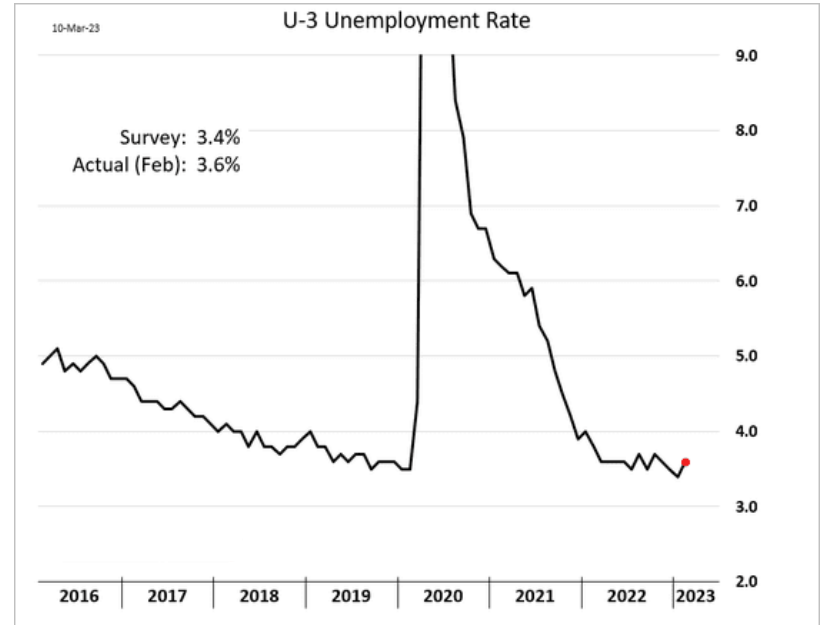
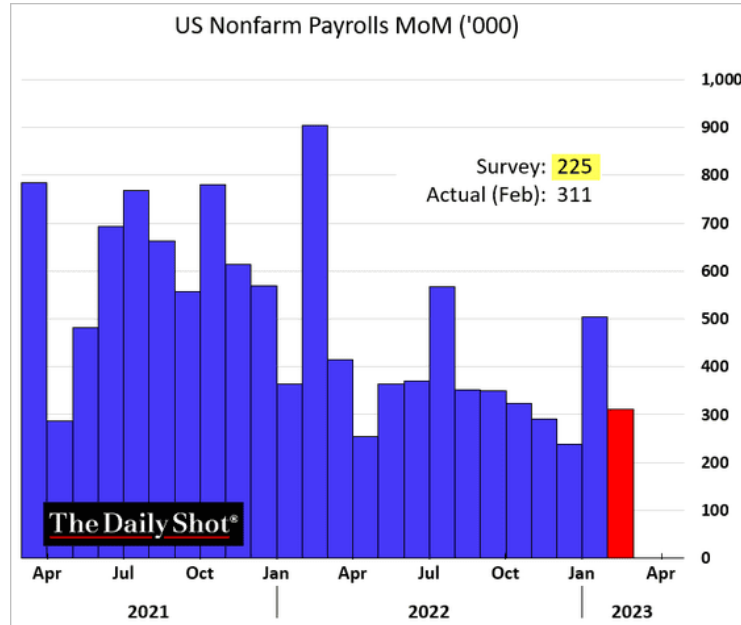
Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

Fuente: Atlanta Fed.



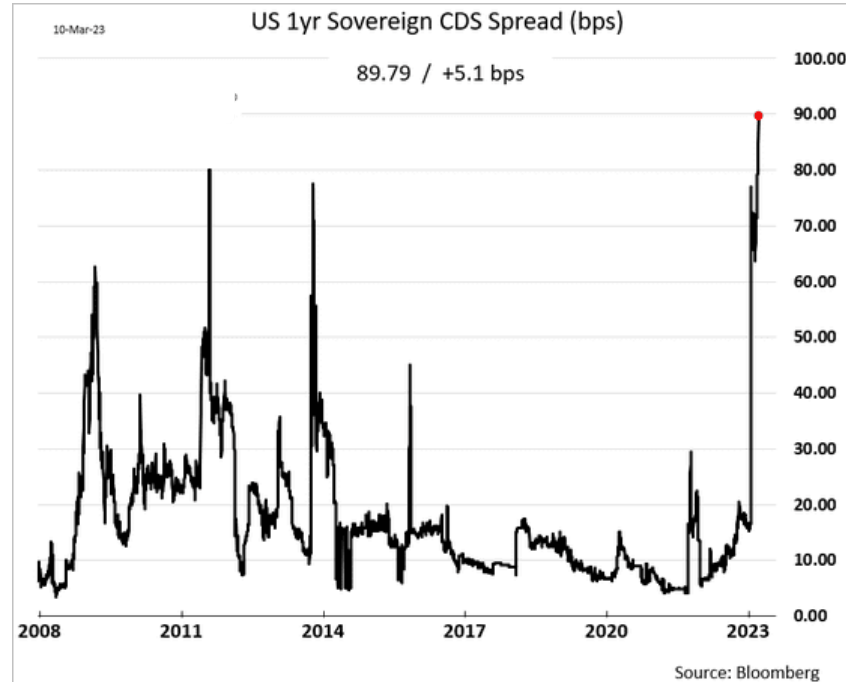


La creación de empleos superó las expectativas por 11° mes consecutivo, pero el desempleo aumentó a 3,6% y los salarios crecieron algo menos de lo esperado



Fuente: The Daily Shot.

Otro tema de preocupación es el riesgo de *default* soberano en EE.UU. El premio por riesgo del país sube a medida que se acerca el plazo límite para aumentar el techo de la deuda y evitar el no pago de la deuda (junio)



Fuente: The Daily Shot.



En la **Eurozona**, el problema inflacionario es mayor que en EE.UU. Pese a la situación bancaria, el BCE subió la tasa en 50 pb

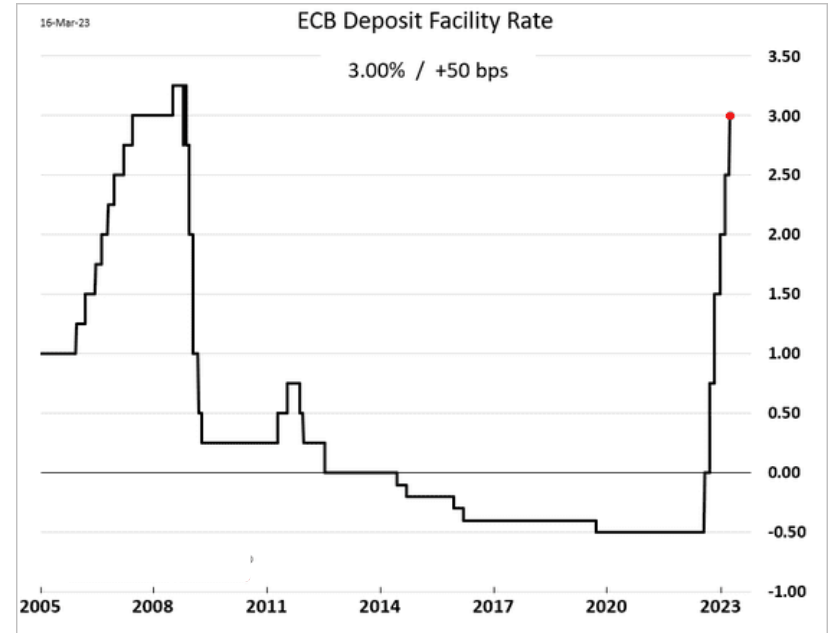
**Too damn high**

Core consumer prices\*  
% increase on a year earlier



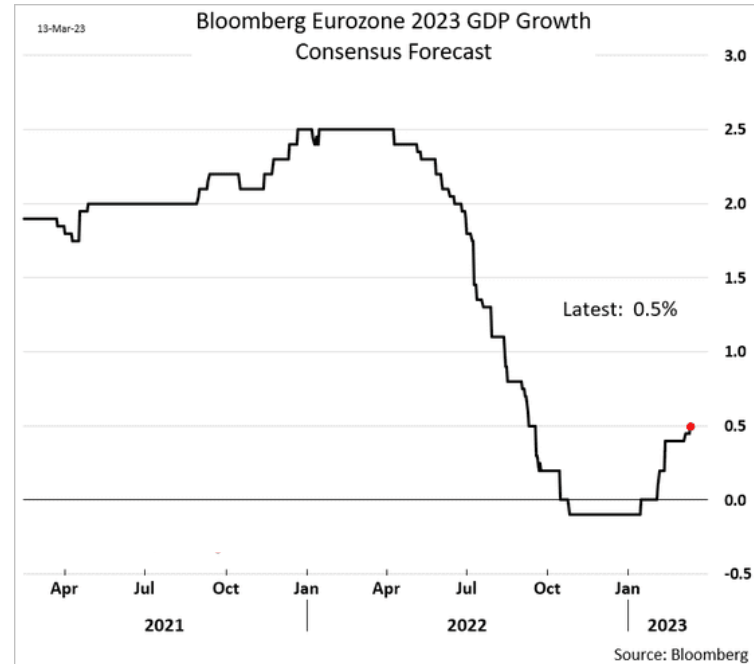
\*HICP excluding energy and food

Sources: Haver Analytics; US Bureau of Labour Statistics



Fuente: The Economist, Daily Shot.

Hasta el momento, las proyecciones de crecimiento de la **Eurozona** siguen al alza y se descarta un escenario de recesión

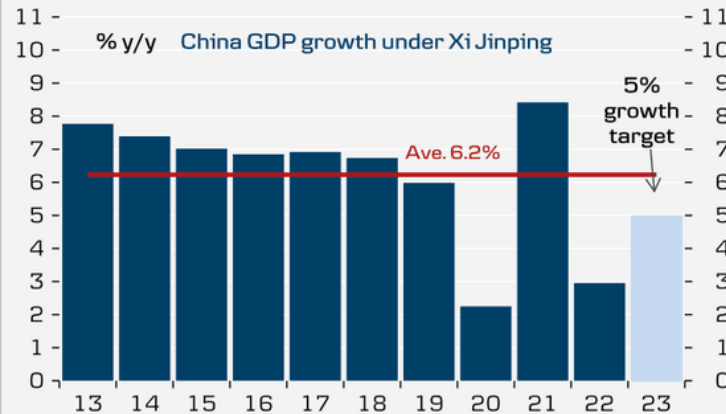


Fuente: The Daily Shot, Bloomberg.

El gobierno chino fijó una meta de crecimiento de 5% para este año. La cifra decepcionó a los mercados que esperaban un objetivo más ambicioso

**China's new growth target looks low compared to past growth rates (apart from the 'covid' years).**

The Daily Shot  
@SoberLook

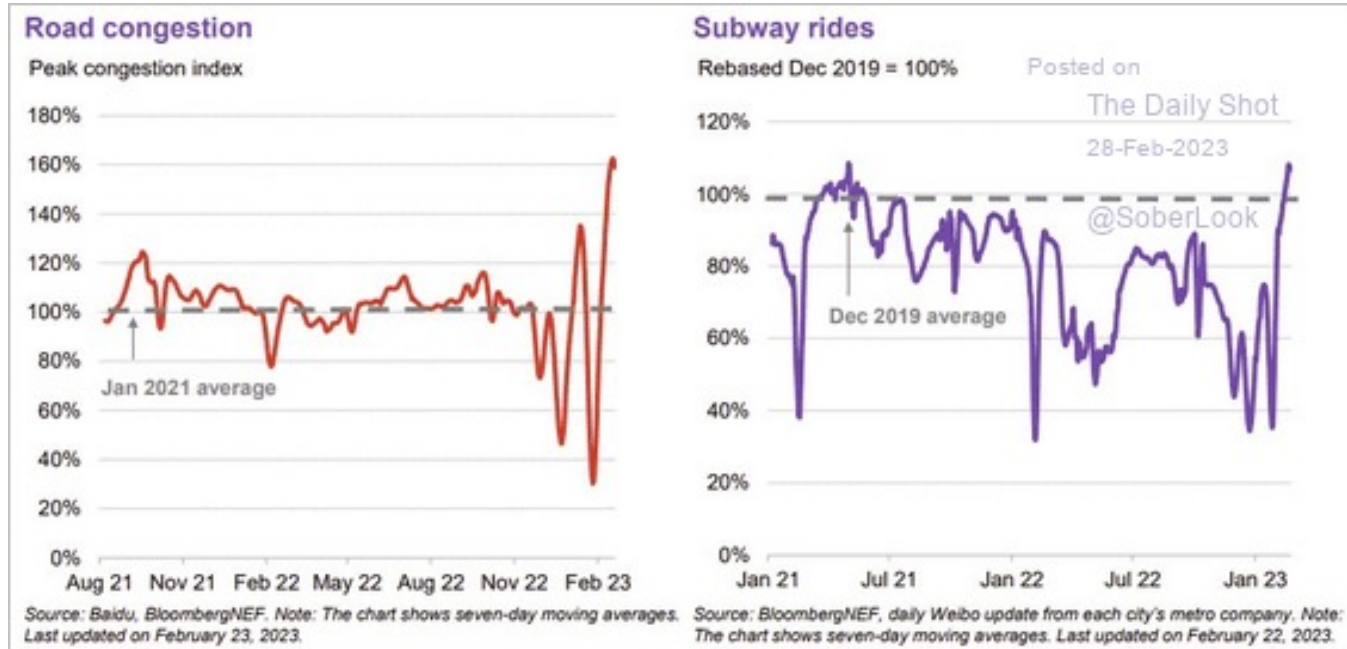


Source: Macrobond Financial, IMF, Danske Bank

Fuente: The Daily Shot.

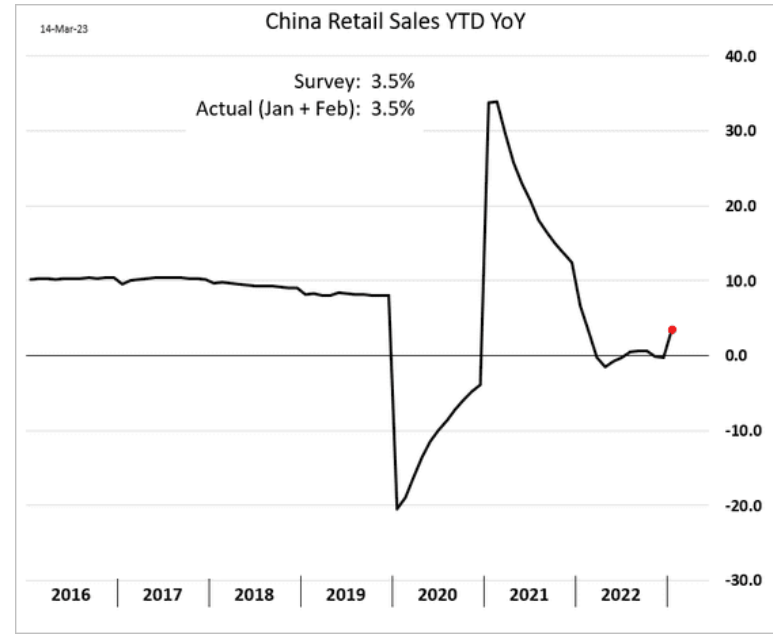
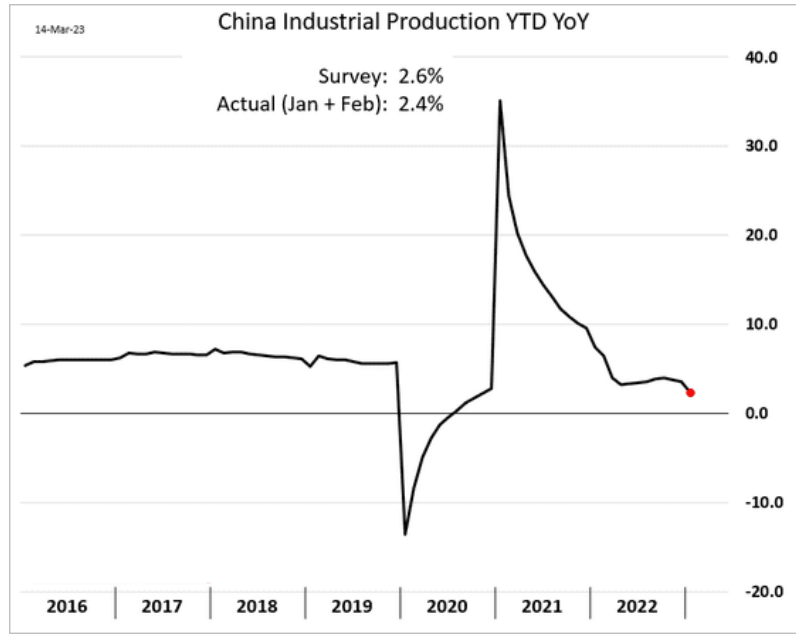


Diversos indicadores dan cuenta de un **significativo aumento de la movilidad** tras el levantamiento de la política de Covid-0



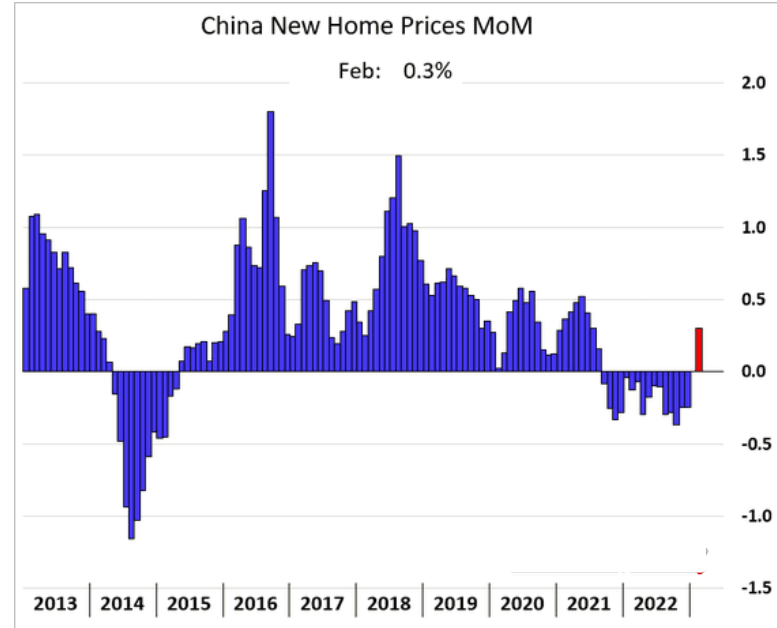
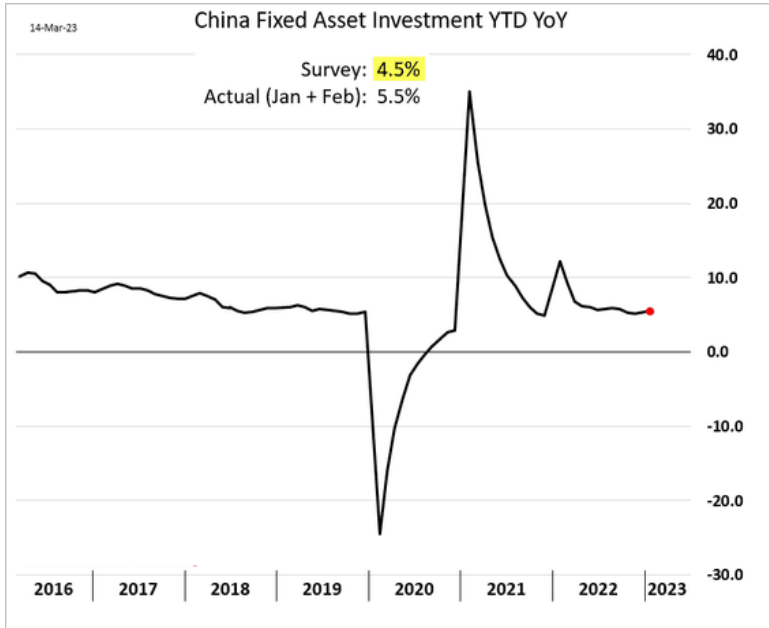
Fuente: The Daily Shot.

Los datos de actividad (producción industrial) y demanda (ventas minoristas) de inicios de año no son del todo positivos...



Fuente: The Daily Shot.

...Sin embargo, la inversión fija repunta más de lo esperado en enero-febrero y los **precios de viviendas suben**, lo que es una positiva señal de estabilización del mercado inmobiliario



Fuente: The Daily Shot.



A su vez, la **inflación** se desacelera significativamente y genera espacio para más estímulos...



Fuente: The Daily Shot.

## Riesgos de la economía mundial 2023

- **Expansión de la crisis bancaria a otros bancos/países**
- **Persistencia de la inflación global y respuesta de política monetaria**, especialmente en EE.UU.. Mayores alzas de tasas generarán turbulencias en los mercados financieros y podrían inducir un ajuste macro mayor al previsto.
- **Intensidad de la desaceleración global**. El escenario base contempla un ajuste moderado de la actividad económica global. **Ajuste monetario más agresivo o expansión de la crisis bancaria podría acentuar el ciclo.**
- **Recuperación económica de China**. Se espera que China sea el motor del crecimiento mundial en 2023, condicional a que no intensifique el ajuste de su **sector inmobiliario**.
- **Evolución de la guerra en Ucrania** (y otros riesgos geopolíticos, como, por ejemplo, China-Taiwán)





## AGENDA

1. Economía Internacional
2. **Economía Chilena**

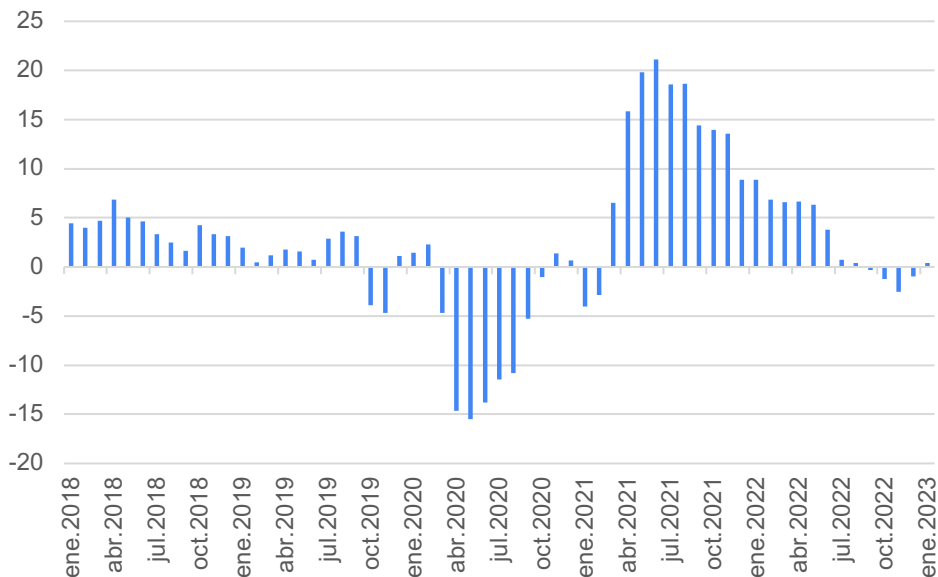


## Economía Chilena

- **La economía chilena ha dado en el margen señales mejores de lo previsto.** El IMACEC creció levemente en enero (versus expectativas de una caída) y el IPC de febrero se redujo 0,1% m/m.
- La incertidumbre económica ha seguido a la baja y la confianza de los agentes ha mejorado, aunque sigue en terreno pesimista. Al mismo tiempo, las estimaciones de contracción de la economía este año se moderaron.
- **Si bien el escenario económico es menos malo de lo previsto hace unos meses, está lejos de ser un buen escenario.** La situación del mercado laboral es frágil, la inflación sigue siendo elevada (especialmente en su componente sin volátiles) y en el escenario central, el PIB se contraerá este año. A todo esto se suma un complejo e incierto escenario internacional derivado de los efectos de la crisis bancaria global.
- Hasta la primera semana de marzo, la preocupación por la inflación postergaba el momento del primer recorte de tasas de interés de política monetaria hacia el tercer trimestre. Sin embargo, este escenario podría cambiar de forma drástica, si se agrava la crisis bancaria.
- El peso se ha depreciado en los últimos días y ha impactado negativamente la liquidez en dólares. **Estimamos que la depreciación del peso de la última semana aproximó la paridad a sus fundamentos. El valor de equilibrio al 17/3 lo estimamos entre \$835-\$845.** Niveles en torno a \$800 o menos no parecen sostenibles.
- En el ámbito político, **el rechazo de la reforma tributaria** en el Congreso genera la oportunidad de un acuerdo por un proyecto más acotado y moderado, que genere menos daño para la inversión y el ahorro. No se ven riesgos fiscales de este rechazo si el gasto se ajusta acorde a la nueva realidad de los ingresos fiscales.

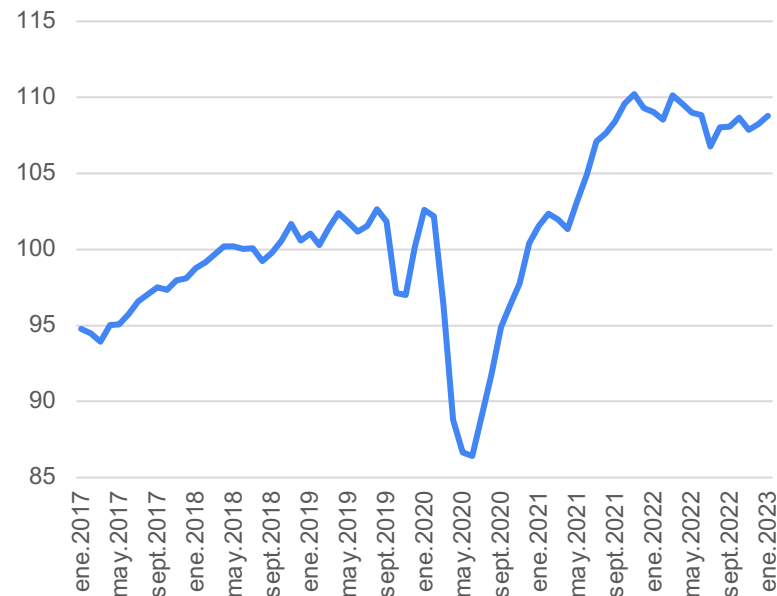
**Crecimiento:** la economía creció 0,4% a/a en enero, sobre lo esperado (esp. -1,5%). Índice desestacionalizado aumentó 0,5% m/m

IMACEC (var a/a, %)

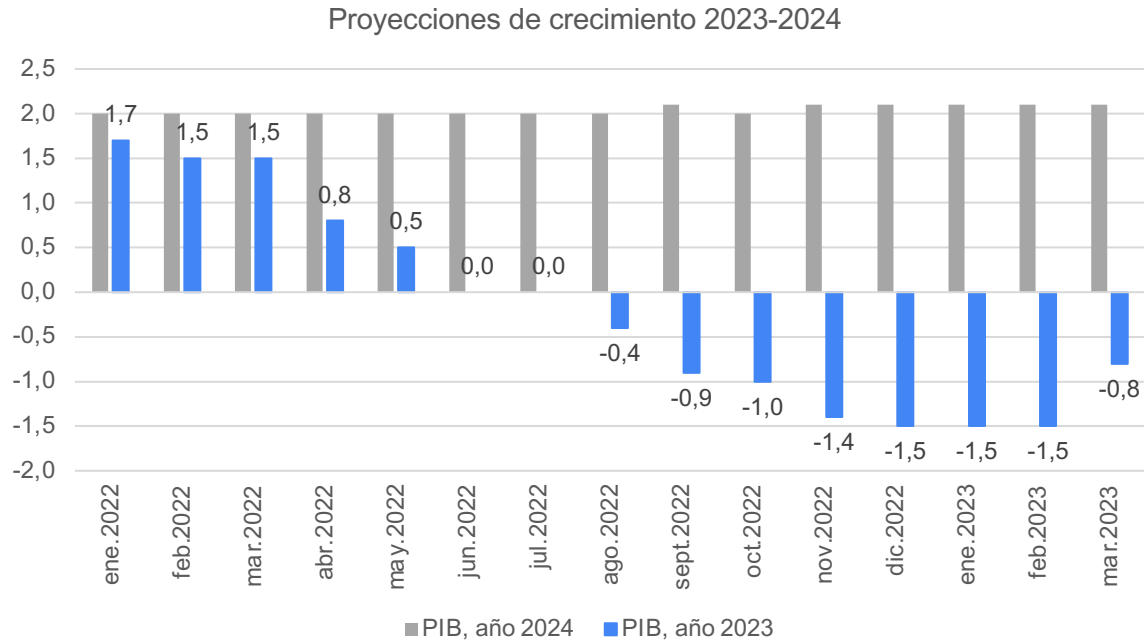


Fuente: BCCH.

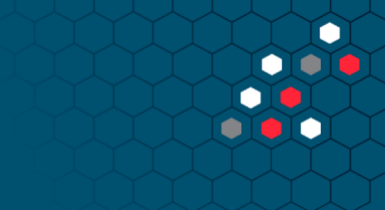
IMACEC (índice desestacionalizado)



**Crecimiento:** se moderan expectativas de contracción de la economía este año. Proyección pasa desde -1,5% a -0,8%

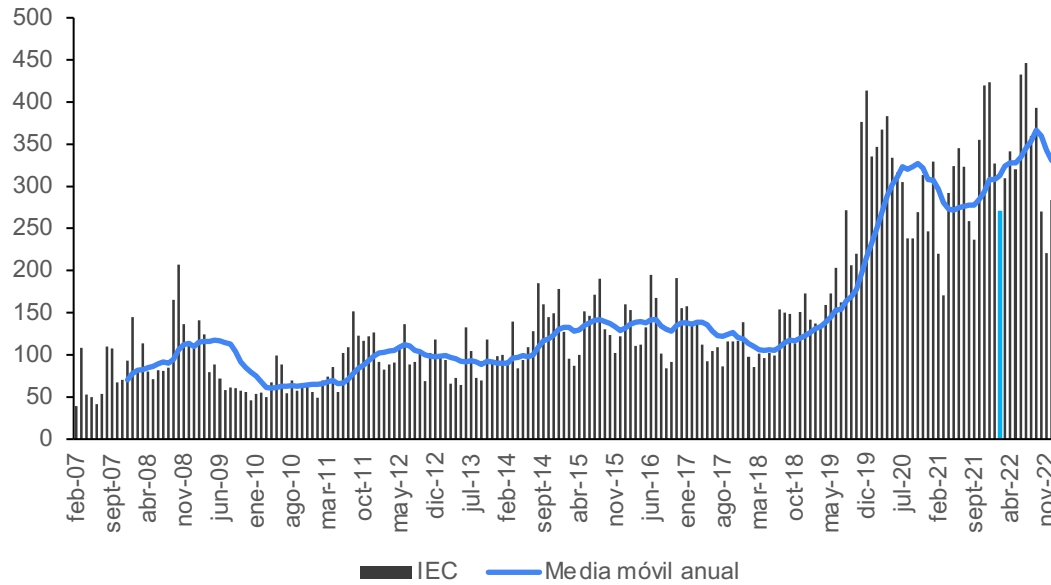


Fuente: EEE, BCCH.



La incertidumbre económica se ha reducido desde fines el cuarto trimestre de 2022

Incertidumbre económica (IEC)

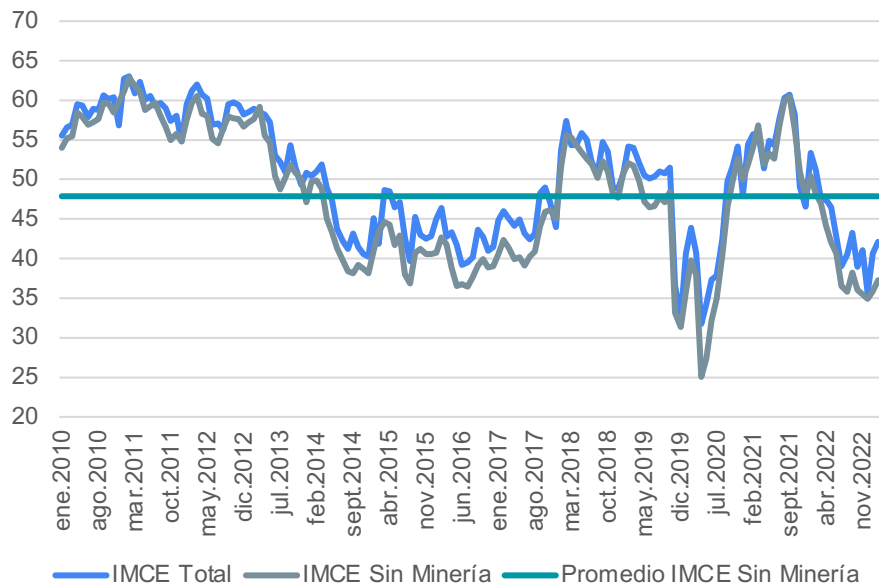


Fuente: CLAPES UC.

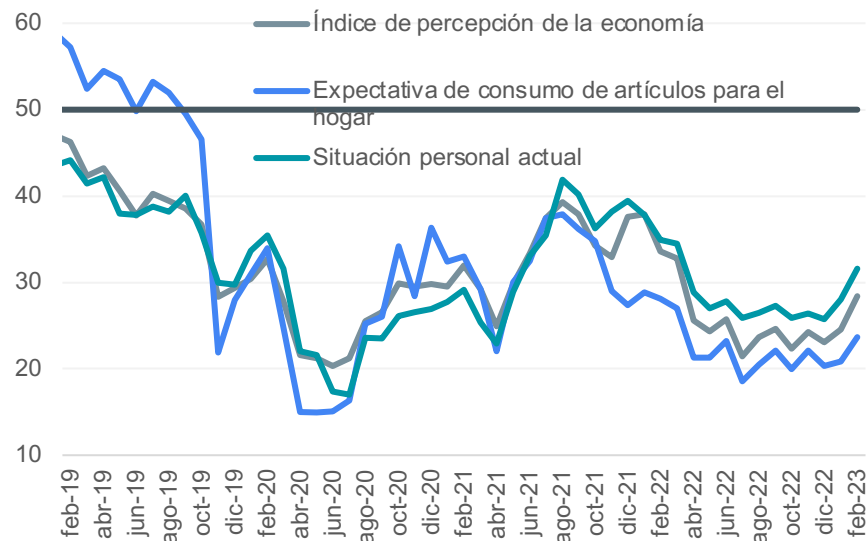


## Confianza empresarial y de consumidores aumenta levemente en febrero, aunque se mantiene en niveles pesimistas

Confianza empresarial (IMCE)



Confianza de consumidores (IPEC)



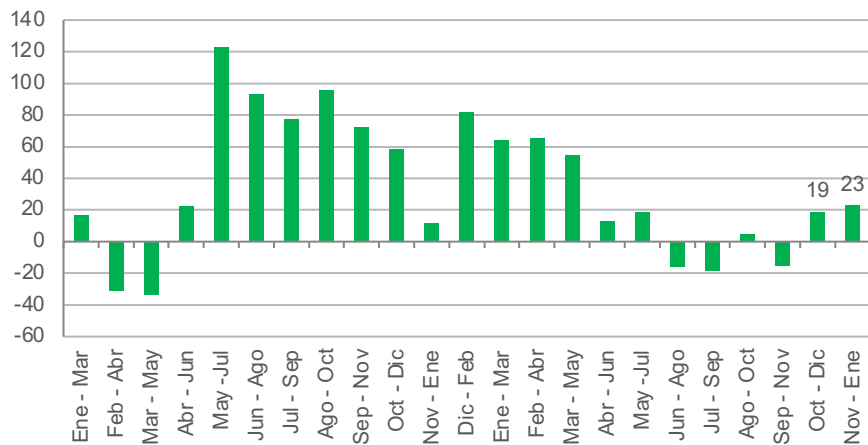
Fuente: BCCH.



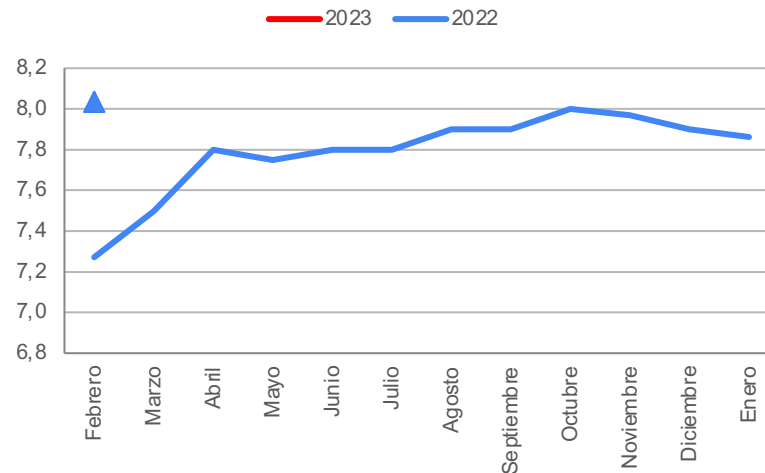


**La situación del mercado laboral se puede definir como frágil:** la economía crea muy pocos empleos, el desempleo sí ha aumentado, la demanda por trabajo de las empresas retrocede y los salarios reales caen sostenidamente

Creación de empleo con ajuste estacional  
(miles de personas respecto al periodo anterior)



Tasa de desempleo (%)



Fuente: INE.

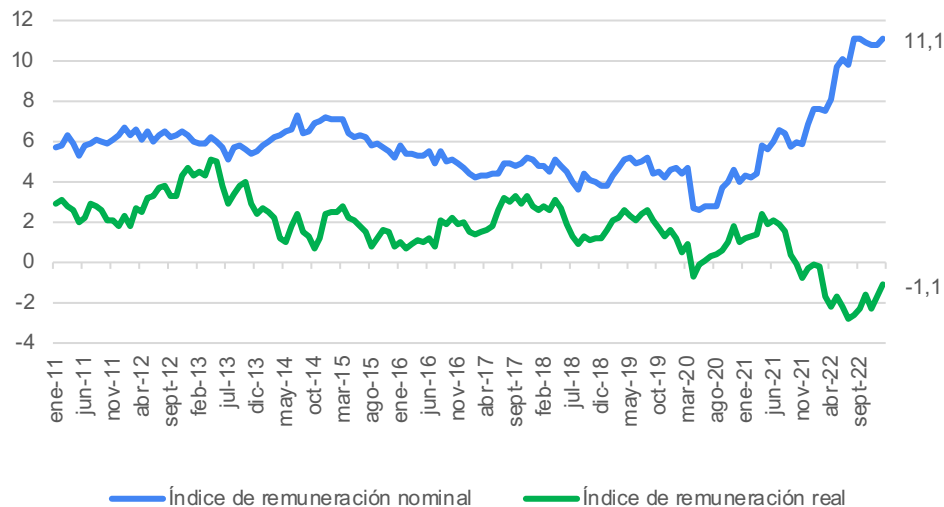


**La situación del mercado laboral se puede definir como frágil:** la economía crea muy pocos empleos, el desempleo sí ha aumentado, la demanda por trabajo de las empresas retrocede y los salarios reales caen sostenidamente

Índice de Avisos Laborales de Internet



Índice de remuneraciones, variación anual (base 2016=100)



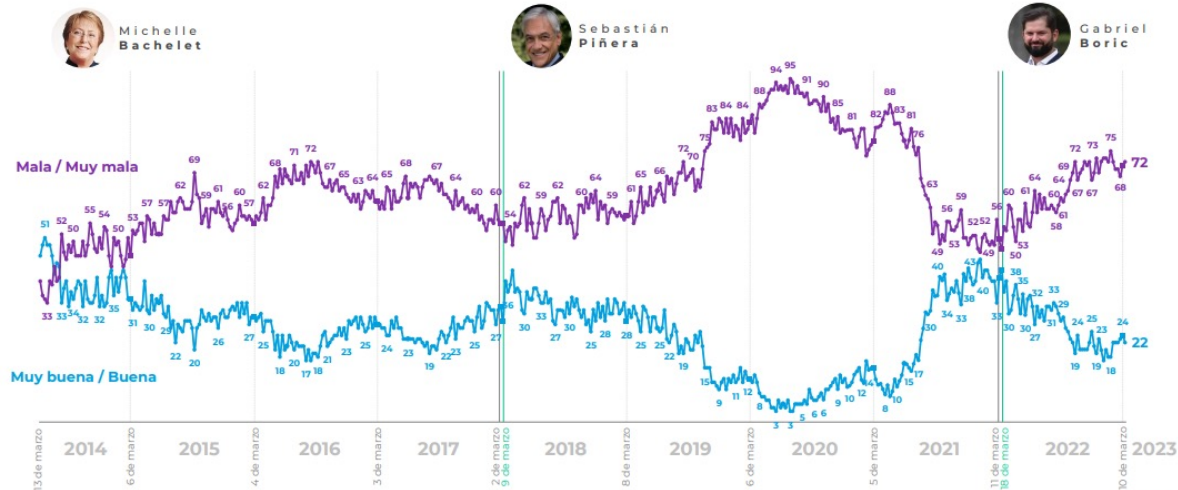
Fuente: Banco Central e INE.



# La situación del mercado laboral se puede definir como frágil: 72% de las personas evalúan la situación actual del empleo como mala o muy mala

## Expectativas de empleo

¿Cómo calificaría usted la situación actual del empleo en el país? %

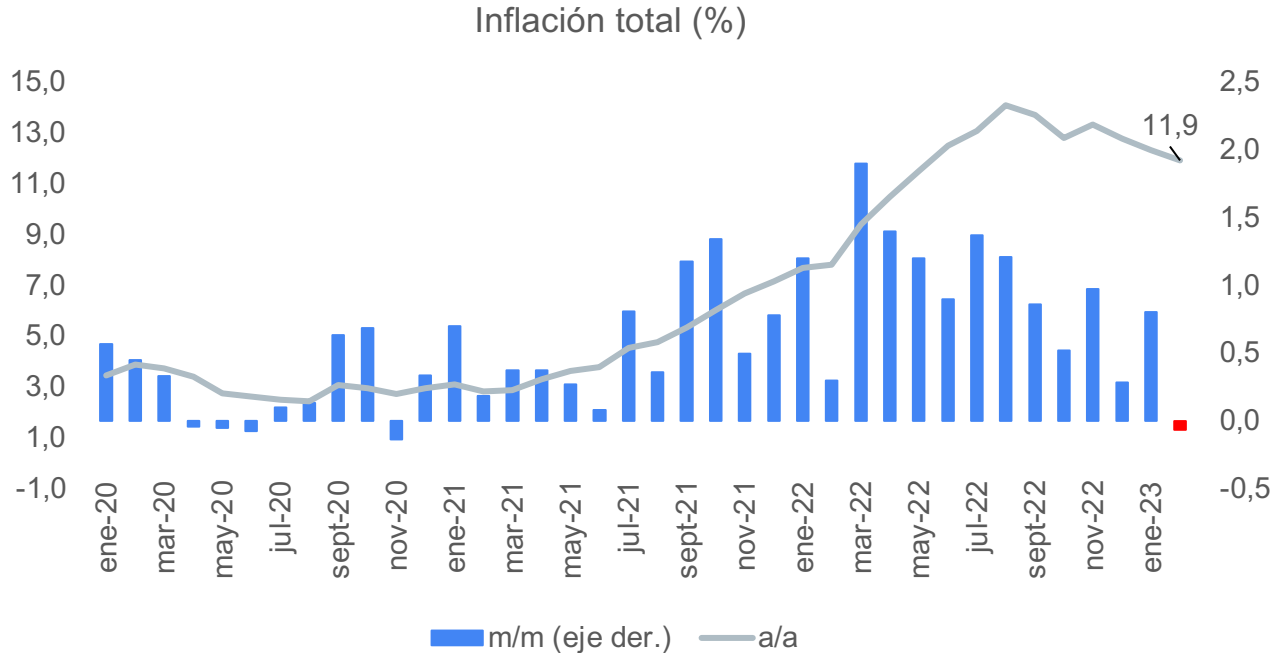


\*La diferencia para completar 100% corresponde a las respuestas "Ni buena ni mala" y "No sabe, no responde"

Fuente: Cadem.

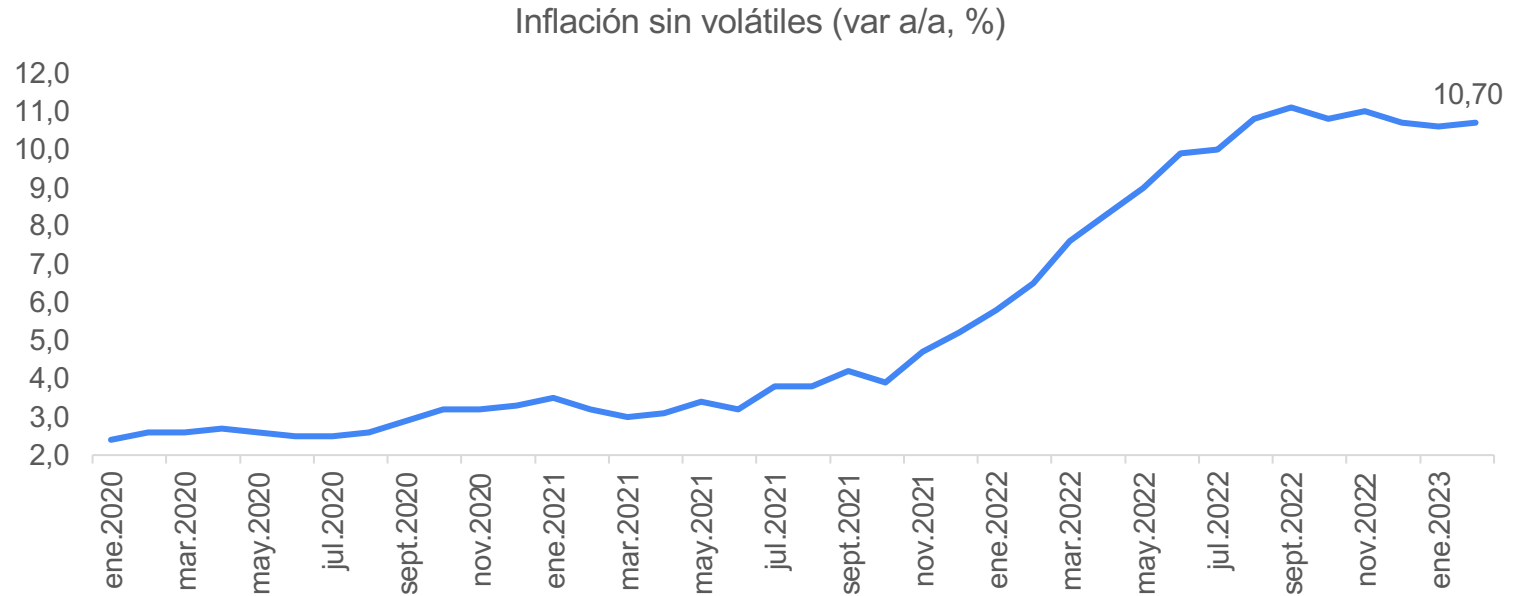


**Inflación:** IPC retrocedió 0,1% m/m en febrero (esperado +0,3%) y con ello el alza interanual se redujo a 11,9% a/a. Para marzo y abril analistas (EEE) proyectan alzas de 0,9% y 0,4%, con lo que inflación a/a llegaría a 9,8%



Fuente: INE.

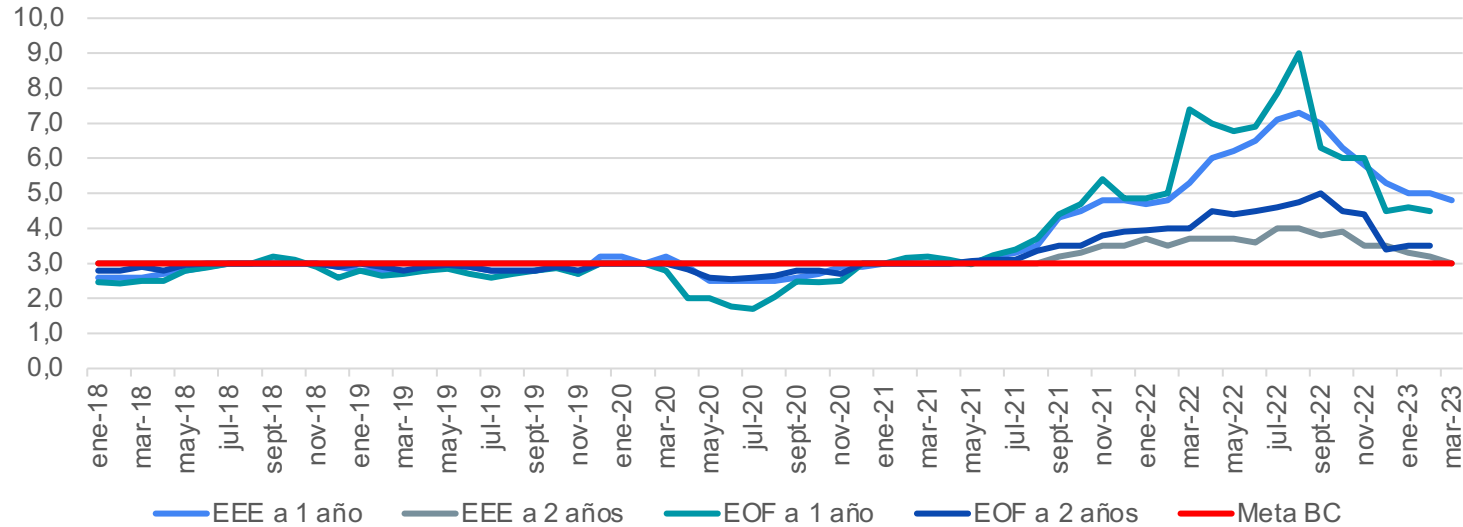
**Inflación: IPC subyacente (sin volátiles) subió 0,7% mensual y sigue muy elevada**



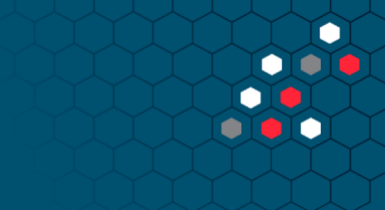
Fuente: INE.

**Inflación:** por primera vez desde agosto de 2021, las expectativas de inflación a dos años vuelven anclarse a la meta de 3%

Expectativas de inflación en las encuestas  
(variación anual, %)

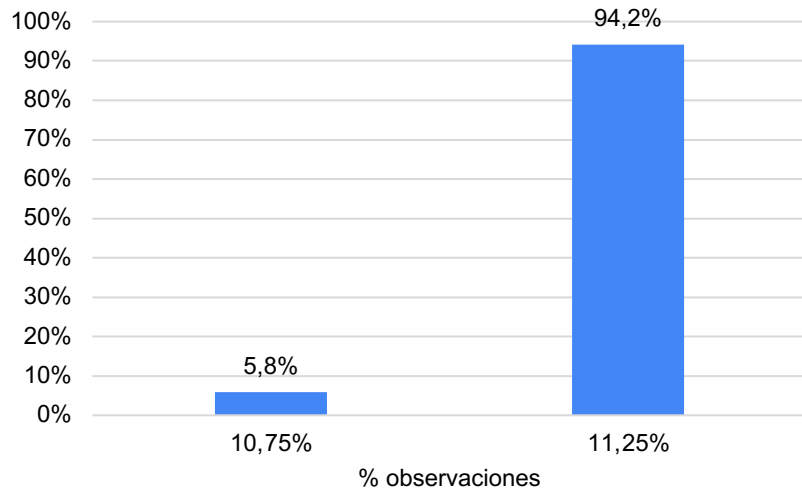


Fuente: BCCH.

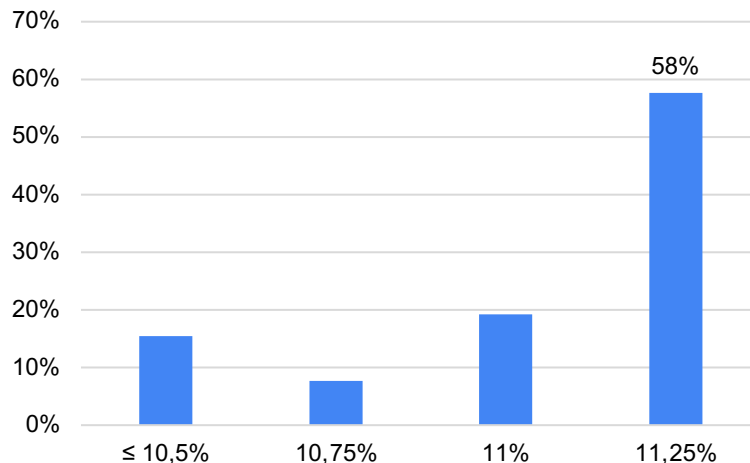


**Política monetaria:** las encuestas previas a las turbulencias financieras mostraban un amplio consenso de mantención de la TPM en abril y un aumento de la probabilidad de mantención en mayo desde 42% a 58%

Expectativas TPM: Próxima RPM abril 2023



Expectativas TPM: Una RPM adelante (mayo 2023)



Fuente: Encuesta de Expectativas Económicas BCCH

**Política monetaria:** en un año, se espera que la tasa se ubique en 7,25% y en dos años en 4,5%

**Expectativas de la tasa de política monetaria, encuesta expectativas económicas, mediana (porcentaje)**

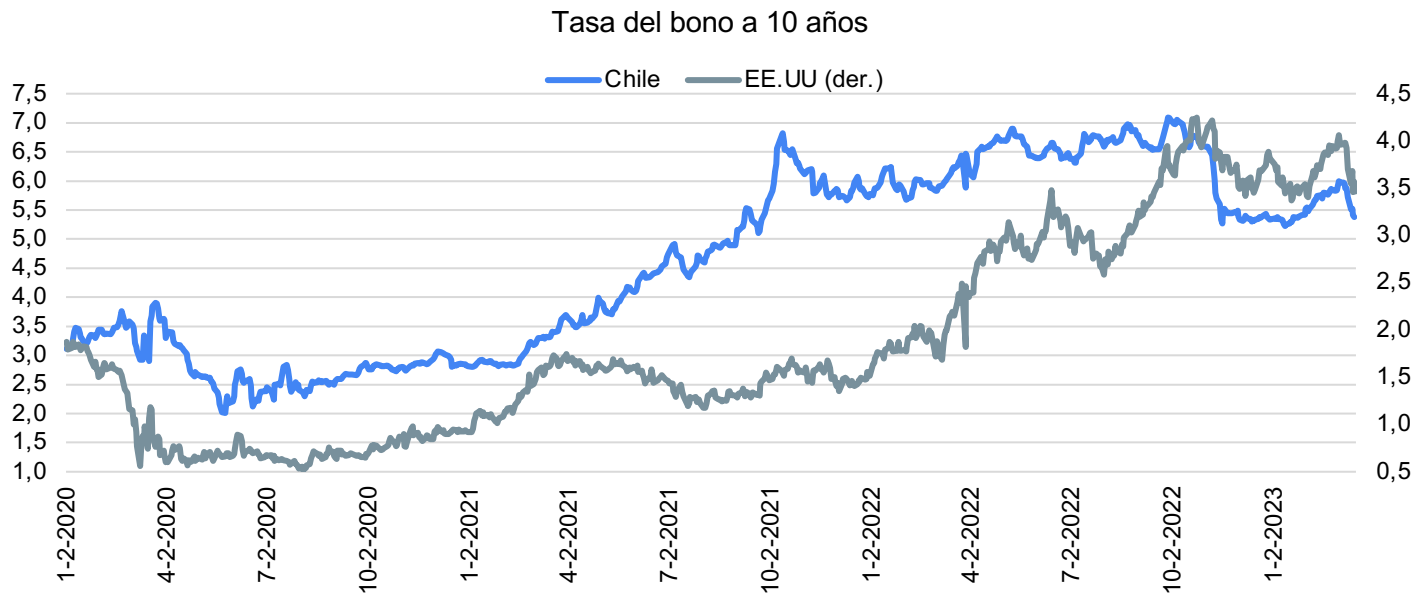


Fuente: BCCH

Banco Central de Chile.



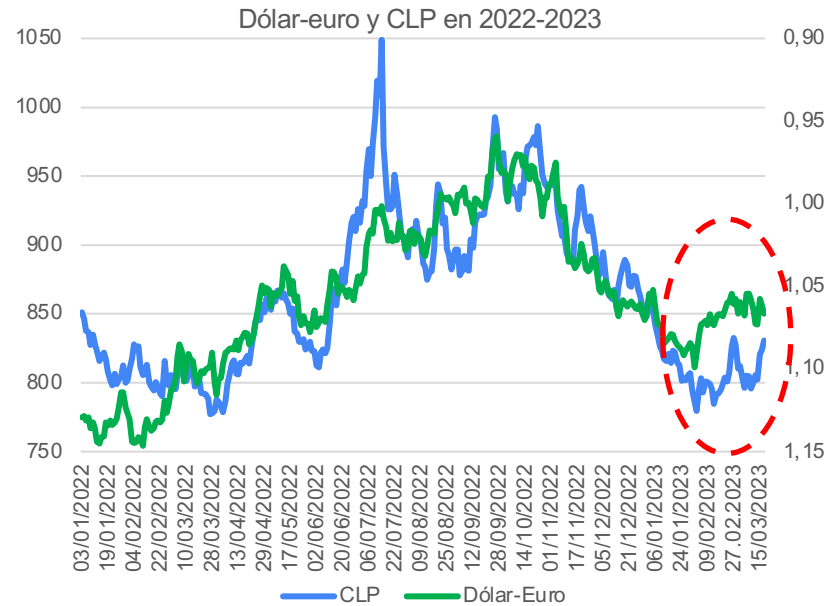
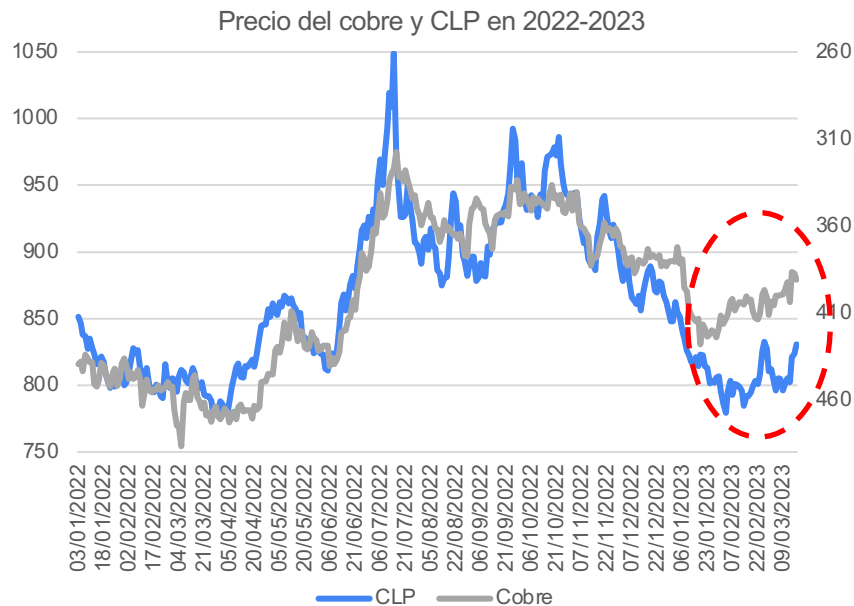
**Tasas de interés:** en línea con la evolución de las tasas externas, tasa del BTP-10 retrocede 60 pb, revirtiendo gran parte del alza del mes previo



Fuente: BCCH

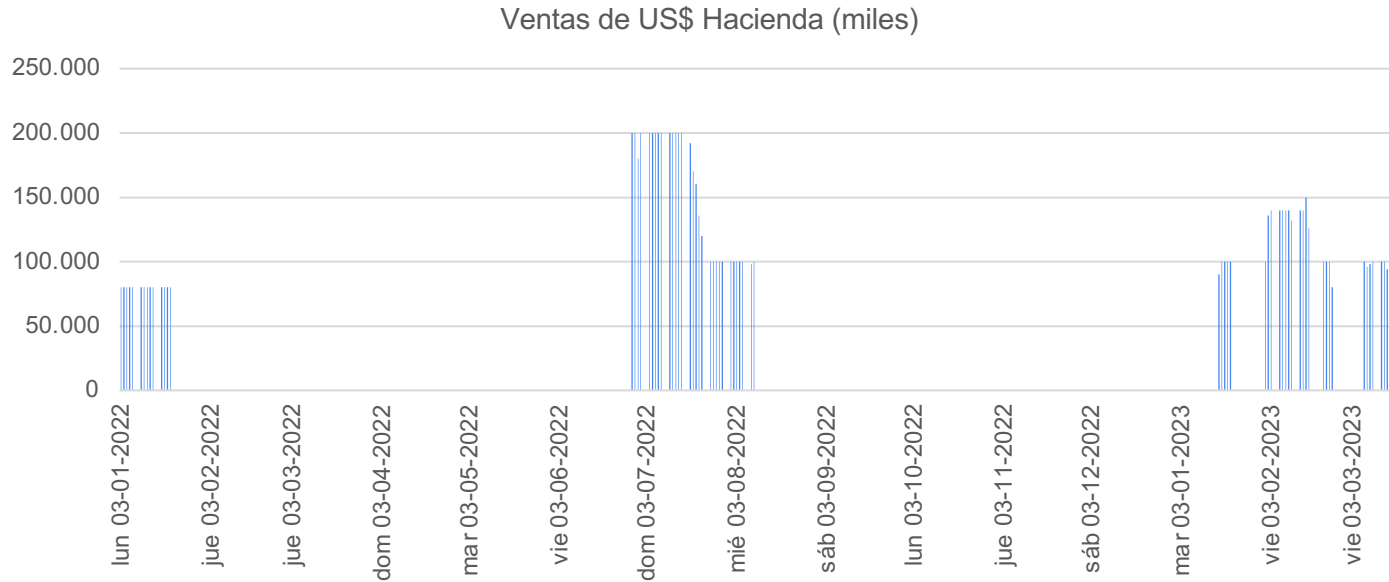


**Tipo de cambio:** con el alza de la última semana, el TC cerró parcialmente la brecha con la paridad dólar/euro y, algo menos, con el precio del cobre



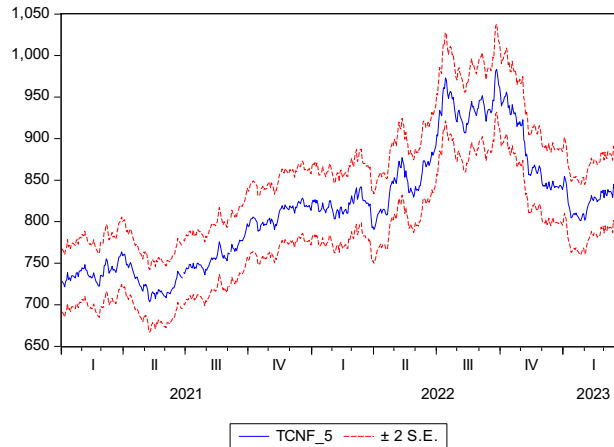
Fuente: BCCH

**Tipo de cambio:** Hacienda anunció ventas de hasta US\$ 1.000 millones mensuales entre marzo y junio, con un monto máximo diario de US\$100 millones. La semana pasada vendió US\$ 494 millones y acumula US\$ 888 millones en marzo

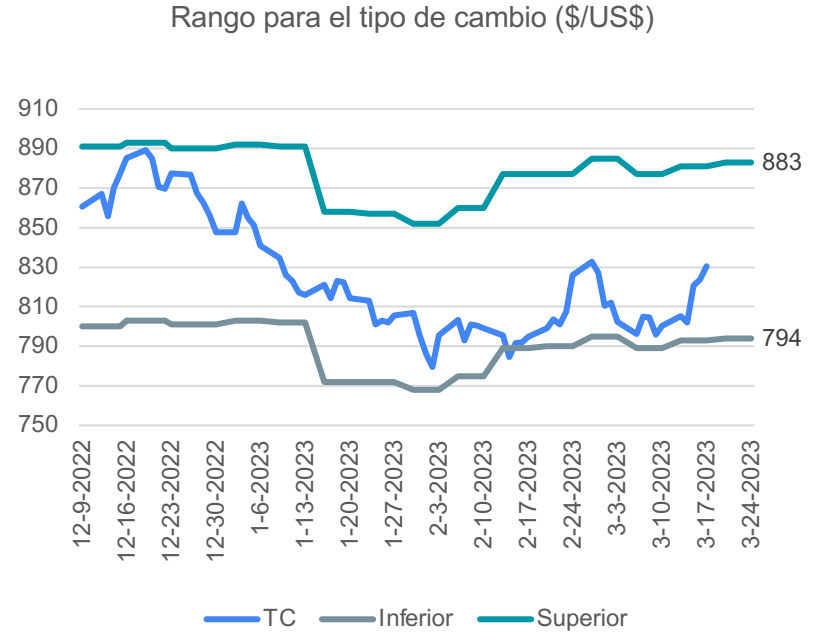


Fuente: Ministerio de Hacienda.

**Tipo de cambio: al 17/3 fundamentos son compatibles con un nivel entre \$835-\$845**



Forecast:	TCNF_5
Actual:	TCN
Forecast sample:	1/01/2021 12/29/2023
Adjusted sample:	1/01/2021 3/17/2023
Included observations:	574
Root Mean Squared Error	23.35351
Mean Absolute Error	18.77888
Mean Abs. Percent Error	2.274389
Theil Inequality Coefficient	0.014253
Bias Proportion	0.000000
Variance Proportion	0.045817
Covariance Proportion	0.954183



Fuente: Elaboración propia.



VALTINCAPITAL  
ASESORES FINANCIEROS