



# ¿Hacia dónde vamos ahora?

Obtenga orientación sobre inversiones y los principales factores estructurales detrás de los portafolios de sus clientes.

**insigneo**



**Andrés Salamanca**  
Analista de Datos



**Mauricio Viaud**  
Estratega de Inversión *Senior*  
y Manager de Portafolio



## ¿Hacia dónde vamos ahora?

Mientras esperábamos para tener una mejor visión del reporte de resultados correspondiente al segundo trimestre del año, y así poder comenzar a escribir al respecto, los mercados parecían tener otros planes para el fin de semana. De hecho, mientras escribíamos este reporte, vimos cómo el S&P 500 cayó hasta un 3.6%, el Nasdaq 100 cayó hasta un 5.2% y el Bitcoin se desplomó casi un 15% en tan solo unas horas. Mientras tanto, al otro lado del mundo, el Nikkei japonés vivió su peor día desde el “Lunes Negro” de 1987, con una caída del 12.4% en un solo día. Si bien algunos de estos índices y activos lograron recuperar parte de las pérdidas, estos acontecimientos evidencian claramente la fragilidad actual de los mercados globales. Hemos comentado esto extensamente en artículos anteriores [“A milímetros del caos”](#), [“¿Es Nvidia el Forrest Gump del mercado?”](#) y es algo que todavía nos preocupa.

Entonces, ¿qué pasó exactamente? Como hemos

mencionado a lo largo del año en nuestros artículos y llamadas, podríamos estar llegando a un punto en el que las malas noticias sean simplemente eso, malas noticias. A lo largo del año, los participantes del mercado han estado tomando las malas noticias como buenas noticias, argumentando que estas empujarían a la Reserva Federal a bajar las tasas anticipadamente, lo que podría generar oportunidades de compra. A pesar de las señales de debilidad en el mercado laboral, los signos de debilitamiento en la salud de los consumidores y el menor ahorro de los hogares, los mercados continuaron empujando al S&P 500 a niveles récord. Sin embargo, el viernes pareció marcar un punto de quiebre en esta tendencia de “las malas noticias son buenas noticias”, en el momento en que la tasa de desempleo general aumentó al 4.3% (frente al 4.1% del mes pasado), llegando a su nivel más alto desde octubre de 2021. Este cambio provocó que los mercados enfocaran el debate en cuestionarse si la Reserva Federal logrará un aterrizaje suave de la economía o si en cambio llevará a Estados Unidos a una recesión. A los inversionistas ahora les preocupa que la Reserva

Federal se haya demorado demasiado en recortar las tasas y haya restringido excesivamente a la economía del país. En artículos anteriores hemos hablado de las dificultades de lograr un aterrizaje suave debido a la poca importancia que se le ha dado al impacto del mercado laboral en la economía [“Aterrizando en un portaaviones”](#), [“La Fed es importante, pero también lo son otras variables”](#) y [“Balanceando la economía entre un resfriado y un infarto”](#). Seguimos manteniendo esta creencia.

De hecho, si observamos indicadores de recesión como la regla de Sahm, podríamos argumentar que el dato del viernes pasado marcó el comienzo de una nueva recesión para Estados Unidos. La regla de Sahm es un indicador de recesión ampliamente utilizado, que ha señalado sin falla que la fase inicial de una recesión comienza cuando el promedio móvil de tres meses de la tasa de desempleo de Estados Unidos es al menos medio punto porcentual más alto que su mínimo de 12 meses. Con el reporte de empleo de julio, esta regla se rompió oficialmente. Si bien la creadora de este indicador, Claudia Sahm, cree que es prematuro declarar que la economía ha entrado en recesión, los datos sugieren que el *momentum* va en esa dirección.

Sin embargo, es difícil atribuir la caída del mercado únicamente al dato de desempleo de julio. Curiosamente, esta corrección también puede estar vinculada a otras dinámicas, como la sobre concentración de los mercados en unas cuantas acciones, la política monetaria de Japón y la cantidad limitada de efectivo disponible que se observa actualmente en los mercados. Hemos discutido los peligros de la concentración excesiva en muchos de los artículos anteriores; sin embargo, una nueva variable en la ecuación de riesgo del mercado global apareció en el mercado accionario de Japón, que, como mencionamos anteriormente, cayó un 12% durante la sesión del lunes. Este descenso fue impulsado por la decisión del Banco de Japón de aumentar significativamente las tasas de interés por primera vez en ocho años. Mientras que casi todos los

países del mundo luchaban contra la inflación, Japón había estado intentando estimular el crecimiento económico y combatir la deflación utilizando tasas de interés negativas. Después de mantener tasas negativas durante ocho años, Japón aumentó por primera vez las tasas en marzo y luego las incrementó nuevamente hasta 0.25% el pasado jueves 31 de julio. Durante estos ocho años de tasas negativas, los inversionistas aprovecharon la oportunidad para endeudarse en yenes - JPY - a tasas cercanas al 0% para invertir en activos denominados en dólares. Según el Ministerio de Finanzas de Japón, los préstamos a inversionistas extranjeros aumentaron de USD 460 billones a USD 1.8 trillones entre 2020 y 2023. Debido al aumento de las tasas, los inversionistas tuvieron que deshacer parte de sus operaciones de *“carry trade”* en JPY, lo que los llevó a vender porciones de sus activos denominados en dólares estadounidenses.

Otro aspecto de la reciente venta masiva puede atribuirse a la limitada cantidad de efectivo disponible en el mercado. Según un reporte de BCA Research titulado *“Little Cash on the Sidelines”*, el agregado de los fondos disponibles para inversión se encuentra en un mínimo histórico en relación con el valor de mercado de las acciones estadounidenses y los bonos en dólares. Estos fondos invertibles incluyen la suma de todos los fondos a la vista - o *money market funds*, como se les conoce en inglés-, los depósitos a plazo y de ahorro de los hogares, y los depósitos a plazo y de ahorro de las instituciones que invierten. El informe destaca que la actual relación entre la disponibilidad de efectivo y la capitalización bursátil estadounidense se encuentra en mínimos históricos, comparables solo con el pico de la burbuja tecnológica de la década del 2000. Esto no significa que los fondos disponibles hayan desaparecido; más bien, indica que las crecientes valoraciones de los activos han superado el crecimiento de estos fondos durante el repunte del mercado. Aunque una relación baja entre efectivo y valor de mercado no implica necesariamente una venta masiva inminente en el mercado, sí puede amplificar

una corrección una vez que comienza la venta masiva, como se vio durante la caída del lunes. La teoría del “poco efectivo disponible” sugiere que las acciones pronto podrían alcanzar su punto máximo debido a que las reservas de dinero son insuficientes para sostener un mayor crecimiento del mercado.

Como parece que la probabilidad de una recesión ha aumentado (y los mercados están empezando a descontarla como predijimos), es esencial que los inversionistas comprendan que estas desaceleraciones son una parte normal del ciclo económico. Mantener una estrategia de inversión consistente durante estos tiempos es crucial. En artículos anteriores, hemos

analizado la rotación dentro de los portafolios, por lo que ahora queremos centrarnos en los resultados de los sectores para identificar oportunidades de inversión dentro de las condiciones actuales del mercado.

## Aspectos destacados de los resultados del trimestre:

A pesar de la caída del mercado durante el lunes, las empresas han reportado resultados más saludables de lo esperado. Según FactSet, al 2 de agosto, el 75% de las empresas del S&P 500 han reportado sus resulta-

Estado actual de resultados	2T24 Temporada de Reportes					% de sorpresas				% de empresas sorprendiendo			
	Empresas que han reportado					Ingresos		Utilidad Neta		Ingresos		Utilidad Neta	
	# de emp. repor.	Total emp	% de emp. repor	Crec. Ventas (a/a)	Crec. Ut. (a/a)	Prom. (últimos 4Ts)	2T24	Prom. (últimos 4Ts)	2T24	Prom. (últimos 4Ts)	2T24	Prom. (últimos 4Ts)	2T24
<b>S&amp;P 500</b>	375	500	75%	<b>5.0%</b>	<b>12.1%</b>	1.0%	<b>1.3%</b>	4.1%	<b>3.7%</b>	60%	<b>56%</b>	74%	<b>74%</b>
<b>Mag7</b>	6	7	86%	<b>10.9%</b>	<b>26.1%</b>	1.7%	<b>1.1%</b>	11.0%	<b>6.1%</b>	89%	<b>83%</b>	89%	<b>83%</b>
<b>S&amp;P 493</b>	369	493	75%	<b>4.2%</b>	<b>8.6%</b>	0.9%	<b>1.3%</b>	2.5%	<b>3.0%</b>	60%	<b>56%</b>	73%	<b>74%</b>
<b>ex-Financieros</b>	311	429	72%	<b>5.0%</b>	<b>10.7%</b>	0.7%	<b>0.8%</b>	4.5%	<b>2.0%</b>	60%	<b>57%</b>	75%	<b>74%</b>
<b>ex-Energía</b>	356	477	75%	<b>4.7%</b>	<b>12.9%</b>	1.1%	<b>1.3%</b>	4.5%	<b>4.7%</b>	61%	<b>56%</b>	75%	<b>75%</b>
<b>Cíclicos</b>	201	251	80%	<b>4.7%</b>	<b>10.4%</b>	1.3%	<b>1.6%</b>	5.0%	<b>5.2%</b>	58%	<b>50%</b>	73%	<b>74%</b>
Energía	19	23	83%	<b>8.7%</b>	<b>2.0%</b>	0.1%	<b>0.6%</b>	-1.4%	<b>-8.5%</b>	50%	<b>58%</b>	54%	<b>53%</b>
Materiales	21	28	75%	<b>-0.6%</b>	<b>-6.4%</b>	-1.2%	<b>0.7%</b>	2.4%	<b>4.8%</b>	39%	<b>52%</b>	67%	<b>81%</b>
Industriales	63	77	82%	<b>0.7%</b>	<b>-1.3%</b>	0.4%	<b>0.1%</b>	5.6%	<b>1.3%</b>	62%	<b>46%</b>	79%	<b>84%</b>
Discrecionales	34	52	65%	<b>6.1%</b>	<b>18.7%</b>	1.5%	<b>1.0%</b>	16.8%	<b>8.8%</b>	64%	<b>47%</b>	84%	<b>62%</b>
Financieros	64	71	90%	<b>5.2%</b>	<b>17.8%</b>	3.3%	<b>3.8%</b>	2.3%	<b>10.3%</b>	61%	<b>53%</b>	66%	<b>75%</b>
<b>Larga duración/ Crecimiento secular</b>	97	149	65%	<b>7.0%</b>	<b>17.2%</b>	1.6%	<b>1.5%</b>	2.7%	<b>1.9%</b>	71%	<b>74%</b>	82%	<b>86%</b>
Tecnología	43	67	64%	<b>6.1%</b>	<b>11.7%</b>	1.6%	<b>1.4%</b>	8.3%	<b>3.6%</b>	71%	<b>77%</b>	88%	<b>81%</b>
Comunicación	13	19	68%	<b>7.4%</b>	<b>24.6%</b>	0.8%	<b>0.3%</b>	7.8%	<b>5.2%</b>	58%	<b>62%</b>	71%	<b>85%</b>
Salud	41	63	65%	<b>7.3%</b>	<b>17.4%</b>	1.9%	<b>2.1%</b>	-8.3%	<b>-3.4%</b>	74%	<b>76%</b>	78%	<b>90%</b>
<b>Proxy Bonos</b>	77	100	77%	<b>1.4%</b>	<b>1.4%</b>	-1.0%	<b>-0.8%</b>	5.7%	<b>3.9%</b>	50%	<b>48%</b>	65%	<b>61%</b>
Productos básicos	24	38	63%	<b>0.4%</b>	<b>0.1%</b>	0.3%	<b>-1.0%</b>	6.9%	<b>2.3%</b>	52%	<b>33%</b>	80%	<b>71%</b>
REITs	30	31	97%	<b>7.2%</b>	<b>-10.0%</b>	1.0%	<b>0.6%</b>	8.0%	<b>5.4%</b>	66%	<b>57%</b>	58%	<b>50%</b>
Servicios	23	31	74%	<b>2.3%</b>	<b>14.5%</b>	-7.5%	<b>-1.1%</b>	1.9%	<b>6.9%</b>	32%	<b>52%</b>	53%	<b>65%</b>

Fuente: JPMorgan. Datos al 5 de agosto de 2024

dos, con el 78% exhibiendo una sorpresa positiva en las utilidades por acción – UPA, o EPS por sus siglas en inglés – y el 59% exhibieron una sorpresa positiva en los ingresos. Hasta ahora, el crecimiento interanual de las utilidades se sitúa en 11.5%, el más alto desde el cuarto trimestre de 2021.

Durante el trimestre, el sector financiero logró registrar resultados positivos a pesar de la debilidad del gasto de los consumidores y las altas tasas de interés. Los bancos se centraron en controlar los costos de los depósitos, que habían afectado los márgenes en los últimos trimestres. Esta medida de control de costos ayudó a compensar el débil crecimiento de los préstamos, impulsado principalmente por un mayor deterioro de los préstamos para automóviles y de bienes raíces comerciales. Si bien las tarjetas de crédito siguieron siendo el único motor de crecimiento de los portafolios de préstamos, el gasto en tarjetas de consumo se desaceleró durante el trimestre, con el gasto discrecional reflejando las presiones inflacionarias. Las tasas de las hipotecas residenciales han ido disminuyendo, y la tasa a 30 años cayó al 6.73%, por lo que los volúmenes de originación de hipotecas deberían aumentar en los próximos trimestres. La calidad del crédito se está estabilizando, aunque existe preocupación por el potencial impacto de un continuo deterioro del empleo en la morosidad de las tarjetas de crédito. Los bancos prevén una mejora de los ingresos netos por intereses para lo restante del año, impulsado por las medidas de control de costos, pero limitado por un menor crecimiento de los préstamos y un gasto discrecional más débil.

Dentro del sector de salud, mientras que las acciones de “obesidad” aún no han reportado, Goldman Sachs señaló que todas las grandes compañías farmacéuticas que lo han hecho han superado las estimaciones del mercado. China ha sido un obstáculo común para las empresas del sector, debido a la menor demanda por parte de este país y por la actual campaña anticorrupción del gobierno que ha alterado los volúmenes normales de pedidos desde este mercado. Como punto

positivo, las empresas indicaron que están recuperando el flujo normal de clientes de edad avanzada perdidos por muertes prematuras derivadas del COVID-19, lo que ha mejorado los volúmenes y tasas de utilización de medicamentos genéricos. Las acciones del sector salud han superado al resto del S&P 500, principalmente debido a una rotación de sectores cíclicos a defensivos en un entorno de resultados decepcionantes por parte de las empresas tecnológicas.

En el sector de bienes de consumo básico, el aumento del desempleo es una preocupación debido a la naturaleza del sector; sin embargo, las proyecciones de ganancias de las empresas ya parecen tener en cuenta la debilidad de los consumidores durante el resto del año. Las empresas han experimentado una desaceleración de los precios, mayores promociones de productos y una recuperación de volúmenes de ventas más lenta. En general, los ingresos han sido más débiles, pero las medidas de eficiencia de costos y los precios más bajos de las materias primas han mejorado los márgenes, lo que ha llevado a utilidades superiores para el trimestre. Sin embargo, a medida que aumentan las promociones, las marcas privadas ganan más terreno y los consumidores estadounidenses muestran cada vez más comportamientos de búsqueda de valor, como una preferencia por “combos” y descuentos. Los consumidores extranjeros han demostrado ser más resilientes que los nacionales, lo que podría explicar por qué las empresas multinacionales han presentado un mejor *guidance* que las empresas basadas en Estados Unidos.

Los sectores de Energía y Materiales fueron más heterogéneos, donde subsectores de Energía como Energías Renovables, y Petróleo y Gas registraron un crecimiento de utilidades superior al esperado, que estuvo impulsado por el aumento de los precios del petróleo. Al mismo tiempo, en el sector de materiales algunas empresas del complejo de productos industriales registraron un crecimiento de utilidades inferior al esperado debido a una menor demanda, principal-

mente de China. Es importante señalar que la volatilidad intertrimestral en estos sectores es bastante normal. Hasta ahora el sector del Consumo Discrecional ha mostrado cierto grado de debilidad generalizada, especialmente cuando se trata de productos y servicios. Las empresas de ocio y vestuario experimentaron un crecimiento de ventas más lento; sin embargo, empresas de la industria automotriz como General Motors pudieron registrar mejoras en ventas y utilidades. El elefante en el cuarto, Amazon, superó las expectativas de Wall Street, pero sus acciones cayeron después de que reportó resultados, debido a presiones crecientes sobre sus márgenes.

Los sectores de Tecnología y Comunicaciones se han enfrentado a una cierta dicotomía. Por un lado, Comunicaciones superó las expectativas de Wall Street y registró métricas de crecimiento superiores a las esperadas, lideradas por Netflix, Alphabet y Meta. Netflix experimentó ganancias sólidas en el crecimiento de suscriptores, mientras que los negocios de búsqueda

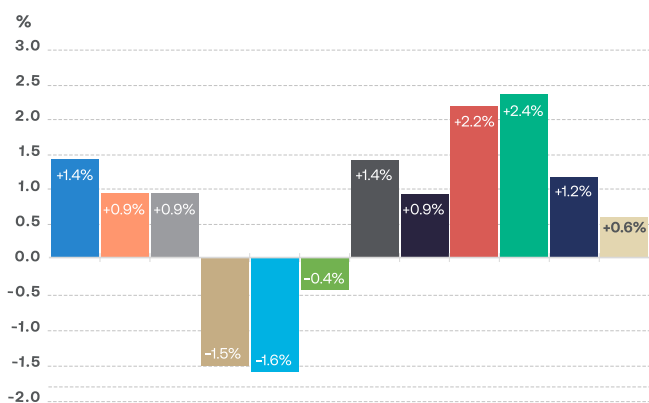
y nube de Alphabet se mantuvieron sólidos. Al mismo tiempo, el mayor uso de inteligencia artificial por parte de Meta generó márgenes más altos. En el sector de la Tecnología, particularmente en la industria del Hardware Tecnológico, las cosas fueron diferentes. Apple continuó experimentando presiones en las ventas, principalmente de China, mientras que Intel informó menores ventas y márgenes con respecto a expectativas que parecían demasiado altas. De hecho, este también fue un tema en muchas de las empresas de semiconductores, donde varias de estas reportaron utilidades que fueron buenos, pero que no estuvieron a la altura de las altas expectativas del mercado. Wall Street puso la barra muy alta, donde lo bueno no era suficientemente bueno. Esto fue evidente en el reporte del líder de la inteligencia artificial, Super Micro. Las acciones subieron un 18% al cierre de mercado, después de que la compañía informara ventas mejores de lo esperado. Sin embargo, las acciones cayeron cerca de 15% después de que la compañía diera estimaciones de utilidades e ingresos para 2025 que no

**Retorno en exceso promedio 1 y 5 días después de reportar resultados por sector - Resultados S&P 500 – Sorpresas positivas + negativas**

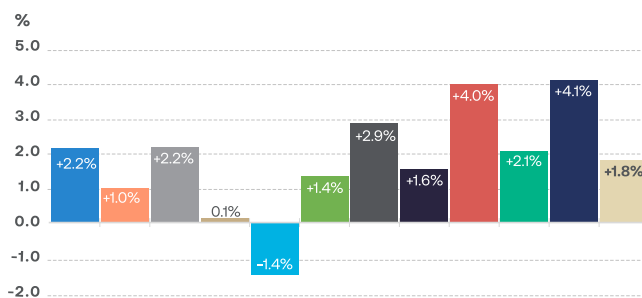
Fuente: JPMorgan al 5 de agosto de 2024

- Energía
- Industriales
- Productos básicos
- Financieros
- Comunicaciones
- REITs
- Materiales
- Discrecional
- Salud
- Tecnología
- Servicios
- Todas las empresas

**1D DESPUÉS DE RESULTADOS**



**5D DESPUÉS DE RESULTADOS**



cumplieron con las altas expectativas de Wall Street. Esto equivale a una variación cercana al 35% en el precio, todo durante el cierre del mercado, antes de que la mayoría de los inversionistas pudieran siquiera negociar las acciones.

La volatilidad en los mercados es claramente alta y es probable que siga siéndolo en el futuro cercano. En la publicación de la semana pasada escribimos que el índice de volatilidad CBOE, más conocido como VIX, que había estado en un rango promedio de entre 12 y 13 puntos durante la mayor parte del año pasado, estaba comenzando a tener una tendencia alcista, alcanzando los 16 puntos el jueves pasado. Bueno, subió a la asombrosa cifra de 66 puntos el lunes, antes de volver a situarse cerca de los 27 puntos el martes. Se trata de un movimiento de más del 500% en el índice de volatilidad en una semana, después de que se había mantenido relativamente estable durante las 52 semanas anteriores. Esta mayor volatilidad se ha reflejado claramente en el mercado accionario durante la semana pasada. El dicho de que en el mercado accionario se sube por la escalera mecánica y se baja por el ascensor se está volviendo cierto.

Entonces, la pregunta lógica ahora es “¿hacia dónde vamos ahora?” En nuestra opinión, lo que vemos en el futuro es más volatilidad. La temporada de resultados aún no ha terminado y el líder del mercado, Nvidia, aún no ha reportado. Los riesgos geopolíticos abundan, desde Medio Oriente hasta Europa, Asia e incluso Venezuela en nuestro patio trasero, ya que la incertidumbre es alta en todo el mundo. En Estados Unidos, la incertidumbre en torno a las elecciones, junto con la incertidumbre que rodea a la política monetaria, mantendrán la volatilidad en los mercados. No obstante, lo más importante es que estamos potencialmente al final de un ciclo económico y de mercado. Esta es

una realidad que los mercados tienden a pasar por alto. Como seres humanos, tendemos a centrarnos en lo que tenemos delante; sin embargo, a veces es bueno alejarse un poco y ver las cosas en perspectiva.

En 2023, el mercado ya se estaba acercando al fin del ciclo lo que, en su momento, se estaba empezando

— “...la mejor manera de navegar esta parte del ciclo es **cambiar la exposición a sectores más defensivos**, como bienes de consumo básico, servicios públicos y atención médica, así como a industrias económicamente menos sensibles como lo es la de defensa. .”

a incorporar en el precio de los activos por parte de los inversionistas. Sin embargo, el inicio de la revolución de la IA ese año nubló el panorama, alargando el final del ciclo. Esto podría explicar por qué tantos directivos de Wall Street quedaron desprevenidos ante el alza de los mercados. Por lo tanto, Wall Street reaccionó de forma exagerada, generando expectativas que fijaron el precio de la industria de la IA como si la mayoría de las ganancias de productividad fueran inmediatas. Creemos que la revolución de la IA cambiará las reglas del juego, con el mismo impacto que tuvo el Internet, o posiblemente más. Abundarán las empresas exitosas; sin embargo, esto llevará tiempo. Quizás no 10 o incluso 5 años, pero no será inmediato. Ahora, a medida que se disipa la niebla de la revolución de la

IA, el mercado está empezando a darse cuenta de que todavía estamos al final del ciclo, el cual fue prolongado por la euforia de la IA. Al igual que las mareas en el océano pueden cambiar más rápido o más lentamente que otras, el ciclo económico a veces puede acortarse o extenderse. No obstante, no se puede impedir que cambien naturalmente ni la marea ni el ciclo económico. En este contexto, creemos que la mejor manera de navegar esta parte del ciclo es cambiar la exposición a sectores más defensivos, como bienes de consumo básico, servicios públicos y atención médica, así como a industrias económicamente menos sensibles como lo es la de defensa. Con el tiempo, la tormenta pasará, brillará el sol, la volatilidad disminuirá y el ciclo resurgirá de nuevo, liderado por industrias cíclicas y de pequeña capitalización. Por ahora, solo tenemos que navegar la tormenta. ■

# Análisis por clases de Activos

Asignación Global de Activos	TÁCTICO (HASTA 3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)
	Renta Variable	SUBPONDERAR
Renta Fija	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Efectivo	SOBREPONDERAR	SUBPONDERAR
<b>Segmentación Regional</b>		
Renta Variable EE.UU. <sup>1</sup>	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Renta Variable Europea	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Renta Variable Japonesa	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Renta Variable Mercados Emergentes	SUBPONDERAR	NEUTRAL
Renta Variable China	NEUTRAL	NEUTRAL
Bonos del Tesoro EE.UU. <sup>2</sup>	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Grado de Inversión	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Renta Fija High Yield	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Renta Fija Soberana Emergente	NEUTRAL	NEUTRAL
Dólar americano	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Energía <sup>3</sup>	SUBPONDERAR	SUBPONDERAR
Metales Preciosos	NEUTRAL	SOBREPONDERAR

<sup>1</sup> Relativo a acciones globales en USD

<sup>2</sup> Relativo a mercados globales de renta fija en USD

<sup>3</sup> Relativo al sector de materias primas

## Important Legal disclaimer

Insigneo Financial Group, LLC comprises a number of operating businesses engaged in the offering of brokerage and advisory products and services in various jurisdictions, principally in Latin America. Brokerage products and services are offered through Insigneo International Financial Services, LLC, headquartered in Puerto Rico, and through Insigneo Securities, LLC, headquartered in Miami. Both are members of the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) and Securities Investors Protection Corporation (SIPC) <https://www.sipc.org/>. Investment advisory products and services are offered through Insigneo Advisory Services, LLC, an investment adviser registered with the Securities and Exchange Commission. In Uruguay, advisory services are offered through Insigneo Asesor Internacional S.A, Insigneo Gestor Internacional S.A, Insigneo Asesores de Inversion Latam, SRL, and Insigneo Asesores de Inversion de Uruguay, SRL, in Argentina through Insigneo Argentina, SAU, and in Chile through Insigneo Asesorías Financieras, SPA. Collectively, these nine operating businesses make up the Insigneo Financial Group. To learn more about the Broker Dealers including their conflicts of interest and compensation practices, please go to <https://insigneo.com/disclosures/> or via [www.finra.org](http://www.finra.org). To learn about Insigneo Advisory Services, LLC and any conflicts related to its advisory services, please see its Form ADV and brochure which can be found at Investment Advisor Public Disclosure website <https://adviserinfo.sec.gov/>

### FOR AFFILIATES LOCATED IN CHILE

Insigneo Asesorías Financieras SPA se encuentra inscrito en Chile, en el Registro de Prestadores de Servicios Financieros de la Comisión para el Mercado Financiero. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de emisión de este. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera.

Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Asesorías Financieras SPA ni ninguna de sus empresas relacionadas.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta o solicitud de compra o venta de ningún valor en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en cuentas de corretaje y de asesoramiento de inversiones están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida de capital.

La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Securities LLC ni Insigneo Asesorías Financieras SPA la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

### FOR AFFILIATES LOCATED IN URUGUAY

En Uruguay, los valores están siendo ofrecidos en forma privada de acuerdo al artículo 2 de la ley 18.627 y sus modificaciones. Los valores no han sido ni serán registrados ante el Banco Central del Uruguay para oferta pública.

### FOR AFFILIATES LOCATED IN ARGENTINA

Insigneo Argentina S.A.U. Agente Asesor Global de Inversión se encuentra registrado bajo el N° 1053 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) e inscripto ante la Inspección General de Justicia (IGJ) bajo el N° 12.278 del Libro 90, Tomo -, de Sociedades por Acciones. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de su emisión. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Argentina S.A.U. ni ninguna de sus empresas relacionadas. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Argentina S.A.U. la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta, recomendación o solicitud de compra o venta de ningún valor negociable en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en valores negociables están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida parcial o total del capital invertido. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.