

# MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – OCTUBRE DE 2019



## FOCUS

POLÍTICA MONETARIA DE LATINOAMÉRICA

## RENTA VARIABLE

BANCOS CENTRALES Y LA GRAN ROTACIÓN

Éste es un extracto de nuestro Monthly House View. Si desea recibir la versión completa [contáctenos](#).

# EDITORIAL

---



## VINCENT MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth Management

## "THE LONG AND WINDING ROAD"

---

Estimado/a lector/a:

Aunque esta canción de los Beatles no aparecía en su último e icónico álbum Abbey Road (que este año cumple 50), no se nos ocurre mejor ilustración de la política monetaria tras el regalo de despedida de Draghi el 12 de septiembre.

Cuanto sea necesario... Definitivamente, no cuesta poco reavivar las previsiones de inflación y fomentar el crecimiento económico de la eurozona. En principio, los escépticos temían una inflación desbocada como consecuencia del fuerte aumento de esta cuando los bancos centrales adoptaron este instrumento heterodoxo. En su lugar, hoy por hoy, los esfuerzos por acercar la inflación al objetivo del Banco Central Europeo (BCE) del 2% parece un camino largo y sinuoso. Esta senda entraña cada vez más emboscadas y trampas: trampas de liquidez, merma del beneficio de la banca, inflación del precio de los activos, efectos asimétricos en la distribución de la riqueza, desequilibrios presupuestarios subsidiados y, en última instancia, más apalancamiento y "riesgo moral" en esta búsqueda mundial de rentabilidad.

Aunque no es nada nuevo, esta larga lista de efectos consecuentes de los tipos de interés negativos estimuló el debate que tuvo lugar en las reuniones del BCE, donde se escucharon voces en contra de algunas de las medidas anunciadas. No obstante, la revisión a la baja de las previsiones de inflación del BCE revela la dificultad de la labor.

Los inversores pueden relajarse llegados a este punto: los bancos centrales están tomando medidas y el cambio de riendas no detendrá ni descarrilará el tren. El lema de los mercados hoy día sigue siendo "más bajos más tiempo", pero podrían llegar a cansarse del soniquete. Trasadándolo a la asignación de activos: seguimos mostrándonos positivos respecto a las acciones de calidad y estrategias de *carry*, pero creemos que la relajación monetaria no puede revalorizar más los mercados sin unos fundamentales que lo sustenten.

Hay muchas posibles interpretaciones de este discurso testimonial de Draghi en Fráncfort la pasada semana; un punto sorprendente fue que pareció estar pidiendo más relajación presupuestaria a la Comisión Europea que *Quantitative Easing* (QE) a Christine Lagarde. ¿Es esto otro signo de que nos acercamos a los límites del QE antes de alcanzar el tan ansiado gril del objetivo de inflación? Es probable. Ello también refleja que el actual entorno hace la política presupuestaria no solo necesaria sino más sostenible gracias a unos tipos más bajos.

El fin de la década también es el de la función del plantel que reinó en las instituciones europeas y salvó la eurozona. Dejemos que el nuevo dúo a la cabeza del BCE y la Comisión Europeo se embarque en un nuevo equilibrio de dosificación macroeconómica trate de reavivar el crecimiento económico. A los mercados parece gustarles el soniquete por ahora.



Los recortes de tipos de la Fed  
dejan más margen para la relajación  
de la política monetaria de Latinoamérica.

## FOCUS

## POLÍTICA MONETARIA DE LATINOAMÉRICA

## MÁS BAJOS MÁS TIEMPO

El 2019 ha sido un año de decepción para las potencias económicas de Iberoamérica. Las previsiones se han revisado a la baja múltiples veces por analistas y autoridades conforme se fue evidenciando que la región no sería capaz de desacoplarse de la desaceleración económica mundial.

Además de ello, el afán de reformas estructurales ha producido unos resultados inferiores a lo previsto en muchos países (Chile, Colombia y, en parte, Brasil) o amenazan con retroceder en otros (como en México y sobre todo en Argentina). La dificultad de promulgar reformas estructurales es muy problemática porque deja a muchas economías sin vectores obvios de crecimiento; empresas y hogares afrontan mucha incertidumbre, lo que tiene un efecto indirecto en el consumo, y la falta de uso de recursos frena la inversión privada. Las perspectivas de exportación se han deteriorado al igual que la coyuntura mundial y la amenaza de una mayor escalada de la pugna comercial. Los gobiernos centrados en la consolidación presupuestaria tienen poco margen para aumentar la inversión pública o el gasto discrecional.

La contrapartida de una perspectiva más débil de lo previsto ha sido una menor inflación. Dado el escaso margen de política presupuestaria y la laboriosidad de las reformas, la política monetaria sigue siendo el foco de atención. Gracias a unas menores tasas de inflación, la mayoría de bancos centrales de la región pueden seguir la tendencia de relajación de la política monetaria.

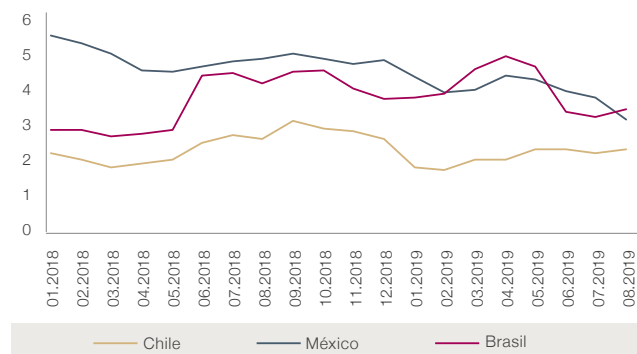
El Banco Central de Chile rebajó su tipo de referencia 50 pb en una sorpresiva decisión de nuevo en junio. Desde entonces, ha vuelto a bajarlo otros 50 pb en septiembre y las autoridades mencionaron una inflación baja y persistente y un crecimiento más débil de lo previsto. Preveemos que la coyuntura económica del país siga empujando a unos tipos más bajos en próximos meses, lo que llevaría al banco central a bajar el tipo al 1,5% a fines de año, probablemente en dos recortes de 25 pb.

## POLÍTICA MONETARIA AL RESCATE

En Brasil, la inflación anual según el IPCA (IPC) se situó en el 3,4% en agosto, bastante por debajo del punto central del objetivo de inflación (4,25%). Si bien la reciente depreciación de la moneda podría cambiar la situación, creemos que la amplia brecha de producción y la mediocre perspectiva de crecimiento harán que el tipo de cambio repercuta muy poco en los precios nacionales, por lo que la tesis de nuevo estímulo de política monetaria queda prácticamente intacta.

Recientemente el presidente del Banco Central de Brasil (BCB), Roberto Campos, señaló que las vicisitudes de la economía mundial han sido "benignas" respecto a la inflación, lo que apuntala nuestra tesis de que la necesidad de nuevos estímulos sigue vigente. Creemos que el BCB bajará su tipo de referencia al 5% a fines de año para tratar de acelerar la recuperación.

También creemos que las son improbables en 2020 dado el crecimiento previsto (en torno al 2%) apenas reducirá el desempleo de la economía.

LA BAJA INFLACIÓN ALLANA  
EL CAMINO DE BAJADAS DE TIPOS,  
IPC, INTERANUAL, %

Fuentes: Bloomberg, Indosuez Wealth Management  
Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

BANXICO AÚN AFRONTA RIESGOS,  
PERO ES PROBABLE QUE EL CICLO  
DE RELAJACIÓN PROSIGA

En México, la situación de la inflación empeora y el banco central, Banxico, tiene que ser algo más cauto. Sin embargo, hay signos de que el proceso de desinflación va ganando fuerza conforme la economía se desacelera. La situación de México es más precaria dado que el país está más expuesto a la amenaza de escalada de una "guerra comercial". Además, el gobierno actual mantiene una relación algo tensa con mercados e inversores, por decirlo suave. Ambas circunstancias siembran ciertas dudas sobre la estabilidad de la moneda e, indirectamente, la solidez del proceso de desinflación. Pese a ello, creemos que hay margen para nuevas bajadas del tipo de referencia, del 8% actual al 7,25% a fin de este año y al 6,5% para diciembre de 2020.

Salvo países que afrontan circunstancias muy adversas (Argentina y Venezuela), el crecimiento lento y una inflación tímida (o en retroceso) vienen siendo la norma en la región últimamente, lo que apunta con fuerza a que forman parte de un fenómeno mundial. Por tanto, nuestra predicción para los tipos de interés de la política monetaria de Iberoamérica es "más bajos más tiempo".

CA Indosuez Wealth (Group) («Grupo Indosuez»), constituido con arreglo al derecho francés, sociedad matriz del negocio de gestión patrimonial del grupo Crédit Agricole, y sus Entidades vinculadas o filiales, en particular CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, sus respectivas filiales, sucursales y oficinas de representación, cualquiera que sea su ubicación, CA Indosuez Wealth (Miami), CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM y CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA operan bajo la marca única de Indosuez Wealth Management. Cada una de las filiales, sus propias filiales, sucursales y oficinas de representación, así como cada una de las demás Entidades de Indosuez Wealth Management, se denominan individualmente la «Entidad» y, conjuntamente, las «Entidades».

Banca Leonardo S.p.A. filial de CA Indosuez Wealth (Europe) está incluida individual y colectivamente en dichas denominaciones.

Este documento titulado «Monthly House View» (el «Folleto») se emite con fines meramente informativos.

Con carácter general, el Folleto no está destinado a ningún lector en concreto.

Este Folleto lo ha elaborado el departamento de mercados, inversión y estructuración de CA Indosuez (Switzerland) SA (el «Banco») y carece de la consideración de análisis financiero con arreglo a las directrices de la Asociación de la Banca Suiza, encaminadas a garantizar la independencia del análisis financiero. Por ende, dichas directrices no son aplicables al Folleto.

La información contenida en el Folleto está basada en fuentes consideradas fidedignas, pero no se ha sometido a una comprobación independiente. El Banco no suscribe ni garantiza expresamente ni implícitamente que dicha información sea actual, exacta y exhaustiva. El Banco no suscribe ni garantiza expresamente ni implícitamente ninguna proyección, estimación, objetivo ni opinión contenida en este documento, que no deben considerarse infalibles. Salvo que se indique otra cosa, la fecha correspondiente a la información contenida en este documento es la que consta en la primera página. Toda alusión a precios o rentabilidades está sujeta a variación en todo momento. Los precios y rentabilidades del pasado no garantizan precios y rentabilidades en el futuro. Los tipos de cambio de divisas podrán perjudicar al valor, el precio o el rédito de los instrumentos financieros a que alude este documento si la divisa de referencia de alguno de dichos instrumentos es distinta de la del inversor.

El Banco podrá haber emitido o emitir más adelante otros documentos que resulten incoherentes y lleguen a conclusiones distintas a las expuestas en este. El Banco no tiene obligación de garantizar que esos otros documentos se pongan en su conocimiento. El Banco podrá dejar de elaborar o actualizar este documento en todo momento.

El Folleto no constituye en modo alguno una oferta o invitación de ninguna clase con vistas a ninguna transacción ni mandato. De la misma manera, tampoco constituye en modo alguno estrategia, recomendación o asesoramiento de inversión o desinversión, personalizados o generales, asesoramiento legal o fiscal, asesoramiento de auditoría o asesoramiento otro de naturaleza profesional. La información publicada en el Folleto no está sujeta a revisión, aprobación ni autorización de ninguna autoridad del mercado o regulatoria en ninguna jurisdicción.

El Folleto contiene información general sobre los productos y los servicios que en él se describen, que pueden entrañar cierto riesgo en función del producto y el servicio de que se trate. Entre los riesgos cabe citar riesgos políticos, riesgos de crédito, riesgos cambiarios, riesgos económicos y riesgos de mercado. Para consultar una descripción exhaustiva de los productos y servicios referidos en el Folleto, remítase a los documentos y folletos correspondientes. Se recomienda que se ponga en contacto con sus asesores habituales para tomar sus decisiones con independencia, teniendo en cuenta su situación financiera particular y su experiencia y sus conocimientos financieros.

Las Entidades o sus accionistas y, en general, las empresas del grupo Crédit Agricole SA (el «Grupo») y, respectivamente, sus representantes sociales, altos directivos o empleados podrán, a título personal o en nombre y representación de terceros, realizar transacciones con los instrumentos financieros descritos en el Folleto, poseer otros instrumentos financieros con respecto al emisor o el garante de dichos instrumentos financieros, así como prestar o recibir o tratar de prestar o recibir servicios de valores, servicios financieros o cualquier otro tipo de servicios a estas Entidades o de ellas. Cuando una Entidad y/o una entidad del grupo Crédit Agricole actúe como asesor de inversiones y/o gestor, administrador, distribuidor o agente de colocación de determinados productos o servicios referidos en el Folleto, o preste otros servicios en los que una Entidad o el grupo Crédit Agricole tenga o posiblemente pueda tener un interés directo o indirecto, su Entidad dará prioridad a los intereses del inversor.

Los productos y los servicios que se mencionan en el Folleto podrán ofrecerlos las Entidades conforme a sus condiciones contractuales y precios, de acuerdo con las leyes y los reglamentos aplicables y con supeditación a las licencias que hayan obtenido. Sin embargo, puede que no todas las Entidades los ofrezcan. Podrán modificarse o retirarse en cualquier momento sin aviso.

El Folleto no está destinado ni dirigido a las personas de ningún país en concreto. Los idiomas en los que está redactado forman parte de los idiomas de trabajo de Indosuez Wealth Management. El Folleto no está destinado a personas que sean ciudadanos, domiciliados o residentes en un país o jurisdicción donde su distribución, publicación, acceso o uso infrinjan las leyes o normativas aplicables. Los productos y servicios pueden estar sujetos a restricciones con respecto a ciertas personas o en ciertos países. En particular, los productos o servicios descritos en el Folleto no están destinados a residentes en los Estados Unidos de América y Canadá.

El Folleto lo publica CA Indosuez (Switzerland) SA en nombre de las Entidades del grupo Indosuez Wealth Management, cuyos empleados, expertos en sus respectivos ámbitos, contribuyen a la redacción de los artículos contenidos en el Folleto. El Folleto es publicado asimismo por CA Indosuez (Switzerland) SA en nombre de Banca Leonardo S.p.A. Cada una de las Entidades facilita el Folleto a sus propios clientes de acuerdo con las normativas aplicables. Llamamos su atención sobre los siguientes puntos específicos:

- en Francia: el presente Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (France), sociedad anónima con un capital de 82 949 490 EUR, entidad de crédito y firma de corretaje de seguros inscrita en el Registro de intermediarios de seguro con el número 07 004 759 y en el Registro Mercantil de París con el número 572 171 635, con sede social sita en 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 París, y sujeta a la supervisión de la Autoridad de control prudencial y de resolución y de la Autoridad de los mercados financieros de Francia. La información que figura en el presente Folleto no constituye ni (i) un análisis de inversión en el sentido del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017-565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, y del artículo 3, apartado 1, puntos 34 y 35 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado, ni (ii) una recomendación personalizada según lo recogido en el artículo 4. 321-1 del Código monetario y financiero francés. Se recomienda al lector utilizar únicamente la información contenida en el presente Folleto tras haber consultado con sus interlocutores habituales en CA Indosuez Wealth (France) y haber obtenido, en su caso, la opinión de sus propios asesores contables, jurídicos y fiscales;
- en Luxemburgo: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Europe), entidad de crédito, 39 allée Scheffer L-2520 Luxemburgo, BP1104, L-1011 Luxemburgo, inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo con el número B9198;

- en Bélgica: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Europe), Belgium Branch, Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpssesteenweg, Bruselas B-1000, Bélgica, inscrita en el Registro Mercantil con el número BE0534752288;
- en España: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Europe), Spain Branch, Paseo de la Castellana 1, 28046 Madrid, España, inscrita en el Registro Mercantil con el CIF W-0182904-C;
- en Italia: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Europe), Italy Branch, Piazza Cavour 2, I-20121 Milán, Italia, inscrita en el Registro Mercantil con el número 97468780156, y por Banca Leonardo S.p.A., Piazza Cavour 2, I-20121 Milán, Italia, inscrita en el Registro Mercantil con el número 09535880158;
- dentro de la Unión Europea: el Folleto podrá ser distribuido por las Entidades de Indosuez Wealth Management autorizadas para ello en virtud de la prestación gratuita de servicios;
- en Mónaco: el Folleto es distribuido por CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup>, 98000 Mónaco, inscrita en el Registro Mercantil de Mónaco con el número 56S00341;
- en Suiza: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Ginebra, por CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano. El Folleto no es fruto de un análisis financiero en el sentido de las directrices de la Asociación de la Banca Suiza (ABS) acerca de la independencia del análisis financiero con arreglo a la legislación suiza. Por consiguiente, dichas directrices no son aplicables al Folleto;
- en Hong Kong RAE: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29<sup>th</sup> floor Pacific Place, 88 Queensway. Ninguna información contenida en el Folleto constituye una recomendación de inversión. El Folleto no ha sido remitido a la Comisión de Valores y Futuros (SFC) ni a ninguna otra autoridad reguladora de Hong Kong. El Folleto y los productos que puedan referirse en él no han sido autorizados por la SFC en el sentido de los artículos 103, 104, 104A o 105 de la Ordenanza de Valores y Futuros (cap. 571) (SFO). El Folleto solo puede distribuirse a inversores profesionales (según la definición de la SFO y las Reglas de Valores y Futuros sobre inversores profesionales (cap. 571D));
- en Singapur: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23 -03 Capital Tower, Singapur 068912. En Singapur, el Folleto está únicamente destinado a personas consideradas de alto patrimonio según la Directriz n.º FAA-G07 de la Autoridad Monetaria de Singapur, o inversores acreditados, inversores institucionales o inversores expertos, según las definiciones del capítulo 289 de la Ley de Valores y Futuros de Singapur. Para toda consulta acerca del Folleto, los destinatarios de Singapur pueden acudir a CA Indosuez (Switzerland) SA, Sucursal en Singapur;
- en Líbano: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Switzerland (Lebanon) SAL, Borj Al Nahar bldg., 2<sup>nd</sup> floor, Martyrs' Square, 1107-2070 Beirut, Líbano. El Folleto no constituye una oferta ni representa material de comercialización de acuerdo con la definición de las normativas libanesas aplicables;
- en Dubái: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower, Level 13, Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 Emiratos Árabes Unidos. CA Indosuez (Switzerland) SA conduce sus actividades en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU de acuerdo con las reglas y normativas aplicables en EAU; la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. El Folleto no constituye una oferta a ninguna persona en particular ni al público en general, ni una invitación para presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisado ni autorizado por el Banco Central de los EAU ni ninguna otra autoridad reguladora de los EAU;
- en Abu Dabi: el Folleto es distribuido por CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed, The 1<sup>st</sup> Street, Al Muhairy Center, Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor, P.O. Box 44836 Abu Dabi, Emiratos Árabes Unidos. CA Indosuez (Switzerland) SA conduce sus actividades en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través de su oficina de representación, supeditada a la autoridad supervisora del Banco Central de los EAU de acuerdo con las reglas y normativas aplicables en EAU; la oficina de representación de CA Indosuez (Switzerland) SA no puede ejercer ninguna actividad bancaria. La oficina de representación solo podrá comercializar y promocionar actividades y productos de CA Indosuez (Switzerland) SA. El Folleto no constituye una oferta a ninguna persona en particular ni al público en general, ni una invitación para presentar una oferta. Se distribuye de forma particular y no ha sido revisado ni autorizado por el Banco Central de los EAU ni ninguna otra autoridad reguladora de los EAU;
- en Miami: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Miami), 600 Brickell Avenue, 37<sup>th</sup> Floor, Miami, FL 33131, Estados Unidos. El Folleto se facilitará de manera confidencial a un número limitado de personas con fines informativos únicamente. No constituye una oferta de valores en los Estados Unidos de América (ni en ninguna jurisdicción donde tal oferta sea ilegal). La oferta de ciertos valores a que pueda referirse el Folleto puede no haber estado sujeta a registro con arreglo a la Ley de Valores de 1933. Puede que algunos valores carezcan de libre transmisibilidad en los Estados Unidos de América;
- en Brasil: el Folleto es distribuido por CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM, Alameda Itu, 852, 16<sup>th</sup> floor, São Paulo, SP, registrada in el CNPJ/MF con el número 01.638.542/0001-57;
- en Uruguay: el Folleto lo distribuye CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 - World Trade Center Torre III - Piso 15 - Of. 1576, 11300 Montevideo, Uruguay. El Folleto no constituye una oferta dirigida a una persona en concreto ni al público general, ni una invitación a presentar una oferta. El Folleto se distribuye con carácter privado. El Folleto y los productos que en él puedan referirse no han sido revisados, aprobados ni registrados por el Banco Central del Uruguay ni por ninguna otra autoridad reguladora de Uruguay.

Le advertimos de que el acceso a determinados productos y servicios expuestos en el Folleto podría estar restringido o prohibido conforme a la ley de su país de origen, su país de residencia o cualquier otro país con el que usted pudiera hallarse vinculado.

Póngase en contacto con su agente bancario y/o sus asesores habituales para obtener más información.

El Folleto no puede fotocopiarse, reproducirse ni distribuirse ni total ni parcialmente en modo alguno sin el previo consentimiento de su Banco.

© 2019, CA Indosuez (Switzerland) SA / Todos los derechos reservados.

Créditos fotográficos: iStock.

Editado a 20.09.2019.