



# PORTAFOLIOS SECURITY

Departamento de Estudios  
Septiembre 2024

## ¿Tendremos un aterrizaje suave? Las opciones de la Reserva Federal

### Resumen

A inicios de agosto, los mercados financieros estuvieron bajo tensión debido a señales de desaceleración en EE. UU. más pronunciadas, lo que llevó a mayores expectativas de recortes en las tasas de interés. Sin embargo, la inquietud en los activos de riesgo se fue disipando a medida que los datos económicos se mostraron más moderados y la inflación continuó con señales de normalización. En este contexto, la economía de EE. UU. parece haber dejado atrás el sobrecalentamiento, con un mercado laboral que refleja un aumento en la oferta de trabajo, pero también una disminución en la demanda. El proceso de normalización de la inflación enfrenta menores riesgos. Con esto, la FED ajustó su orientación, indicando próximos recortes de tasas y rechazando un debilitamiento mayor del mercado laboral. Este cambio de tono fue bien recibido por los mercados, resultando en una caída de las tasas de interés, una depreciación del dólar y una recuperación de los activos de riesgo. La posibilidad de un aterrizaje suave de la economía sigue vigente.

### Visión por clase de activo:

**Renta Variable/Renta Fija:** Tras la reciente recuperación del mercado, las valorizaciones bursátiles siguen elevadas, con expectativas de ganancias aún altas. Esto mantiene la probabilidad de un mercado bajista significativa, mientras que la sensibilidad a las cifras de empleo podría favorecer una corrección. Al mismo tiempo, 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 falta de un impulso económico y el estancamiento del crédito son preocupantes. Esta debilidad estructural nos mantiene cautelosos sobre su capacidad para impulsar el crecimiento en países emergentes.

**RF Internacional:** La reciente caída de las tasas de interés en el último mes ha impactado notablemente en la valorización de este activo, ubicándolas cerca de la parte media de su rango histórico. Consideramos que las tasas están en la parte baja del rango objetivo. Actualmente, se espera que las tasas de política alcancen niveles neutrales hacia finales de 2025, lo que indica que las curvas han revertido gran parte de la restricción monetaria previa. Creemos que cualquier reducción adicional en las tasas requeriría ajustes más drásticos en las expectativas de crecimiento económico.

**Tipo de Cambio:** La depreciación global del dólar facilitó una apreciación del peso chileno de aproximadamente un 4% en agosto, reduciendo parcialmente la brecha del tipo de cambio real. Hacia fin de año, se proyecta que el peso podría apreciarse hasta los 880 por dólar, siempre que se confirme el relajamiento monetario en Estados Unidos y que las elecciones presidenciales no generen desequilibrios. En el resto del mundo, un crecimiento moderado apoyaría un aumento en los precios del cobre. A nivel local, se espera que el ruido político se mantenga bajo control. Se mantiene la sobreponderación, aunque se anticipa movimientos más graduales.

**RF Local:** La economía local está creciendo en torno a su nivel de tendencia. En los últimos meses se observó un aumento en el margen de las medidas de IPC subyacentes, lo que habría respondido en parte a la depreciación del peso del segundo trimestre. Con todo, la caída reciente del tipo de cambio apoyaría una moderación en los próximos meses. Los precios de mercado anticipan un panorama similar. De hecho, no tenemos diferencias en las proyecciones de inflación para los próximos tres meses. En materia de política monetaria, nuestra visión es que el contexto macro es consistente con continuar reduciendo la TPM hacia su nivel neutral de 4,5% en los próximos trimestres. Así, es posible que el Banco Central retome los ajustes de 25pb en el último trimestre del año, llevando la TPM a 5% a diciembre, y a 4,5% a mediados de 2025.

**RV Local:** Este mes disminuimos la exposición a SQM, debido a las continuas caídas de precio en el litio, mientras que aumentamos la ponderación de retail, donde vemos espacios atractivos considerando su alta exposición a supermercados, segmento que, si bien se encuentra contenido, debería continuar mostrando un buen desempeño.

**Felipe Jaque S.**  
Economista Jefe  
[felipe.jaque@security.cl](mailto:felipe.jaque@security.cl)

**César Guzmán B.**  
Gerente Macroeconomía  
[cesar.guzman@security.cl](mailto:cesar.guzman@security.cl)

**Eduardo Salas V.**  
Economista Senior  
[eduardo.salas@security.cl](mailto:eduardo.salas@security.cl)

**Paulina Barahona N.**  
Subgerente Renta Fija Corporativa  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

**Nicolás Libuy I.**  
Subgerente Renta Variable Local  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

**Marcela Calisto H.**  
Economista  
[marcela.calisto@security.cl](mailto:marcela.calisto@security.cl)

**Agosto comenzó con una elevada tensión en los mercados financieros,** impulsada por resultados débiles en el informe de empleo de Estados Unidos. y otras señales que indicaban una desaceleración más pronunciada en esta economía (ver gráfico 1). Esta percepción llevó al mercado a anticipar un ajuste significativo en la política monetaria de la Reserva Federal (FED), con expectativas de recortes de más de 200 puntos básicos hacia finales del próximo año. Sin embargo, a medida que transcurrían las semanas, el nerviosismo se fue disipando, respaldado por datos de actividad económica más moderados y un informe de inflación que continuó mostrando señales de moderación.

Con este contexto, **la evaluación actual sugiere que la economía de Estados Unidos se encuentra en un estado de dinamismo neutral, dejando atrás el periodo de sobre calentamiento.** Esto es evidente en las métricas del mercado laboral, donde los aumentos en la tasa de desempleo no solo reflejan una mayor oferta de trabajo, sino también una disminución en la demanda. **Paralelamente, el proceso de normalización de la inflación enfrenta menores riesgos,** como lo demuestran los incrementos salariales más contenidos y las métricas subyacentes que ya se acercan al objetivo del 2%.

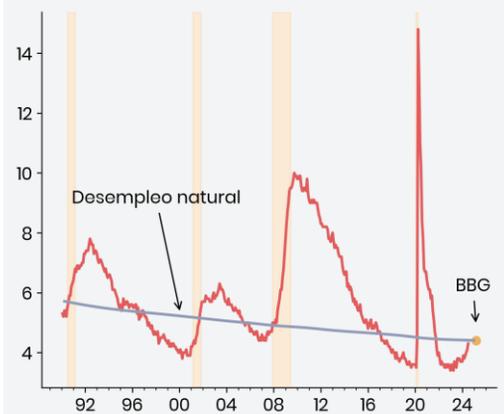
En general, es importante tener en cuenta que **la economía de EE. UU. sigue mostrando niveles de crecimiento adecuados y que la posibilidad de un aterrizaje suave, aunque aún no está garantizada, permanece vigente.** Nuestra perspectiva se alinea con el consenso del mercado, considerando que las probabilidades de una recesión a corto plazo son limitadas.

**En este escenario, la Reserva Federal modificó su postura y proporcionó una orientación más clara hacia futuros recortes de tasas de interés, mostrando una mayor confianza en alcanzar su objetivo de inflación.** Además, la FED fue enfática en que no busca, ni considera deseable, un debilitamiento adicional del mercado laboral. Este cambio de tono fue bien recibido por los mercados, lo que llevó a una consolidación en la caída de las tasas de interés. Como resultado, el dólar global experimentó una depreciación más pronunciada, mientras que los activos de riesgo se recuperaron del retroceso observado a principios de mes.

**La moderación de la economía de EE. UU. ocurre en un contexto global que sigue presentando focos significativos de debilidad.** En la Eurozona, los datos económicos continúan sorprendiendo negativamente, reflejando una actividad económica más débil de lo esperado, principalmente en Alemania, a la vez que las cifras de inflación, aunque con mayores dudas que EE. UU., también se aproximan a la meta. Esto le daría pie al Banco Central Europeo para retomar los recortes. **Por otro lado, en China, no se observan señales de un cambio en el impulso económico.** Las cifras de julio fueron mayoritariamente decepcionantes, lo cual es motivo de preocupación, especialmente debido al estancamiento del crédito agregado en la economía china, que no ha mostrado crecimiento significativo posterior a la pandemia (ver gráfico 2).

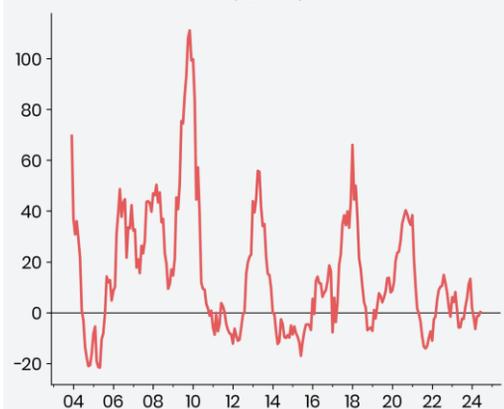
Estos desarrollos reafirman nuestra visión aún cautelosa respecto a la economía china y su capacidad para impulsar el crecimiento en los países emergentes, como lo hizo en el pasado. La debilidad en China es de carácter estructural y continuará teniendo un impacto negativo durante un periodo prolongado. **Por lo tanto, nuestra preferencia sigue siendo hacia los activos de renta variable de EE. UU. en lugar de los de mercados emergentes.**

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



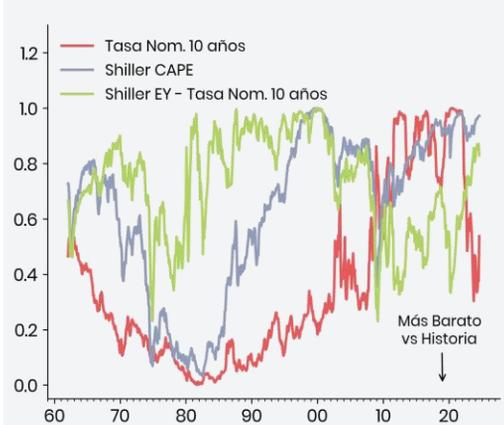
Fuente Reserva Federal, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: TOTAL SOCIAL FINANCING CHINA (A/A, %)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 3: PERCENTIL DE VALORIZACIÓN ACTIVOS EE. UU.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Tras la recuperación del mercado luego de la tensión registrada a principios de mes, las valorizaciones bursátiles se mantienen en niveles elevados (ver gráfico 3), con expectativas de ganancias aún considerablemente altas. En este contexto, la probabilidad de un mercado bajista sigue siendo elevada, mientras que la atención en las cifras de empleo aumenta la posibilidad de una corrección en favor de la renta fija frente a la renta variable (ver gráfico 4).

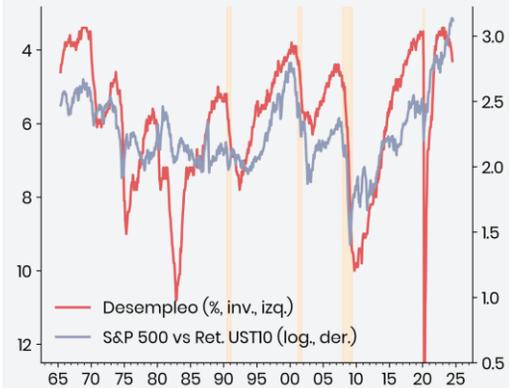
Simultáneamente, el panorama electoral en EE. UU. permanece incierto, lo que podría generar un aumento en la tensión de los mercados debido a los temores relacionados con una posible escalada en las guerras comerciales. Esta situación contribuye a que el balance de riesgos presente escenarios bajistas abultados.

Respecto a esto, también será importante las políticas económicas que aplique el nuevo gobierno, en particular en las tensiones fiscales, las que podrían presionar al alza las tasas de interés de más largo plazo en ese mercado. ¿Por qué importa? Porque históricamente un escenario de presión al alza en tasas ha generado incrementos en las primas por riesgo de mercados emergentes y depreciación de estas monedas. Las tasas de interés en moneda local han sufrido menos, pero bolsas y tipos de cambio pagan el precio de este escenario.

Alineado con esto, la reciente caída de las tasas de interés en EE. UU. durante el último mes ha influido de manera más clara en la valorización de este activo, situándolas cerca de la parte media de su rango histórico. Desde nuestra perspectiva, esto posiciona a las tasas en la parte baja del rango objetivo. El nivel de recortes de tasas incorporado en las curvas actuales es muy elevado en términos históricos; en muy pocas ocasiones el mercado ha anticipado recortes de esta magnitud (ver gráfico 5). Actualmente, el mercado ya prevé una tasa de interés que alcanzaría niveles neutrales hacia finales de 2025, lo que implica que las curvas han revertido una parte significativa de la restricción monetaria previa. En nuestra opinión, cualquier movimiento adicional en las tasas necesariamente tendría que estar acompañado de correcciones más severas en las expectativas de crecimiento económico, lo cual sería desfavorable para los mercados en general.

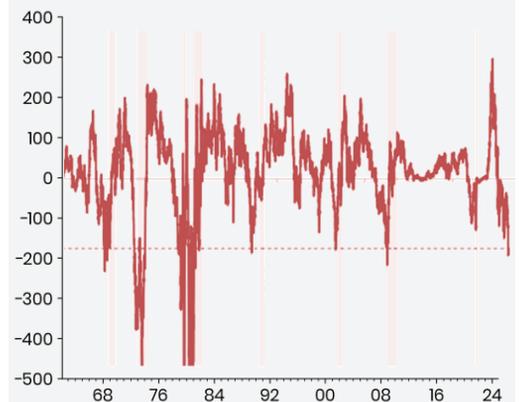
En el análisis del tipo de cambio, la depreciación global del dólar facilitó una apreciación de aproximadamente un 4% en agosto (ver gráfico 6), lo cual contribuyó a cerrar parcialmente la brecha en términos del tipo de cambio real. De cara a fin de año, es razonable anticipar que, si esta tendencia persiste, el peso chileno podría continuarse apreciándose hacia los 880 por dólar. Sin embargo, este escenario depende de un entorno externo caracterizado por la confirmación del relajamiento monetario en Estados Unidos, ya reflejado en los precios de mercado, lo que implica que la economía estadounidense no retome una senda de crecimiento acelerado. Además, se asume que las elecciones presidenciales no generan desequilibrios significativos. En el resto del mundo, se proyecta un crecimiento moderado pero estable, lo cual apoyaría un incremento en el precio del cobre, alineándolo con sus valores de mediano plazo. A nivel doméstico, se espera que el ruido político permanezca acotado, sin extremos en las elecciones ni en el debate 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: DESEMPLEO Y RETORNO RELATIVO RV VS RF EE.UU



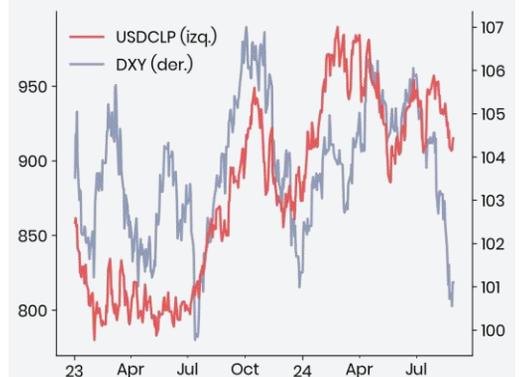
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 5: EXPECTATIVA DE RECORTES EN LAS FED FUNDS (12 MESES FWD)



Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

GRÁFICO 6: USDCLP Y DÓLAR GLOBAL



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

A nivel local, el Imacec creció 4,2% en julio, muy por sobre lo previsto, lo que es muy positivo. No obstante, más allá de las cifras mes a mes, **la actividad económica local está creciendo en torno a su nivel de tendencia de 2%**. Así lo ratifica el promedio de los últimos tres meses (1,8%), cinco meses (2%) y ocho meses (2%). Lo anterior se está dando en un contexto de brechas de capacidad cercanas a cero, por lo que no deberían generarse presiones inflacionarias.

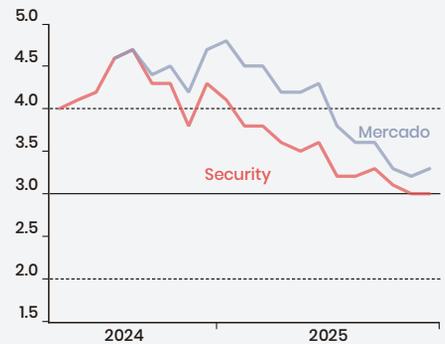
A pesar de ello, en los últimos meses **se observó un aumento en el margen de las medidas de IPC subyacentes**, lo que habría respondido en parte a la depreciación del peso del segundo trimestre. Con todo, **la caída reciente del tipo de cambio es un factor relevante que apoyaría la moderación de dichos indicadores en los próximos meses**. Los precios de mercado anticipan un panorama similar (ver gráfico 7). De hecho, **no tenemos diferencias en las proyecciones de inflación para los próximos tres meses, lo que nos llevó a tomar una posición neutral entre pesos y UFs**.

En materia de política monetaria, en la reunión de julio el Banco Central adoptó una modalidad más dependiente de los datos. Nuestra visión es que **el contexto macro es consistente con continuar reduciendo la TPM hacia su nivel neutral de 4,5% en los próximos trimestres**. Es decir, actividad económica en torno a la tendencia -y sin brechas- expectativas de inflación convergiendo a la meta dentro del horizonte de política, y con factores adicionales que apoyan continuar con el proceso, como el inminente inicio de bajas de tasas por parte de la Fed y la mencionada apreciación del peso. En este contexto, **es posible que el Banco Central retome los ajustes de 25pb en el último trimestre del año, llevando la TPM a 5% a diciembre, y a 4,5% a mediados de 2025 (ver gráfico 8)**.

En **renta fija corporativa**, los spreads **mantuvieron una tendencia bajista** (tónica que ha marcado todo el 2024, ver gráfico 9), como también colocaciones muy contenidas, probablemente a la espera de una consolidación de bajas de tasas a nivel local. **Las expectativas de resultados del 2T24 apuntan a un fuerte aumento 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, sumándose el impacto de un tipo de cambio depreciado. De confirmarse, se **ratificaría la mejora en liquidez y el menor endeudamiento** observados en el reporte anterior, aunque será necesario evaluar si la recuperación del consumo interno y los precios de commodities consolidan este desempeño en la segunda mitad del año. Por el momento, mantenemos un posicionamiento neutral en este activo, priorizando calidad crediticia.

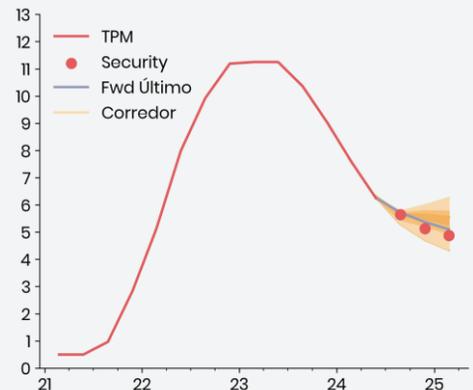
En **renta variable local**, este mes realizamos ajustes acotados en la cartera accionaria Fundamental y mantuvimos sin cambios la cartera Táctica. Así, disminuimos la exposición a SQM, debido a las continuas caídas de precio en el litio, mientras que aumentamos la ponderación de retail, donde vemos espacios atractivos, considerando su alta exposición a supermercados, segmento que, si bien se encuentra contenido, debería continuar mostrando un buen desempeño. ([Carteras Accionarias Security Septiembre 2024](#)).

GRÁFICO 7: EXPECTATIVA IPC CHILE  
(var % interanual)



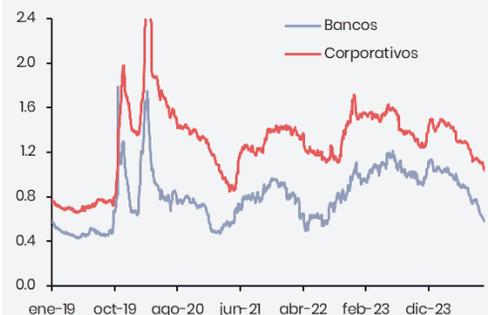
Fuente: Bloomberg, BCCh y Estudios Security.

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 Septiembre 2024

	Benchmark	Cartera Septiembre	Cartera anterior
Renta Variable	40%	-5	-5
Renta Fija	60%	5	5
<b>Renta Variable Extranjera</b>	<b>80%</b>	<b>-2.5</b>	<b>-2.5</b>
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
<b>Renta Variable Nacional</b>	<b>20%</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>
<b>Renta Fija Nacional</b>	<b>65%</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>
Caja	5%	2.5	2.5
0 a 1 año CLP	2.5%	2.5	5.0
0 a 1 año UF	2.5%	0	-2.5
Gobierno Nominal	7.5%	0	0
1 a 3 años	5%	0	0
Más de 3 años	2.5%	0	0
Gobierno UF	7.5%	0	0
1 a 3 años	5%	0	0
Más de 3 años	2.5%	0	0
Corporativos	45%	0	0
<b>Renta Fija Extranjera</b>	<b>35%</b>	<b>-2.5</b>	<b>-2.5</b>
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-ago.-24	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Renta variable (% en dólares)</b>						
<b>Mundo</b>	14.7	4.0	6.7	10	21	35
<b>Desarrollados</b>	15.5	4.2	7.0	10	22	38
EE.UU.	18.0	3.9	7.8	11	25	42
Eurozona	8.1	4.4	1.2	5	14	44
Reino Unido	11.2	3.6	4.9	14	16	27
Japón	11.3	3.3	6.4	4	18	32
Asia ex Japón*	4.3	5.4	6.6	8	11	8
<b>Emergentes</b>	7.4	2.6	4.0	8	11	11
Asia	10.8	2.7	4.4	11	14	13
China	2.1	3.4	-5.3	5	-6	-14
Latinoamérica	-15.9	3.3	-5.1	-11	-8	2
Brasil	-16.4	6.7	0.7	-11	-6	-4
México	-21.1	-3.5	-16.3	-17	-16	16
Chile	-0.2	4.4	-2.5	6	0	13
EMEA**	4.2	1.7	7.2	4	7	4

<b>Monedas (% alza representa ganancia respecto al dólar)</b>						
<b>Desarrollados (DXY)</b>						
Euro	0.2	2.4	2.1	2	1	10
Reino Unido	3.0	2.4	3.1	4	3	11
Japón	-3.3	5.8	7.0	3	0	-5
<b>Emergentes</b>	1.3	2.2	2.1	2	5	7
Argentina	-18.3	-2.6	-7.0	-14	-173	-590
Brasil	-16.3	-0.4	-8.5	-14	-16	-11
Chile	-4.5	4.4	0.2	5	-7	-3
Colombia	-7.9	-2.4	-8.1	-6	-2	5
México	-16.0	-5.1	-16.1	-15	-18	2
Perú	-1.2	-0.5	0.0	1	-2	2
China	0.5	2.4	2.3	2	3	-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-ago.-24	Nivel	YTD	1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses
<b>Swaps moneda local</b>							
<b>EE.UU.</b>							
2 años	3.9	-32	-43	-100	-72	-96	46
10 años	3.9	5	-23	-64	-34	-21	80
<b>Chile</b>							
2 años	4.8	-39	-40	-38	-26	-127	-507
10 años	5.0	4	-35	-41	-20	-36	-164
<b>Brasil</b>							
2 años	11.7	213	8	67	189	165	-67
10 años	11.8	141	-1	-21	104	75	-30
<b>México</b>							
2 años	9.6	-8	-52	-70	-13	-50	0
10 años	9.1	66	-20	-28	47	33	33
<b>Alemania 10 años</b>	2.3	25	-6	-38	-13	-26	76
<b>Francia 10 años</b>	3.0	43	-6	-15	11	-6	85
<b>Italia 10 años</b>	3.7	4	-3	-22	-14	-48	-9
<b>España 10 años</b>	3.1	11	-6	-34	-19	-45	39
<b>Reino Unido 10 años</b>	3.9	39	-5	-38	-13	-40	120
<b>Japón 10 años</b>	0.9	28	-11	-17	19	25	67
<b>Spreads soberanos USD</b>							
<b>Emergentes (EMBIG)</b>	403	26	-7	56	42	4	-34
<b>Latam</b>	560	119	-10	131	141	105	44
Brasil	280	19	-1	26	22	17	-37
Chile	197	-4	-2	21	-1	3	-31
Colombia	383	46	3	24	24	2	-65
México	396	-6	8	45	10	-20	-58
Perú	227	5	-1	12	15	9	-9
<b>Spreads corporativos USD (puntos base)</b>							
<b>Emergentes (CEMBI)</b>	304	-52	-8	6	-18	-76	-75
<b>Asia</b>	294	-67	-9	-4	-26	-111	-84
<b>Europa</b>	495	-12	4	26	39	-99	-333
<b>Latam</b>	336	-49	-9	13	-16	-52	-90
Investment Grade	224	-18	-1	27	0	-27	-33
High Yield	443	-75	-14	10	-24	-78	-143
Brasil	350	-51	-11	10	-12	-58	-113
Chile	249	-87	-2	6	-54	-71	-81
Colombia	445	-47	-12	10	-14	-61	-57
México	302	-34	-8	24	-3	-33	-47
Perú	257	-84	-9	0	-36	-78	-58
<b>HG EE.UU.</b>	96	-8	0	8	-4	-26	-49
<b>HY EE.UU.</b>	315	-19	-5	-4	-14	-65	-175

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.