

PORTAFOLIOS SECURITY

Agosto - 2017

ENTORNO GLOBAL

*Escenario Optimista, Con Enfoque en
Manejo de Riesgos*

ESCENARIO LOCAL

*Recuperación Podría Ser Más
Pronunciada*

MONEDAS

Algo de Precaución en el Corto Plazo

RENTA FIJA INTERNACIONAL

*Condiciones Financieras Expansivas a
Nivel Global*

RENTA FIJA LOCAL

TPM con Espacio Para Bajar

RENTA VARIABLE
INTERNACIONAL

Nuevo Envión a los Activos de Riesgo

RENTA VARIABLE LOCAL

*Mantenemos Apuestas en Retail,
Commodities y Eléctricas*

Departamento de Estudios Security

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

- Los cambios del panorama global en julio han favorecido nuestro escenario base, por lo que mantenemos la preferencia por acciones sobre la renta fija y por los emergentes dentro de cada clase de activo. Pero en un mundo de precios de activos altos recomendamos no aumentar la exposición a este y estar atentos a las fuentes de riesgo que siguen latentes.
- Tras el debilitamiento del dólar durante el mes, recomendamos tener algo más de precaución en el corto plazo. Sin embargo, a mediano plazo mantenemos la visión del comienzo de un ciclo de debilitamiento, a medida que la recuperación de la economía global se consolide.
- La combinación de más crecimiento con poca inflación es buena para la toma de riesgo, por que mantenemos la recomendación de sobreponderar las acciones emergentes, en particular Asia, Latinoamérica y Chile, junto a la Eurozona, en desmedro de EE.UU. y en mayor medida de Japón.
- No esperamos un cambio sustancial en el panorama de más crecimiento y políticas monetarias estables, por lo que mantenemos la apuesta por los instrumentos de mercados emergentes, con preferencia por los soberanos en moneda local y en menor medida los corporativos en dólares.
- Respecto a la renta fija local, se ha seguido configurando un escenario macro consistente con un mayor estímulo monetario. Es por ello que para la reunión de agosto preveemos un ajuste de 25 pb en la TPM, lo que no está internalizado en los precios de mercado, por lo que seguimos prefiriendo los bonos nominales sobre los reajustables.
- En la medida que los índices de confianza empresarial comiencen a reflejar las favorables condiciones financieras externas, la recuperación de la actividad local continúe y el entorno global mantenga su impulso, el IPSA tendría espacio para alcanzar niveles en torno a los 5.500 puntos. En definitiva, recomendamos una cartera favorable a la toma de riesgos, sobreponderando los sectores *Retail*, *Commodities* y *Eléctrico*.

VISIONES POR CLASES DE ACTIVOS – AGOSTO 2017

	Tasas Cortas *	Tasas Largas *	Acciones	Monedas vs. US\$ **
Global	=	=/+	+	
Estados Unidos	=	=/+	=/-	
Europa	=	=/+	+	=
Japón	=	=	-	=
Emergentes				
Latam	-	=/-	+	=
Asia	=	=	+	=
Chile	-	=/-	+	=

* (-) caída / (+) alza en en nivel de tasas nominales.

** (-) depreciación, (+) apreciación.

PORTAFOLIOS SECURITY

Agosto - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Entorno Global: Escenario Optimista, Con Enfoque en Manejo de Riesgos

Los cambios del panorama global durante julio han tendido a favorecer nuestro escenario base. Desde EE.UU., pese a tener control del poder ejecutivo y ambas cámaras del congreso, el partido Republicano no ha sido capaz de conseguir un éxito legislativo relevante, lo que ha hecho caer la probabilidad de un impulso al crecimiento desde el lado fiscal, al menos en lo que queda de este año y el próximo ([Semanal 24 de julio](#)). Por otro lado, la inflación se ha mantenido contenida (gráfico 1), desacelerando incluso en el margen y reduciendo la posibilidad de un ajuste brusco por parte de la Fed.

Por otro lado, la economía global acumula signos de fortaleza, que se reflejarían en un crecimiento en torno a 4% el segundo trimestre, dejando atrás el piso de expansión de 2016 (tabla 1). En particular, China sigue sorprendiendo al alza, lo que permite abordar exceso de crédito en la economía (gráfico 2) y la Eurozona tuvo otro trimestre de alta expansión, caída en desempleo y mayor uso de capacidad, lo que apoya el retiro del estímulo actual, pero no aún del paso a una política monetaria restrictiva. Finalmente, los precios en Brasil se han normalizado y la agenda de reformas ha dado nuevas señales de vida. Gracias a esto, el Banco Central retomó ritmo agresivo de bajas de tasas, que podría ir más allá de lo que se estimaba previamente de la mano de menor inflación y expectativas alineadas con la meta para los próximos años ([Semanal 31 de julio](#)).

La mayor expansión global y la continuación de la reversión de las expectativas para el gobierno en EE.UU. han apoyado una nueva ronda de depreciación del dólar (gráfico 3) que ha beneficiado el desempeño de los activos de riesgo, destacando los emergentes –tanto en renta fija como en acciones– y las bolsas de Brasil y Chile dentro de estos.

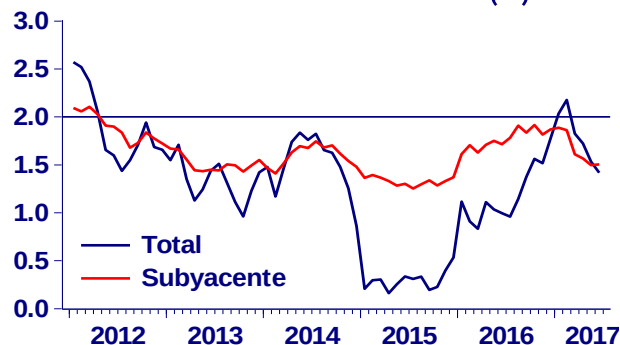
En la parte local la actividad ha demorado en repuntar más de lo que esperábamos, pero el buen panorama externo y la anticipación de un mejor ciclo electoral ([Semanal 10 de julio](#)) han ayudado al IPSA a incorporar un mejor escenario. Por otro lado, la debilidad en el primer semestre llevaría al Banco Central a recortar una vez más la TPM, lo que apoya un sesgo hacia los instrumentos nominales, lo que es apoyado por nuestra visión de baja inflación por un periodo largo.

TABLA 1: CRECIMIENTO MUNDIAL (%)

	2013	2014	2015	2016	2017 e	2018 e
Mundo	3.3	3.6	3.4	3.1	3.4	3.5
Países Desarrollados	1.4	2.0	2.2	1.6	2.0	1.9
Estados Unidos	1.7	2.6	2.9	1.5	2.2	2.1
Eurozona	-0.4	1.2	2.0	1.7	1.9	1.6
Alemania	0.1	1.6	1.5	1.8	2.0	1.4
Francia	0.4	0.6	1.3	1.1	1.5	1.5
Italia	-1.9	0.1	0.8	1.0	1.1	1.0
España	-1.2	1.4	3.2	3.2	3.0	2.7
Reino Unido	1.7	3.1	2.2	1.8	1.6	1.6
Japón	1.6	0.3	1.2	1.0	1.3	0.8
Países Emergentes	4.7	4.7	4.2	4.1	4.5	4.6
América Latina	2.7	1.2	0.1	-1.0	0.9	1.9
Argentina	2.9	-2.5	2.6	-2.2	2.8	2.5
Brasil	2.5	0.5	-3.8	-3.6	0.6	1.5
Perú	5.8	2.4	3.3	3.9	2.8	4.0
México	1.4	2.3	2.6	2.3	1.8	2.1
Asia	6.6	6.8	6.7	6.4	6.4	6.2
China	7.8	7.3	6.9	6.7	6.6	6.3
India	5.0	7.2	7.9	7.1	7.0	7.2
Rusia	1.3	0.7	-2.8	-0.2	1.4	1.5
Chile	4.0	2.0	2.3	1.6	1.7	3.1

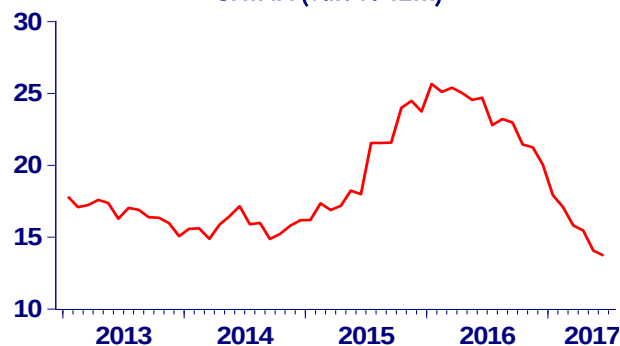
Fuente: Departamento de Estudios Security en base a bancos de inversión y ponderaciones (PPP) del FMI. e: esperado.

GRÁFICO 1: INFLACIÓN EE.UU. (%)



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 2: CRECIMIENTO CRÉDITO DOMÉSTICO CHINA (var. % 12m)



Fuente: Banco Central de China, Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

Agosto - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Entorno Global: Escenario Optimista, Con Enfoque en Manejo de Riesgos

Pero a pesar del escenario favorable a la toma de riesgo -crecimiento global sano sin presiones inflacionarias evidentes-, siguen existiendo riesgos importantes que podrían materializarse, lo que llama a actuar con cautela. A nivel general, los precios de los activos están altos de manera transversal (gráfico 4), al menos en términos históricos, lo que refleja un apetito por riesgo elevado. Esto no es un problema en sí mismo, pero sí hace necesario pensar en eventos que puedan llevar a una reversión.

Dentro de estos, sigue destacando la política monetaria en EE.UU., donde la Fed aún tiene una brecha grande entre su plan y lo que el mercado tiene incorporado ([Semanal 31 de julio](#)). Si la autoridad es exitosa en transmitir su mensaje, el alza de tasas no debiera ser disruptiva al estar validada por el cierre de la brecha en la economía (gráfico 5). El riesgo es que esto no suceda, y al verse la Fed enfrentada en diciembre con la decisión de sorprender al mercado o echar pie atrás, opte por lo primero, apreciando el dólar y probablemente aumentando la volatilidad en los precios.

China aún se mueve en un equilibrio frágil, que depende en buena parte de las expectativas sobre la transición de la economía y del éxito del gobierno en manejarla. Desde 2015 estas han ido mejorando, pero basta un cambio en la percepción sobre la trayectoria del proceso de reducción del exceso de deuda para que las salidas de capital vuelvan a acelerar. A nivel más local, el panorama político en Brasil aún es negativo y la dinámica de los últimos meses no permite descartar eventos que aumenten la percepción de riesgo. Algo similar ocurre en Chile, donde una parte del mejor escenario de consenso se basa en un panorama político más orientado a medidas pro crecimiento.

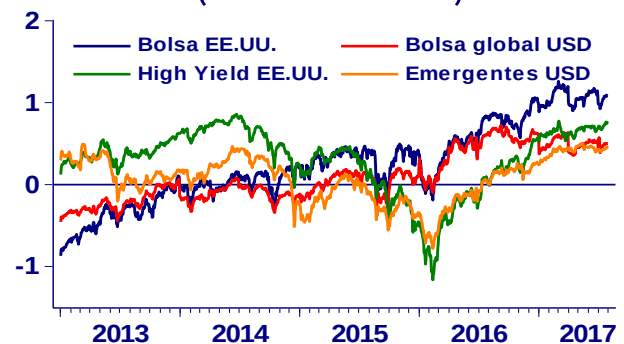
En el balance nuestra perspectiva es optimista, pero con la cautela necesaria. Por esto, mantenemos la preferencia por acciones sobre la renta fija y por los emergentes dentro de cada clase de activo. Pero en un mundo de precios de activos altos es oportuno aplicar un enfoque de manejo de riesgos, por lo que recomendamos no aumentar la exposición a este y estar atentos a las fuentes de riesgo que siguen latentes.

GRÁFICO 3: DÓLAR GLOBAL



Fuente: JP Morgan y Departamento de Estudios Security.

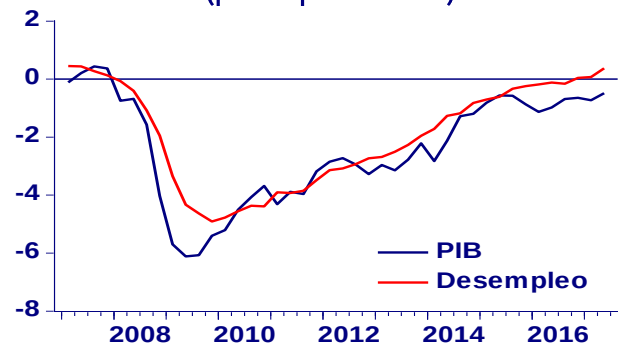
GRÁFICO 4: VALUACIONES ACTIVOS (desviaciones estándar)



Fuente: Bloomberg, MSCI y Departamento de Estudios Security.

Nota: Diferencia respecto al promedio desde 2003, expresadas en desviaciones estándar, de los activos. Razón Precio/Utilidad para las bolsas y spreads ajustados por opciones (OAS) para High Yield. Para este último se presenta de manera que spreads más bajos resulten en valuaciones más altas.

GRÁFICO 5: BRECHA DE CAPACIDAD EE.UU. (puntos porcentuales)



Fuente: CBO, BEA, BLS y Departamento de Estudios Security.

Nota: Brecha del PIB calculada como la diferencia entre el PIB efectivo y potencia, expresada como porcentaje del segundo. Brecha de desempleo es la diferencia entre la tasa natural de desempleo y la efectiva (promedio para el trimestre).

PORTAFOLIOS SECURITY

Agosto - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

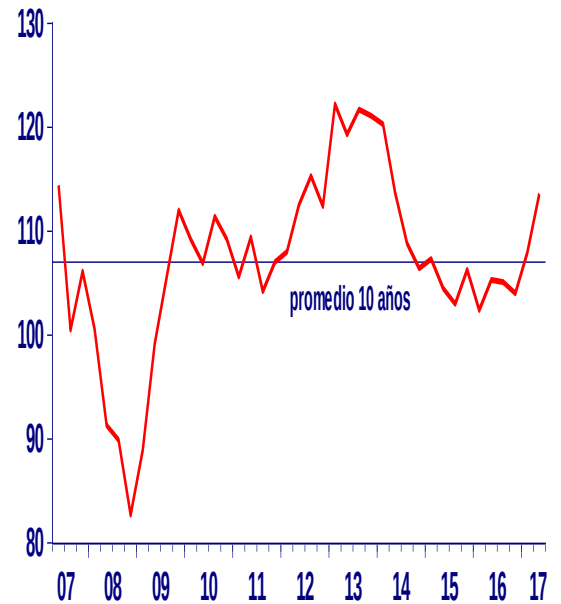
Escenario Local: Recuperación Podría Ser Más Pronunciada

Es indiscutible que la actividad económica en la primera mitad del año decepcionó. Una parte puede ser atribuida a la minería (huelgas, factores climáticos), pero el resto de los sectores también tuvo un desempeño peor al previsto. Lo anterior, se dio en un contexto externo extremadamente favorable, por lo que el bajo resultado respondería a factores internos, entre ellos la incertidumbre política.

Pero las señales para la segunda mitad del año son auspiciosas. Por un lado, las condiciones externas no sólo siguen siendo favorables, sino que se han vuelto mejores en las últimas semanas. Mientras que por el lado doméstico, los indicadores de confianza disponibles (post elecciones primarias) han mostrado un alza que anticiparía un mejor panorama político para la inversión.

Dado todo lo anterior es que ratificamos nuestra visión respecto a que la actividad económica y el gasto interno comenzarían una recuperación, la que incluso podría sorprender al alza respecto a la expectativa del consenso.

CONFIANZA CONSUMIDOR
(Mar 2001=100, desestacionalizado)



Fuente: Universidad de Chile, Estudios Security.

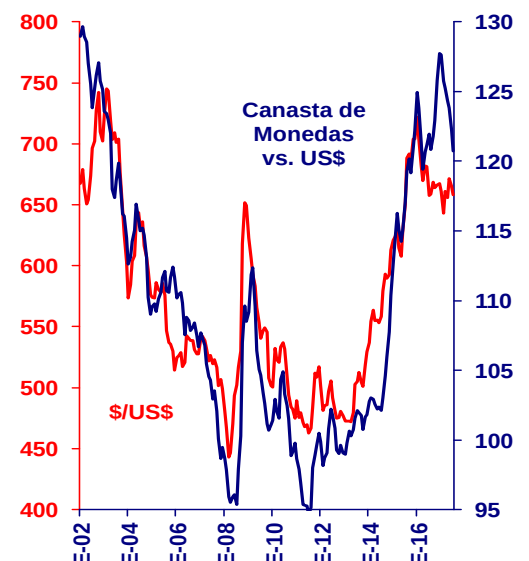
Monedas: Algo de Precaución en el Corto Plazo

El dólar tuvo un fuerte debilitamiento a nivel global, en parte por las buenas señales de crecimiento en el mundo, pero también por la situación política en EE.UU., que continúa mostrando un gobierno que lucha por lograr su primer gran éxito legislativo. Dado el brusco ajuste, recomendamos tener más precaución en el corto plazo, por el riesgo de que hayan avances en el proyecto de reforma tributaria en EE.UU. y que la Fed prosiga su campaña por validar el alza de tasas en diciembre.

En Chile, la reciente apreciación del peso tiene que ver con la trayectoria del dólar a nivel global y el alza del precio del cobre. Para el resto de 2017 esperamos estabilidad, a lo que seguiría un mayor fortalecimiento en 2018 en línea con un repunte de la economía local.

Mantenemos nuestro escenario de estabilidad del dólar a nivel global, para ir transitando hacia el comienzo de un ciclo de debilitamiento de este, a medida que la recuperación de la economía global se consolide.

PESO CHILENO (\$/USD) Y DÓLAR FRENTE A UNA CANASTA DE MONEDAS* (Índice)



*Un alza del índice representa una apreciación del dólar.
Fuente: FED, Banco Central y Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

Agosto - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

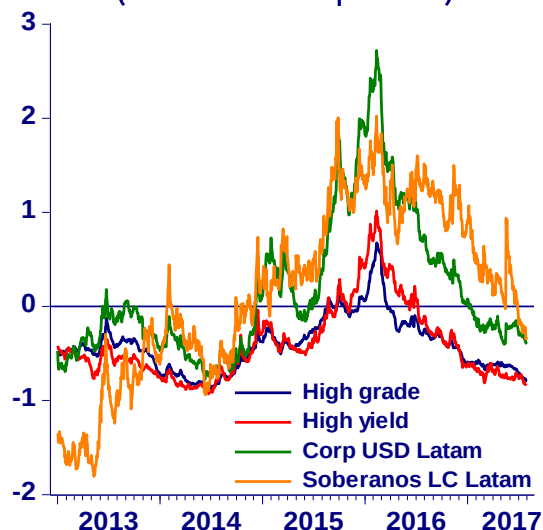
Renta Fija Internacional: Condiciones Financieras Expansivas a Nivel Global

Las condiciones financieras se han vuelto más expansivas para el mundo, con un debilitamiento del dólar a nivel global que ha complementado la caída en las tasas de interés en Latinoamérica. La normalización de los precios en Brasil ayudó a que la renta fija soberana de Latinoamérica en monedas locales fuera el gran ganador del mes en términos de desempeño.

Los *spreads* continúan en niveles bajos en términos históricos, pero existiría mayor espacio para caídas adicionales en el mundo emergente, al existir mayores brechas que apoyaría un menor diferencial de crecimiento respecto a EE.UU.

No esperamos un cambio sustancial en el panorama de más crecimiento y políticas monetarias estables, por lo que mantenemos la apuesta los instrumentos de mercados emergentes, con preferencia por los soberanos en moneda local y en menor medida los corporativos en dólares.

SPREADS DE RIESGO
(desv. estándar del promedio)



Fuente: Bloomberg, JP Morgan y Departamento de Estudios Security.

Nota: Cada serie muestra el desvío del promedio histórico desde 2007, medido en desviaciones estándar. Spread soberanos en moneda local calculado como la diferencia entre el *yield* del índice GBI Latam Broad y la tasa de 10 años de EE.UU.

Renta Fija Local: TPM con Espacio Para Bajar

En las últimas semanas, se ha seguido configurando un escenario macro consistente con un mayor estímulo monetario. Por un lado, las cifras de actividad a junio han ratificado que la debilidad de la economía ha sido más prolongada, y si bien seguimos considerando que la recuperación comenzaría más temprano que tarde debido principalmente al mayor impulso externo, todavía no se ha materializado.

Por otro, y más importante aún, el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación ha sido creciente desde el registro del IPC de junio. Las compensaciones inflacionarias a distintos plazos han seguido bajando, y nuestras proyecciones para el IPC en los próximos meses siguen estando por debajo de lo implícito en los precios de mercado, lo que llevaría a la variación interanual a mantenerse por debajo del piso del rango meta por varios meses.

Así, prevemos un ajuste de 25 pb en la TPM en la reunión de agosto, lo que no está internalizado en los precios de mercado, por lo que seguimos prefiriendo los bonos nominales sobre los reajustables.

EXPECTATIVA DE INFLACIÓN
(1 EN 1 SWAP %)



Fuente: Departamento de Estudios Security, Bloomberg.

PORTAFOLIOS SECURITY

Agosto - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Renta Variable Internacional: Nuevo Envión a los Activos de Riesgo

El crecimiento sincronizado a nivel global y el debilitamiento del dólar han explicado el buen desempeño de las bolsas y el liderazgo de los emergentes dentro de estas.

La combinación de más crecimiento con poca inflación es buena para la toma de riesgo y si bien aún esperamos que el segundo elemento vaya gradualmente al alza, el riesgo por ahora no es suficiente como para cambiar nuestro escenario base. Los bancos centrales del mundo desarrollado se mantendrán monitoreando la inflación y en ausencia de esta o de riesgos a la estabilidad financiera, no debiéramos ver cambios sustanciales en su trayectoria de un retiro gradual del estímulo monetario, particularmente en EE.UU. y la Eurozona

Mantenemos la recomendación de sobreponderar las acciones emergentes, en particular Asia, Latinoamérica y Chile, junto a la Eurozona, en desmedro de EE.UU. y en mayor medida de Japón.

**DESEMPEÑO ÍNDICES MSCI EN US\$
(Variación %)**

Al 31 de julio de 2017	2017	1m	3m	6m	12m
Total Mundo	13.2	2.7	4.7	10.2	14.9
Países Desarrollados	12.0	2.3	4.2	9.4	14.2
Estados Unidos	10.5	1.9	3.3	8.3	13.8
Eurozona	19.6	3.8	6.3	18.2	24.1
Reino Unido	10.3	2.4	4.2	9.5	9.8
Japón	11.2	2.1	5.8	6.5	11.9
Asia ex Japón*	16.0	4.3	3.6	9.7	11.8
Países Emergentes	23.7	5.5	8.8	16.8	20.8
Asia Emergente	28.3	5.1	10.9	20.6	24.2
China	34.0	8.3	15.3	25.5	34.9
India	28.4	7.4	8.0	21.8	17.2
América Latina	17.6	8.2	5.1	9.1	16.4
Brasil	12.7	10.8	2.5	1.7	16.9
Chile (MSCI)	21.8	8.9	6.9	16.7	19.1
Chile (IPSA US\$)	25.5	8.7	8.1	19.6	24.1
M.Oriente/Africa/Europa	8.8	5.3	2.3	6.3	9.7

*Hong Kong, Singapur, Australia y Nueva Zelanda.

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

Renta Variable Local: Mantenemos Apuestas en Retail, Commodities y Eléctricas

En julio, el IPSA tuvo un rendimiento muy positivo, incluso por sobre sus pares emergentes. Las valuaciones de la bolsa local están levemente por sobre sus promedios históricos, sin embargo, aún habría espacio para el optimismo en el mediano plazo.

En la medida en que los índices de confianza empresarial comiencen a reflejar las favorables condiciones financieras externas, la recuperación de la actividad local continúe y el entorno global mantenga su impulso, el IPSA tendría espacio para alcanzar niveles en torno a los 5.500 puntos.

En este contexto, recomendamos una cartera favorable a la toma de riesgos, sobreponderando los sectores *Retail*, *Commodities* y *Eléctrico*.

CARTERAS ACCIONARIAS SECURITY

Nº de acciones	15	12	9	6
	Ponderaciones (%)			
ENELAM	13	13 (+1)	15 (-1)	18 (-2)
COPEC	11	12 (+1)	13 (-1)	18 (-1)
CENCOSUD	11	11	12 (-2)	17 (-1)
BSANTANDER	10	10 (-1)	11 (-1)	16 (+1)
LTM	9 (+1)	10 (+1)	11 (+2)	16 (+2)
ENELGXCH	8 (+3)	8 (+3)	10 (+10)	15 (+15)
FALABELLA	7	8	10 (+1)	
SQM-B	6	7 (+1)	10 (+3)	
SM-CHILE B	6 (+4)	6 (+6)	8 (+8)	
ECL	5 (-4)	5 (-5)	(-11)	(-14)
CAP	4	5		
SONDA	4	5		
CMPC	2			
PARAUCO	2			
CHILE	2 (-4)	(-7)	(-8)	
Total	100	100	100	100

1) Estas carteras resultan de conciliar dos aspectos:

i) una selección de acciones basada en la mejor relación retorno-riesgo bajo una visión estratégica (largo plazo);

ii) la minimización de los desvíos respecto al benchmark (IPSA).

2) La cartera pivot y de diversificación parsimoniosa corresponde a la de 12 acciones (resaltado).

3) Entre paréntesis el cambio en el ponderador con respecto a la cartera anterior.

Fuente: Departamento de Estudios Security.

PORTAFOLIOS SECURITY

Agosto - 2017

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Cartera Recomendada Security Agosto 2017

Cartera Recomendada Agosto 2017				
	Benchmark	Cartera Julio 2017	Cartera Recomendada	Diferencia (Sesgo, %)
Renta Variable	40.0%	45.0%	45.0%	5.0
Renta Fija	60.0%	55.0%	55.0%	-5.0
TOTAL	100.0%	100.0%	100.0%	
Renta Variable Extranjera	80.0%	80.0%	77.5%	-2.5
Desarrollados	48.0%	45.5%	43.0%	-5.0
EE.UU.	28.0%	25.5%	25.5%	-2.5
Europa	12.0%	14.5%	14.5%	2.5
Japón	8.0%	5.5%	3.0%	-5.0
Emergentes	32.0%	34.5%	34.5%	2.5
Asia Emergente	21.0%	23.5%	23.5%	2.5
Latinoamérica	6.0%	6.0%	8.5%	2.5
EEMEA	5.0%	5.0%	2.5%	-2.5
Renta Variable Nacional	20.0%	20.0%	22.5%	2.5
Total Renta Variable	100.0%	100.0%	100.0%	0.0
Renta Fija Nacional	65.0%	60.0%	60.0%	-5.0
Caja	5.0%	2.5%	2.5%	-2.5
0 a 1 año CLP	2.5%	2.5%	2.5%	0.0
0 a 1 año UF	2.5%	0.0%	0.0%	-2.5
Gobierno Nominal	7.5%	10.0%	10.0%	2.5
1 a 3 años	5.0%	10.0%	7.5%	2.5
Más de 3 años	2.5%	0.0%	2.5%	0.0
Gobierno UF	7.5%	5.0%	5.0%	-2.5
1 a 3 años	5.0%	5.0%	2.5%	-2.5
Más de 3 años	2.5%	0.0%	2.5%	0.0
Corporativos	45.0%	42.5%	42.5%	-2.5
Renta Fija Extranjera	35.0%	40.0%	40.0%	5.0
Desarrollados	20.0%	15.0%	17.5%	-2.5
Money Market	5.0%	0.0%	2.5%	-2.5
Investment Grade	7.5%	7.5%	7.5%	0.0
High Yield	7.5%	7.5%	7.5%	0.0
Emergente	15.0%	25.0%	22.5%	7.5
USD	7.5%	10.0%	10.0%	2.5
Moneda Local	7.5%	15.0%	12.5%	5.0
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%	0.0

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Felipe Jaque S.	Economista Jefe	felipe.jaque@security.cl
César Guzmán B.	Gerente Macroeconomía	cesar.guzman@security.cl
Jorge Cariola G.	Analista Senior Macroeconomía	jorge.cariola@security.cl
Rosario Del Río D.	Analista Renta Fija Internacional	rosario.delrio@security.cl
Constanza Pérez S.	Subgerente de Estudios Renta Variable	constanza.perez@security.cl
Juan José Ayestarán N.	Subgerente de Estudios Renta Fija	juanjose.ayestaran@security.cl
Paulina Barahona N.	Analista Senior de Inversiones	paulina.barahona@security.cl
Martín García-Huidobro O.	Analista de Inversiones	martin.garciahuidobro@security.cl
Juan Carlos Prieto Z.	Analista de Inversiones	juancarlos.prieto@security.cl
Rodrigo Gardella B.	Analista de Inversiones	rodrigo.gardella@security.cl
Carolina Abuaud M.	Analista de Inversiones	carolina.abuaud@security.cl
Yessenia González del C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	yessenia.gonzalez@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Web**www.inversionessecurity.cl**

twitter: Inv_Security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Estos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. 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.