



PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios

Octubre 2024

Recortes de tasas, planes de estímulos ¿qué más se puede pedir?

Resumen

Los últimos datos de empleo a comienzos de septiembre mostraron una desaceleración, con una mayor oferta laboral y una demanda de empleo insuficiente para absorberla. Esto, junto con la contención de la inflación, ha llevado a la Reserva Federal (FED) a recortar las tasas de interés en 50 puntos base, situándolas en el rango de 4,75%-5%. Se espera un recorte adicional hacia fin de año, con un mercado laboral más débil y una inflación bajo control, lo que sugiere un aterrizaje suave para la economía de EE. UU. Este escenario ha impulsado a los mercados emergentes y ha permitido a otros bancos centrales continuar normalizando sus tasas. Sin embargo, persisten riesgos en EE. UU., como la incertidumbre electoral y el elevado déficit fiscal, que podrían afectar las tasas de largo plazo y las economías latinoamericanas. Por su parte, en China se ha anunciado un paquete de estímulos con el objetivo de reactivar la economía. Tras este anuncio el precio del cobre se ha movido ampliamente al alza, lo que, además de la debilidad del dólar, ha contribuido a una apreciación del peso chileno.

Visión por clase de activo:

Renta Variable/Renta Fija: La incertidumbre electoral en EE. UU. aumenta el riesgo de tensiones en los mercados, especialmente por posibles escaladas en las guerras comerciales. Además, las políticas económicas del nuevo gobierno, especialmente en el ámbito fiscal, son otro foco de incertidumbre.

RV EE.UU./Resto del Mundo: El contexto global mantiene focos de debilidad, especialmente en la Eurozona y China. En esta última, la preocupación tras meses de actividad débil ha llevado al PBOC a anunciar un paquete de estímulo. Con todo, mantenemos una visión cautelosa respecto a la región.

RF Internacional: Las cifras de empleo en EE. UU. muestran un mercado laboral en desaceleración, lo que ha impulsado la expectativa de recortes en las tasas de interés por parte de la Reserva Federal. Se prevé una baja adicional de 50 pb hacia fin de año, apoyada por una inflación controlada y un mercado laboral más débil. Esto ha generado un impulso en los mercados emergentes, ampliando el espacio para la normalización de tasas. Sin embargo, persisten riesgos como la incertidumbre electoral y el elevado déficit fiscal en EE. UU., que podrían afectar las tasas de interés a largo plazo y los activos en América Latina.

Tipo de Cambio: El tipo de cambio ha sido influenciado por el alza del precio del cobre, que ha superado los US\$4,6 la libra, y la debilidad del dólar tras los recortes de tasas de la Reserva Federal. Esto ha impulsado la apreciación del peso chileno, ubicándolo en torno a los \$900 por dólar. Se proyecta que, si las tendencias actuales se mantienen y no hay desequilibrios externos, el peso podría seguir apreciándose hacia los \$880. La estabilidad local también es clave para este escenario, anticipándose un fortalecimiento gradual de la moneda.

RF Local: La economía local ha crecido en torno a su nivel de tendencia de 2%, lo cual ha sido ratificado con el Imacec de agosto (2,3%). Esto nos lleva a seguir previendo una actividad que continuaría creciendo en promedio en torno a 2% en los próximos trimestres. Por su parte, el renovado impulso externo se está dando en un contexto de brechas de capacidad cercanas a cero, por lo que no deberían generarse presiones inflacionarias. De hecho, los indicadores de inflación subyacente se moderaron y se mantendrían contenidos en los próximos meses. Así, la variación interanual del IPC convergería a la meta en 2025, lo que está bastante internalizado en los precios de mercado, lo que nos lleva a mantener el sesgo neutral entre monedas. En materia de política monetaria, prevemos que el Banco Central vuelva a rebajar en 25pb la TPM en las dos últimas reuniones del año (octubre y diciembre), llevando la TPM a 5% a diciembre, y a 4,5% en la primera mitad de 2025.

RV Local: Este mes disminuimos la exposición a Copec, en un contexto donde han continuado las alzas en los inventarios de celulosa en Europa. Por otro lado, aumentamos la ponderación de consumo, por medio de CCU, donde vemos una valorización atractiva en un contexto de una mayor apreciación del peso, una mejor dinámica en los precios de materias primas y al avance de las reformas económicas en Argentina.

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.
Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Eduardo Salas V.
Economista Senior
eduardo.salas@security.cl

Paulina Barahona N.
Subgerente Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Nicolás Libuy I.
Subgerente Renta Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

Marcela Calisto H.
Economista
marcela.calisto@security.cl

Las cifras de empleo en Estados Unidos publicadas a inicios de septiembre reforzaron la evidencia de un mercado laboral en desaceleración, avivando el debate sobre cuánto debería la Reserva Federal recortar las tasas de interés, que además había expresado mayor preocupación por su mandato de empleo, lo que reforzaba la expectativa de un inicio de ciclo de recortes. Este deterioro se ve explicado, por un lado, por un aumento en la oferta laboral, producto de la recuperación de la fuerza de trabajo en el último tiempo, así como por el alza en la inmigración que ha tenido el país en los últimos años. Por otro lado, una demanda por trabajo más debilitada e incapaz de absorber la recuperación de la oferta laboral también sería un factor relevante (**gráfico 1**). **Al mismo tiempo, los desarrollos en inflación han sido favorables en los últimos meses**, como lo demuestran los incrementos salariales más contenidos y las métricas subyacentes que ya se acercan al objetivo del 2%.

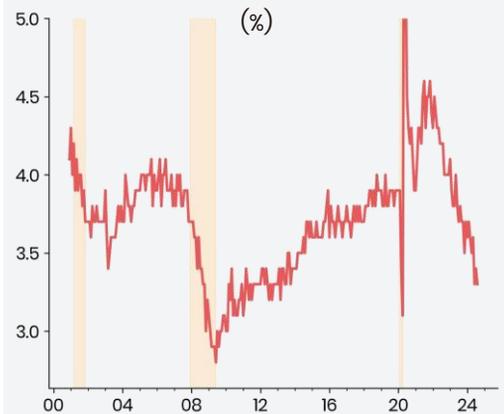
Este escenario habría llevado a la FED a realizar un recorte de 50 pb., llevando la tasa de referencia al rango de 4,75%-5% (gráfico 2). Adicionalmente, se espera que la tasa caiga otros 50 pb. hacia finales del año, con un mercado laboral más débil de lo que se proyectaba en junio, así como una inflación que continuaría controlada y moviéndose en torno a la meta. Estos antecedentes sugieren que la economía de Estados Unidos se estaría encaminando hacia una *soft landing*.

Este nuevo ciclo de relajamiento generaría un impulso en el resto de los mercados emergentes y también da más espacio a los bancos centrales para que puedan continuar con la normalización de tasas de interés. Además, tendría efectos en el apetito por riesgo, que se vería acompañado de un debilitamiento del dólar global, así como un incremento de las tasas de largo plazo producto de un alejamiento de los temores de recesión y normalización de las primas por plazo (**gráfico 3**).

El principal escenario de riesgo que permanece presente en Estados Unidos corresponde a la incertidumbre en el panorama electoral, donde las encuestas indican que Kamala Harris ganaría las elecciones presidenciales, pero muestran un resultado aún bastante estrecho. Dependiendo de cuál sea el candidato electo podrían cambiar las expectativas en inflación, producto de un aumento en las tarifas de importación. En materia de sostenibilidad fiscal, caben dudas sobre los efectos de mantener un déficit tan elevado. Esto resulta clave para los activos y monedas de América Latina, que históricamente responden de manera negativa a la incertidumbre fiscal estadounidense, si se canaliza a través de un shock al alza en las tasas de interés de largo plazo en EE.UU.

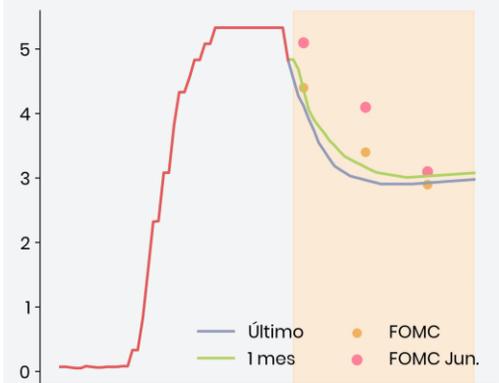
Con todo, estos desarrollos en EE. UU. se dan en un contexto global en que aún destaca la debilidad de la actividad. **En la Eurozona, los datos económicos continúan reflejando una actividad económica más deteriorada de lo que se esperaba**, lo que habría llevado al Banco Central Europeo a retomar los recortes de tasa de interés y que refuerza la idea de que se acelerará el ritmo de recortes hacia el futuro. **Por otro lado, en China persisten las cifras decepcionantes que dan cuenta de una debilidad de carácter estructural**. La sobrecapacidad industrial ha significado un problema que va en aumento en los últimos meses, con una demanda global que ha sido insuficiente para absorber toda la producción china. Parte del desafío a enfrentar es que los sectores con mayor sobrecapacidad, como baterías de litio y energía solar, están dominados por empresas privadas, lo que reduce la capacidad del gobierno para intervenir directamente. Sumado a esto, un escenario en que se desenvuelve una guerra comercial con EE. UU. causaría aún mayores estragos en la economía China.

GRÁFICO 1: TASA DE CONTRATACIÓN EE. UU. (%)



Fuente Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: FED FUNDS EE.UU (%)



Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: DESCOMPOSICIÓN TASA 10 AÑOS EE. UU. (%)



Fuente: Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

A modo de impulsar la economía, el PBOC ha anunciado un nuevo paquete de medidas. Esto busca otorgar un alivio a los deudores hipotecarios y liquidez a la banca e inversionistas institucionales, con un efecto esperable máximo que sería equivalente a US\$300 mil millones, lo que es cerca del 1,6% del PIB de China. Sin embargo, el efecto de este impulso dependerá de la propensión a demandar créditos por parte de las empresas y consumo proveniente de los hogares (**gráfico 4**).

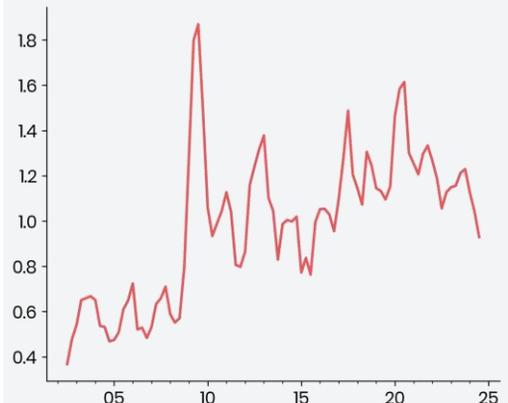
Con todo, tomando en consideración dichos antecedentes, se reafirma nuestra visión aún cautelosa respecto a la economía china y su capacidad para impulsar el crecimiento en los países emergentes, como lo hizo en el pasado. **Por lo tanto, nuestra preferencia sigue siendo hacia los activos de renta variable de EE. UU. en lugar de los de mercados emergentes.**

Tras el anuncio de los **nuevos estímulos en China** el precio del cobre se ha movido al alza, sobrepasando incluso los US\$4,6 la libra, lo que implica una variación de 17% año a la fecha. Esto, acompañado de un precio del petróleo que sigue golpeado, ha contribuido a un impulso en los términos de intercambio tanto en Chile como en América Latina (**gráfico 5**). De esta forma, se recupera el impulso externo que se había debilitado hacia mediados de año, lo que apoya un cierre de 2024 en mejor pie, al menos por el lado de los factores globales reales, de la mano de un relajamiento de la política monetaria que apoya el mencionado aterrizaje suave, las medidas anunciadas por China. Se suman también los **factores financieros ya conocidos que se tornan expansivos**, ante tasas de interés de mediano y largo plazo que han soportado bien el inicio del ciclo de recorte de tasas por parte de la FED, y primas por riesgo corporativas y soberanas que se han mantenido estables.

Un punto relevante para considerar, desde el lado de los riesgos, es la agresiva apuesta que se ha venido instalando en el mercado respecto del tamaño de los recortes de tasas de la reunión de noviembre y diciembre de la FED. Declaraciones recientes de su presidente han buscado poner algo de paños fríos sobre esas expectativas, lo que se ha traducido en un menor entusiasmo de los mercados bursátiles en el margen.

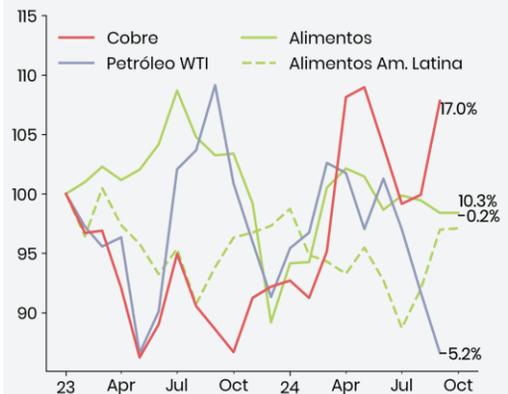
En el análisis de tipo de cambio, adicional al movimiento en materias primas que pasa a ser el factor preponderante para el corto y mediano plazo, está el movimiento a la baja del dólar global, tras el recorte de tasas de la FED, lo que igualmente ha afianzado una apreciación de la moneda local. Así, en conjunto, ambos factores han llevado el tipo de cambio en torno a los \$900 (**gráfico 6**). **De cara a fin de año, es razonable anticipar que, si esta tendencia persiste, el peso chileno podría continuar apreciándose hacia los \$880 por dólar.** No obstante, este escenario se podrá concretar siempre que no haya desequilibrios externos significativos, así como un contexto local que permanezca sin mayor ruido político. En consecuencia, se prevé una apreciación adicional del peso chileno, por lo que nuestra estrategia se mantiene en una sobre ponderación en el portafolio, pero anticipando movimientos más graduales hacia estos niveles.

GRÁFICO 4: TOTAL SOCIAL FINANCING CHINA (% PIB, 3M PROM, MÓVIL)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: PRECIOS COMMODITIES (DIC. 22=100)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: TIPO DE CAMBIO Y PRECIO DEL COBRE



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

A nivel local, **la actividad económica en los últimos meses ha crecido en torno a su nivel de tendencia de 2%**. Así lo ratificó el Imacec de agosto con un alza de 2,3%. De esta forma, el promedio de los últimos tres meses fue de 2,2%, y el de los últimos seis de 2%. En definitiva, **seguimos previendo una actividad que continuaría creciendo en promedio en torno a 2% en los próximos trimestres**, pero con vaivenes en las cifras mes a mes. El renovado impulso externo, con el alza en el precio del cobre y la caída del tipo de cambio, es una buena noticia. Lo anterior se está dando en un contexto de brechas de capacidad cercanas a cero, por lo que no deberían generarse presiones inflacionarias.

De hecho, **los indicadores de inflación subyacente se moderaron** en lo más reciente, en línea con lo que preveíamos, y se mantendrían contenidos en los próximos meses, debido a la mencionada inexistencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda, en conjunto con la caída reciente del tipo de cambio, que fue lo que habría explicado la aceleración de hace algunos meses. Así, la variación interanual del IPC convergería a la meta en 2025, lo que **está bastante internalizado en los precios de mercado (gráfico 7), lo que nos lleva a mantener el sesgo neutral entre monedas (\$ y UFs)**.

En materia de política monetaria, en la reunión de septiembre **el Banco Central sugirió una convergencia más rápida hacia el rango neutral** que lo señalado previamente, y más en línea con nuestra visión, de continuar reduciendo la TPM hasta 4,5%, considerado el techo del rango neutral. Ello por cuanto la actividad económica no estaría generando presiones inflacionarias, las expectativas de inflación convergen a la meta dentro del horizonte de política, la caída del tipo de cambio y desde el frente externo se dio el esperado inicio de bajas de tasas por parte de la Fed, incluso con 50pb. En este contexto, lo más probable que **el Banco Central vuelva a rebajar en 25pb la TPM en las dos últimas reuniones del año (octubre y diciembre)**, llevando la TPM a 5% a diciembre, y a 4,5% en la primera mitad de 2025. Con todo, los precios de mercado internalizaron este panorama (**gráfico 8**).

En **renta fija corporativa**, los spreads mostraron **más estabilidad en septiembre** tras la tendencia bajista de meses previos, sin cambios en lo que respecta a volumen de emisiones, que probablemente sigue contenido a la espera de una consolidación de bajas de tasas a nivel local. **Los resultados del 2T24 confirmaron una recuperación en Ebitda**, consecuencia de una baja base de comparación (particularmente en industrias cíclicas) y un aporte importante de sectores ligados a materias primas, esencialmente celulosa. **Esto permitió mejoras en liquidez y un menor endeudamiento** respecto al reporte anterior, aunque aún influenciado por conversión cambiaria. La segunda parte del año debiera ratificar repuntes más sólidos en consumo interno y precios de commodities, de modo de seguir potenciando indicadores financieros. Mantenemos un posicionamiento neutral en este activo, priorizando calidad crediticia.

En **renta variable local**, este mes realizamos ajustes acotados en la cartera accionaria Fundamental y Táctica. Así, en el sector forestal, disminuimos la exposición a Copec, disminuyendo la sobreponderación a la compañía en un contexto donde han continuado las alzas en los inventarios de celulosa en Europa. Por otro lado, aumentamos la ponderación de consumo, por medio de CCU, en un contexto de una mayor apreciación del peso, una mejor dinámica en los precios de materias primas y al avance de las reformas económicas en Argentina ([Carteras Accionarias Security Octubre 2024](#)).

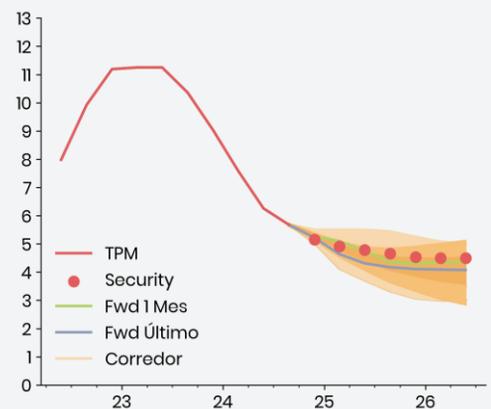
DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

GRÁFICO 7: EXPECTATIVA IPC CHILE
(var % interanual)



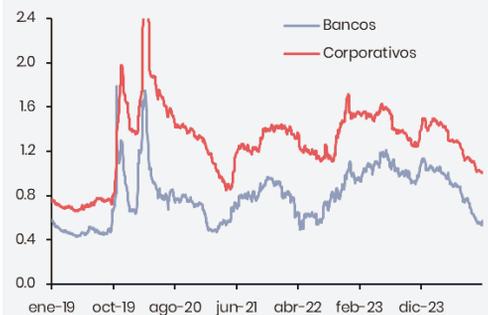
Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 8: CORREDOR DE TPM (%)



Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

GRÁFICO 9: SPREADS CORPORATIVOS Y BANCARIOS LOCALES (P.P.)



Fuente: Riskamerica y Estudios Security.

Visión Activos Estudios Security Octubre 2024

	Benchmark	Cartera Octubre	Cartera anterior
Renta Variable	40%	-5	-5
Renta Fija	60%	5	5
Renta Variable Extranjera	80%	-2.5	-2.5
Desarrollados	48%	2.5	2.5
EE.UU.	28%	2.5	2.5
Europa	12%	0	0
Japón	8%	0	0
Emergentes	32%	-5.0	-5.0
Asia Emergente	21%	-2.5	-2.5
Latinoamérica	6%	-2.5	-2.5
EEMEA	5%	0	0
Renta Variable Nacional	20%	2.5	2.5
Renta Fija Nacional	65%	2.5	2.5
Caja	5%	2.5	2.5
0 a 1 año CLP	2.5%	2.5	2.5
0 a 1 año UF	2.5%	0	0.0
Gobierno Nominal	7.5%	0	0
1 a 3 años	5%	2.5	0
Más de 3 años	2.5%	-2.5	0
Gobierno UF	7.5%	0.0	0
1 a 3 años	5%	0	0
Más de 3 años	2.5%	0.0	0
Corporativos	45%	0	0
Renta Fija Extranjera	35%	-2.5	-2.5
Desarrollados	22.5%	-2.5	-2.5
Money Market	2.5%	0	0
Investment Grade	10%	0	0
High Yield	10%	-2.5	-2.5
Emergente	12.5%	0	0
Corporativos USD	10%	0	0
Soberanos moneda local	2.5%	0	0

	Sobreponderar
	Subponderar
	Posición neutral

Desempeño Activos: Renta variable y monedas (%)

Al 30-sep.-24	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Renta variable (% en dólares)						
Mundo	17.2	2.2	6.0	9	30	54
Desarrollados	17.5	1.7	5.8	9	31	57
EE.UU.	20.4	2.0	5.3	10	34	61
Eurozona	10.1	1.9	6.2	3	26	62
Reino Unido	11.4	0.2	6.7	10	21	43
Japón	10.2	-1.0	4.7	2	20	47
Asia ex Japón*	11.2	6.6	13.2	15	24	31
Emergentes	14.4	6.4	7.7	12	23	34
Asia	19.5	7.8	8.4	16	27	39
China	26.1	23.5	21.8	28	21	24
Latinoamérica	-16.0	-0.1	2.7	-11	-1	9
Brasil	-17.3	-1.0	5.8	-8	-2	2
México	-20.2	1.1	-4.1	-21	-7	21
Chile	1.9	2.1	6.8	7	14	37
EMEA**	6.2	2.0	6.3	7	16	17
Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)						
Desarrollados (DXY)	0.5	0.9	4.8	4	6	10
Euro	1.0	0.8	3.8	4	6	12
Reino Unido	5.0	2.0	5.7	6	10	17
Japón	-1.4	1.8	11.5	6	5	1
Emergentes	2.9	1.7	4.0	4	7	11
Argentina	-20.1	-1.5	-6.2	-13	-177	-559
Brasil	-12.3	3.5	3.1	-8	-7	-2
Chile	-2.8	1.6	5.2	9	1	7
Colombia	-8.3	-0.4	-1.5	-9	-1	9
México	-15.9	0.1	-7.0	-18	-11	2
Perú	0.0	1.1	3.4	0	2	7
China	1.7	1.3	4.2	4	4	2

* Australia, Hong Kong, Nueva Zelanda y Singapur.

** Europa del Este, Medio Oriente y África.

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Desempeño Activos: Renta fija (cambios en puntos base)

Al 30-sep.-24	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
Swaps moneda local							
EE.UU.							
2 años	3.7	-60	-28	-112	-107	-146	-56
10 años	3.8	-6	-11	-68	-53	-88	0
Chile							
2 años	4.3	-82	-43	-99	-92	-217	-596
10 años	4.7	-19	-23	-69	-50	-106	-217
Brasil							
2 años	12.4	268	50	54	235	170	29
10 años	12.4	191	22	0	134	72	43
México							
2 años	9.0	-71	-63	-137	-87	-170	-116
10 años	8.7	25	-41	-83	-16	-85	-50
Alemania 10 años	2.1	10	-15	-48	-17	-79	1
Francia 10 años	2.9	37	-7	-42	12	-54	20
Italia 10 años	3.5	-25	-28	-65	-24	-139	-107
España 10 años	2.9	-6	-17	-54	-23	-106	-36
Reino Unido 10 años	4.0	47	8	-21	15	-44	-9
Japón 10 años	0.9	25	-4	-20	12	8	62
Spreads soberanos USD							
Emergentes (EMBIG)	383	7	-19	-20	51	-31	-104
Latam	539	98	-21	-34	148	53	-31
Brasil	276	15	-4	-6	23	14	-46
Chile	192	-8	-5	0	7	-7	-53
Colombia	386	48	3	6	37	-13	-106
México	383	-19	-13	-5	15	-52	-126
Perú	223	1	-4	1	16	-7	-48
Spreads corporativos USD (puntos base)							
Emergentes (CEMBI)	299	-57	-5	-3	-6	-68	-111
Asia	286	-75	-8	-12	-20	-101	-117
Europa	489	-18	-6	15	36	-81	-335
Latam	333	-52	-3	0	-1	-52	-138
Investment Grade	225	-17	1	13	14	-25	-77
High Yield	440	-78	-3	-6	-6	-77	-195
Brasil	342	-60	-8	-6	-6	-48	-178
Chile	256	-80	7	22	-22	-59	-125
Colombia	446	-46	1	3	5	-79	-156
México	308	-29	5	7	19	-30	-58
Perú	244	-97	-13	-12	-27	-109	-112
HG EE.UU.	92	-12	-3	-2	-1	-34	-75
HY EE.UU.	314	-20	1	-7	2	-97	-229

Fuente: Bloomberg y Estudios Security

Este informe es proporcionado únicamente con fines de orientación e información general, por lo que, en ningún caso él debe emplearse o considerarse como asesoría de inversión y/o financiera, recomendación, y/o oferta a firme de compra ni venta de valores. Asimismo, este informe no es un documento de oferta, por lo que no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas a ningún acto. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables, la que, por tanto, a nuestro mejor saber y entender, se ajusta a los hechos y no contiene omisiones que puedan afectar su comprensión. Sin embargo, podría contener, eventualmente, errores, los que, no son atribuibles a, ni aceptados como propios por los autores de este informe, Grupo Security y sus filiales. Si bien hemos tomado precauciones razonables para que la información tenida en cuenta al tiempo de la elaboración de este informe se mantuviera actualizada, no podemos asegurar que ella no haya variado durante su elaboración y emisión. Asimismo, la información contenida aquí puede estar sujeta a cambios sin previo aviso. Los precios, estimaciones o valores indicados están sujetas a riesgos, incertidumbres y otros factores que pueden provocar que los eventos reales difieran materialmente de cualquier desarrollo anticipado, y, por tanto, pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Los inversionistas deben comprender que (i) las proyecciones futuras pueden no concretarse y (ii) el rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Todas las inversiones mencionadas en este informe tienen riesgo de pérdida. Este informe no garantiza que las proyecciones contenidas en él estén libres de error. Ni los autores de este informe, ni Grupo Security y sus filiales hacen representación o garantía, expresa o implícita, sobre la precisión, completitud o integridad de este informe, por lo que ellos no asumen responsabilidad frente a ninguna persona por el empleo, uso o comprensión de este informe ni por la información contenida en él. Este informe no tiene en cuenta objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ninguna persona específica, por lo que las inversiones especificadas en él pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos, horizontes de inversión, y sus niveles de riesgo específicos. En el caso de la renta variable local, sus valorizaciones se efectúan a través de un modelo de descuento de flujos de caja proyectados, cuya tasa de descuento se basa en un modelo de costo de capital ponderado. Los autores de este informe se encuentran sujetos a estrictas reglas de inversión con el objeto de evitar potenciales conflictos de interés, por lo que no hay conflicto que informar. Para más información sobre estas reglas, por favor dirigirse al siguiente link: [reglamento](#). Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.