DPM Finanzas
Asesoramiento Independiente

UN SEMESTRE HISTÓRICO

Solo han habido 3 años en la historia que tuviéramos caídas de bonos gubernamentales, corporativos y renta variable simultáneamente.

Julio 2022

ANÁLISIS 1S 2022:

Este primer semestre ha supuesto la mayor caída de riqueza mundial de las tres últimas tres décadas (equivalente a 1.5Tn o 2/3 de PIB de EEUU)

Pero nos abre un abanico de OPORTUNIDADES para construir cartera pensando en el medio/largo plazo.

DPM Finanzas
Asesoramiento Independiente

ACTIVOS Y RENTABILIDADES

Autores

Carlos Farrás
CIO DPM Finanzas
Conrado La Roche
Responsable de análisis
DPM Finanzas

Resumen 1S 2022

- → **Es el peor primer semestre para las acciones de países desarrollados de los últimos 50 años.**
- → **Este semestre se convierte en el peor desde 1970 y el quinto peor primer semestre de la historia desde 1928 para el S&P 500.**
- → **En el caso europeo, este semestre ha sido el peor desde el 2008 para el Stoxx 600 y se convierte en el segundo peor primer trimestre desde 1987.**
- → **La renta fija ha caído más este ejercicio que en los últimos 40 años, afectando especialmente al inversor conservador. El índice de referencia ha bajado -13.9% YTD.**

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	YTD
Small cap 26.6%	Global Agg 5.6%	Global REITS 23.0%	Small cap 32.9%	Global REITS 22.9%	Growth 3.5%	Small cap 13.3%	MSCI EM 37.8%	Global Agg -1.2%	Growth 34.1%	Growth 34.2%	Global REITs 32.6%	Cmdty 18.4%
Global REITS 22.8%	Global REITS 2.3%	MSCI EM 18.6%	Value 27.5%	Growth 6.5%	Global REITS 0.6%	Value 13.2%	Growth 28.5%	Global REITS -4.9%	DM Equities 28.4%	MSCI EM 18.7%	Cmdty 27.1%	Value -11.8%
MSCI EM 19.2%	Value -4.9%	Small cap 18.1%	DM Equities 27.4%	DM Equities 5.5%	Small cap 0.1%	Cmdty 11.8%	Small cap 23.2%	Growth -6.4%	Small cap 26.8%	DM Equities 16.5%	Value 22.8%	Global Agg -13.9%
Cmdty 16.8%	DM Equities -5.0%	Growth 16.6%	Growth 27.2%	Value 4.4%	DM Equities -0.3%	MSCI EM 11.6%	DM Equities 23.1%	DM Equities -8.2%	Global REITs 24.4%	Small cap 16.5%	DM Equities 22.3%	MSCI EM -17.5%
Growth 14.9%	Growth -5.1%	DM Equities 16.5%	Global REITS 2.3%	Small cap 2.3%	Global Agg -3.2%	DM Equities 8.2%	Value 18.0%	Value -10.1%	Value 22.7%	Global Agg 9.2%	Growth 21.4%	Global REITs -20.0%
DM Equities 12.3%	Small cap -8.7%	Value 16.4%	MSCI EM -2.3%	Global Agg 0.6%	Value -4.1%	Global REITS 6.5%	Global REITS 8.0%	Cmdty -11.2%	MSCI EM 18.9%	Value -0.4%	Small cap 16.2%	DM Equities -20.3%
Value 9.8%	Cmdty -13.3%	Global Agg 4.3%	Global Agg -2.6%	MSCI EM -1.8%	MSCI EM -14.6%	Growth 3.2%	Global Agg 7.4%	Small cap -13.5%	Cmdty 7.7%	Cmdty -3.1%	MSCI EM -2.2%	Small cap -22.4%
Global Agg 5.5%	MSCI EM -18.2%	Cmdty -1.1%	Cmdty -9.5%	Cmdty -17.0%	Cmdty -24.7%	Global Agg 2.1%	Cmdty 1.7%	MSCI EM -14.2%	Global Agg 6.8%	Global REITs -10.4%	Global Agg -4.7%	Growth -28.7%

INFLACIÓN DESCONTROLADA

Con una inflación sin control, provocada por el lado de la oferta (materias primas e interrupciones en la cadena de producción) y por el de la demanda (fuerte gasto del consumidor tras la pandemia y el paro en mínimos históricos) ... ha obligado a los bancos centrales a tomar medidas restrictivas (subida de tipos y supresión de los QE) para hacerse con este caballo desbocado a pesar de existir el riesgo de que ello nos lleve a una recesión. De hecho, su tono se ha ido endureciendo para tratar de que el enfriamiento se produzca también de forma natural por parte del consumidor y las industrias.

Aunque algunos países de Europa y ciertos estados de EEUU ofrecen subsidios para paliar el incremento de costes de la energía (rebajas en la factura, reducción de impuestos especiales, etc.), el consumidor deberá seguir sufriendo el grueso del repunte de la inflación.

Central Bank	Inflación objetivo	Fecha	CPI	CPI anterior	Tipos de interés
US Federal Reserve System	2.00%	10-Jun-2022	8.58%	8.26%	1.75%
European Central Bank	2.00%	17-Jun-2022	8.10%	7.40%	0.00%
Bank of Canada	2.00%	22-Jun-2022	7.73%	6.77%	1.50%
Bank of France (ECB)	2.00%	30-Jun-2022	5.80%	5.20%	0.00%
German Bundesbak (ECB)	2.00%	29-Jun-2022	7.60%	7.90%	0.00%
Bank of Italy (ECB)	2.00%	16-Jun-2022	6.82%	5.96%	0.00%
Bank of Japan	2.00%	24-Jun-2022	2.50%	2.50%	-0.10%
Bank of England	2.00%	22-Jun-2022	9.10%	9.00%	1.25%

BANCOS CENTRALES MÁS RESTRICTIVOS

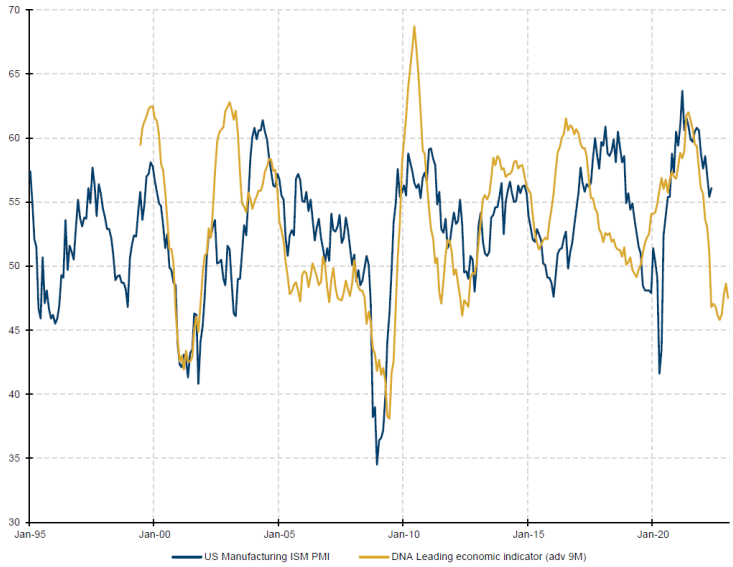
Que los bancos centrales consigan controlar una inflación en máximos de 40 o 50 años subiendo los tipos y reduciendo los balances sin arrastrar las economías hacia una recesión cada vez parece más difícil. No obstante, los mercados ya están descontando en cierta medida una inflación prolongada, el endurecimiento de los bancos centrales y una desaceleración del crecimiento.

Lo que si parece claro es que se ha acabado la barra libre de liquidez de los últimos años, y no por un recalentamiento de la economía sino por una inflación desbocada. De momento, los presidentes de los **bancos centrales nos dicen que su principal prioridad es controlar la inflación**. A nuestro juicio, si la inflación subyacente se sitúa en el 4% o por debajo, los responsables de política monetaria tendrán más flexibilidad para ralentizar el ritmo del endurecimiento y asegurar que una desaceleración del mercado de trabajo no conlleve un repunte del desempleo. Si la inflación subyacente cae incluso más (hasta el 3%), sería un motivo para que los bancos centrales decidieran interrumpir la subida de tipos. No obstante, si el próximo año la inflación subyacente sigue por encima del 4%, se verán obligados a nuevas subidas de tipos, independientemente de la situación del desempleo.

De momento, prevemos que la Reserva Federal (Fed) eleve los tipos en 200 puntos básicos —tres subidas de 50 pb y dos de 25 pb— durante 2022, lo que situaría la horquilla de tipos en el 2,75%-3%. Los mercados deberían sentirse cómodos con esa trayectoria y otorgan a la Fed el beneficio de la duda en su capacidad para lograr un aterrizaje suave. En la parte Zona Euro esperamos tipos entorno al 1,30% el próximo año.

LAS ECONOMÍAS SE DESACELERÁN

El repunte de los tipos hipotecarios estadounidenses del 3% al cierre de 2021 al 5,5% actual ha producido una desaceleración en el mercado de la vivienda. El encarecimiento de la gasolina y los alimentos, así como el cambio de habito de los consumidores, que ahora se inclina más hacia los servicios que hacia los bienes, cogieron por sorpresa a algunas empresas "retailers". Además, se espera que los cuellos de botella en las cadenas de suministro se mantengan durante buena parte de 2023. Las presiones inflacionistas de las materias primas y los salarios tampoco se están reduciendo, lo que significa que las empresas no tendrán otra opción que trasladar un porcentaje sustancial de los incrementos de costes a los consumidores.



→ El índice de actividad empresarial en EEUU (ISM) adelantado 6 meses (línea amarilla) prevé lecturas de 45 para finales de año. Estos niveles implican beneficios por acción (BPA) del -10% aproximadamente en los próximos doce meses.

Pero esto no quiere decir que todo el panorama económico resulte desalentador. La economía estadounidense está alcanzado el pleno empleo, registrándose el mayor incremento salarial de las últimas décadas debido a la escasez de mano de obra. También sigue habiendo una considerable demanda estructural de vivienda y escasez de oferta inmobiliaria. Asimismo, la demanda de automóviles superaba a las unidades producidas. Aunque la demanda de bienes de consumo no duraderos se había desacelerado, la demanda de servicios, viajes y ocio es todavía muy fuerte.

También se prevé un incremento del gasto de cara al verano y ciertas partes de Europa y China ya han reabierto plenamente sus economías.

De cara a finales de año, estamos observando revisiones a la baja de la economía por lo que prevemos que el PIB real en EEUU se aproxime al +1.5% y el gasto del consumidor al +4%. Esto podría parecer un aterrizaje suave a corto plazo, pero también supone un mayor incremento del riesgo de recesión si la desaceleración persiste.

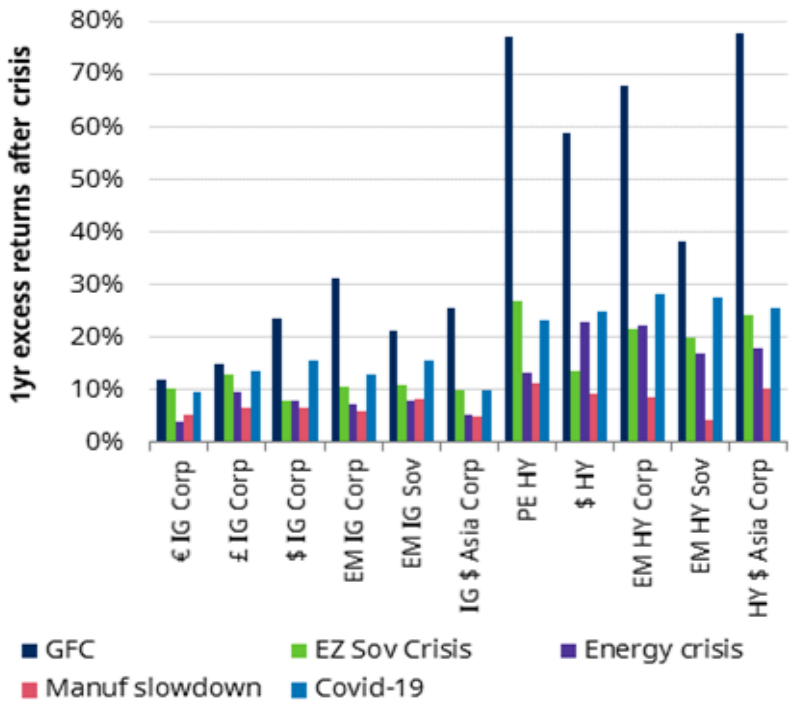
RENTA FIJA

La inflación al alza, unos bancos centrales más restrictivos y un mayor riesgo de recesión han llevado a una fuerte venta masiva en los mercados de renta fija sin dejar lugares para refugiarse

La renta fija ha caído más este ejercicio que en los últimos 40 años, el índice de referencia ha bajado -13.9% YTD.

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	YTD
Euro Gov. 13.1%	Euro Gov. 1.6%	US HY 17.5%	EM Debt 9.3%	Euro Gov. 1.0%	EM Debt 14.4%	Global IL 12.7%	US HY 5.3%	US Treas. -9.1%
EM Debt 5.5%	EM Debt 1.2%	EM Debt 10.2%	Global IG 9.1%	US Treas. 0.9%	US HY 14.4%	Global IG 10.4%	Euro HY 3.4%	Euro Gov. -12.3%
Euro HY 5.5%	US Treas. 0.8%	Euro HY 10.1%	Global IL 8.7%	US HY -2.3%	Global IG 11.5%	US Treas. 8.0%	Global IL 2.7%	US HY -14.0%
US Treas. 5.1%	Euro HY 0.5%	Global IG 4.3%	US HY 7.5%	Global IG -3.6%	Euro HY 10.7%	US HY 6.1%	EM Debt -1.5%	Global IG -15.5%
Global IL 3.4%	Global IG -3.6%	Global IL 3.9%	Euro HY 6.1%	Euro HY -3.6%	Global IL 8.0%	EM Debt 5.9%	US Treas. -2.3%	Euro HY -15.5%
Global IG 3.1%	US HY -4.6%	Euro Gov. 3.2%	US Treas. 2.3%	Global IL -4.1%	US Treas. 6.9%	Euro Gov. 5.0%	Global IG -2.9%	Global IL -17.8%
US HY 2.5%	Global IL -5.0%	US Treas. 1.0%	Euro Gov. 0.2%	EM Debt -4.6%	Euro Gov. 6.8%	Euro HY 2.7%	Euro Gov. -3.5%	EM Debt -18.8%

Sin embargo, las fuertes caídas en el pasado han brindado a los inversores la oportunidad de generar rendimientos de mercado significativos en los meses siguientes (ver más abajo). Empezamos a ver rentabilidades que no veíamos desde hace mucho tiempo tanto en los bonos corporativos (por encima del 4/5%) y del High Yield (por encima del 8%).



Las rentabilidades de los bonos se encuentran en los niveles más atractivos desde hace varios años y el "carry" que ofrecen deberían proporcionar un amortiguador si los tipos siguen subiendo o los diferenciales crediticios se amplían aún más.

Los diferenciales se han ampliado, alcanzando niveles extremos y ofreciendo un atractivo punto de entrada.

A medida que el crecimiento se ralentiza y los márgenes de beneficios de las empresas se reducen aún más, debido a los mayores costes, el riesgo de que las empresas menos sólidas financieramente no paguen sus bonos aumenta.

Este riesgo está casi totalmente descontado en las valoraciones de los bonos de alto rendimiento (HY) en Europa. Creemos que los diferenciales actuales están exagerando el riesgo de impago y, por lo tanto, el mercado está ofreciendo una posible oportunidad de entrada.

CONCLUSIONES RENTA FIJA

Nuestro posicionamiento en renta fija de baja duración si bien no nos ha quitado de sufrir correcciones en los fondos, estas han sido menores al resto del mercado. En cuanto a las mismas no nos preocupa por tratarse de correcciones en el precio pero no por impago de los bonos, lo normal es que estos bonos se amorticen a su vencimiento y se renueven a tipos más altos.

Sin embargo empezamos a ver cierto "momemtum" para ampliar el plazo de los bonos si las rentabilidades siguen subiendo o para incrementar algo de riesgo en HY europeo.

En la parte de deuda emergente en divisa fuerte, que a principios de año ofrecía la rentabilidad/riesgo más atractiva de toda la RF se ha visto perjudicada por la incertidumbre geopolítica de Rusia y el comercio mundial. El precio de sus bonos han caído ofreciéndonos retornos superiores al 9%, lo cual nos hace seguir sintiéndonos cómodos en términos rentabilidad/riesgo ya que si no tenemos impagos en sus carteras podremos tener un atractiva rentabilidad anualizada.

De hecho, vemos también un importante potencial en la renta fija asiática tras sus fuertes correcciones del último año. La razón principal de estas correcciones se explica por la desaceleración del mercado inmobiliario en China, lo que ha contagiado al resto del mercado de renta fija asiática.
Las caídas son similares a otros momentos de crisis como la crisis financiera de los países asiáticos del 97 o la crisis financiera del 2008.
Tras las caídas que lleva el activo pensamos que gran parte del pesimismo está ya recogido en los precios.

RENTA VARIABLE USA

Esta situación ha provocado que hayamos experimentado el peor primer semestre para las acciones de países desarrollados de los últimos 50 años. El índice de la bolsa mundial (MSCI All Country World Index) dejándose un -17%, con pérdidas en todas las regiones y en la mayoría de las industrias.

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	YTD
MSCI Asia ex-Japan 19.9%	US S&P 500 2.1%	MSCI Asia ex-Japan 22.7%	Japan TOPIX 54.4%	US S&P 500 13.7%	Japan TOPIX 12.1%	UK FTSE All-Share 16.8%	MSCI Asia ex-Japan 42.1%	US S&P 500 -4.4%	US S&P 500 31.5%	MSCI Asia ex-Japan 25.4%	US S&P 500 28.7%	UK FTSE All-Share -4.6%
MSCI EM 19.2%	UK FTSE All-Share -3.5%	Japan TOPIX 20.9%	US S&P 500 32.4%	Japan TOPIX 10.3%	MSCI Europe ex-UK 9.1%	US S&P 500 12.0%	MSCI EM 37.8%	UK FTSE All-Share -9.5%	MSCI Europe ex-UK 27.5%	MSCI EM 18.7%	MSCI Europe ex-UK 24.4%	Japan TOPIX -4.8%
US S&P 500 15.1%	MSCI Europe ex-UK -12.1%	MSCI Europe ex-UK 20.0%	MSCI Europe ex-UK 24.2%	MSCI Europe ex-UK 7.4%	US S&P 500 1.4%	MSCI EM 11.6%	Japan TOPIX 22.2%	MSCI Europe ex-UK -10.6%	UK FTSE All-Share 19.2%	US S&P 500 18.4%	UK FTSE All-Share 18.3%	MSCI Asia ex-Japan -16.1%
UK FTSE All-Share 14.5%	Japan TOPIX -17.0%	MSCI EM 18.6%	UK FTSE All-Share 20.8%	MSCI Asia ex-Japan 5.1%	UK FTSE All-Share 1.0%	MSCI Asia ex-Japan 5.8%	US S&P 500 21.8%	MSCI Asia ex-Japan -14.1%	MSCI EM 18.9%	Japan TOPIX 7.4%	Japan TOPIX 12.7%	MSCI Europe ex-UK -17.3%
MSCI Europe ex-UK 5.1%	MSCI Asia ex-Japan -17.1%	US S&P 500 16.0%	MSCI Asia ex-Japan 3.3%	UK FTSE All-Share 1.2%	MSCI Asia ex-Japan -8.9%	MSCI Europe ex-UK 3.2%	MSCI Europe ex-UK 14.5%	MSCI EM -14.2%	MSCI Asia ex-Japan 18.5%	MSCI Europe ex-UK 2.1%	MSCI EM -2.2%	MSCI EM -17.5%
Japan TOPIX 1.0%	MSCI EM -18.2%	UK FTSE All-Share 12.3%	MSCI EM -2.3%	MSCI EM -1.8%	MSCI EM -14.6%	Japan TOPIX 0.3%	UK FTSE All-Share 13.1%	Japan TOPIX -16.0%	Japan TOPIX 18.1%	UK FTSE All-Share -9.8%	MSCI Asia ex-Japan -4.5%	US S&P 500 -20.0%

Como sabes nuestra exposición a bolsa americana era casi nula, ya que los múltiplos del S&P 500 estaban en máximos con unas estimaciones de precio sobre beneficios de 24x el pasado año, un nivel no observado desde finales de la década de 1990. Y las valoraciones de las empresas tecnológicas de rápido crecimiento estaban cotizando a niveles "de burbuja".

Tras los fuertes retrocesos de la bolsa americana, sus valoraciones se reducen haciéndolas más atractivas, sin embargo, si bien ya cotiza a 17x (que no es una valoración baja) nos preocupa que veamos una revisión a la baja de los beneficios que haría que esos múltiplos volvieran a ser caros.

El Nasdaq, por ejemplo, ha perdido casi seis billones de dólares de capitalización bursátil desde sus máximos, un descenso del -24% (que contrasta con el descenso del -65% del periodo 1999-2000). Una tercera parte de las acciones que cotizan actualmente en el Nasdaq han retrocedido un -75% o más desde sus máximos. El grupo de empresas «todavía no rentables» ya ha generado una rentabilidad relativa inferior del -51% desde finales de 2020, tras un avance relativo del +81% en los dos años anteriores.

Para ser más positivos en tecnología, necesitamos tanto unas valoraciones más bajas como más tiempo para que el mercado ajuste las expectativas. En nuestro análisis cuantitativo, la brecha existente entre las valoraciones de las acciones de crecimiento y de valor siguen cerca de máximos.

RENTA VARIABLE EX USA

Las valoraciones parecen más razonables en el plano internacional, pero debemos estar atentos a las caídas de las expectativas de beneficios y a los casos que persisten de valoraciones elevadas en los mercados globales.

Toda crisis conlleva oportunidades. La buena noticia es que las valoraciones actualmente están muy por debajo de su promedio desde 1990 en todas las regiones importantes excepto en EEUU. Por lo que respecta a nuestra construcción de la cartera, seguimos creyendo en la inversión en empresas de calidad, centrándonos en la rentabilidad financiera (ROE) y balances sólidos que coticen a valoraciones atractivas, aunque también detectamos algunas oportunidades en áreas que se beneficien por un crecimiento natural a futuro.

Las acciones chinas, por ejemplo, no cuentan con el favor de los inversores, afrontan un entorno económico muy difícil y una política gubernamental agresiva (covid "cero"). Sin embargo, el mercado de valores chino ha caído un -50% desde sus niveles máximos del pasado año y ahora cotiza a una valoración atractiva. Las perspectivas a corto plazo resultan particularmente difíciles, dado que el gobierno se enfrente a brotes de COVID-19 que están agravando el deterioro de la economía. Sin embargo, estas valoraciones nos empiezan a parecer interesantes para los inversores a largo plazo.

En nuestras previsiones a principios de año, pensamos que el 2022 sería finalmente el año en el que los mercados de renta variable europeos proporcionarían fuertes rentabilidades relativas tras muchos años situándose a la zaga, con un crecimiento de su PIB por encima del 4,5%.

Sin embargo, el estallido de la guerra en Ucrania ha echado al traste estas esperanzas, dado que los precios de la energía se han disparado (con una subida de precios comparable con la observada en la década de 1970) y amenazan con empujar la economía de la región a la recesión.

Sin embargo pensamos que las compañías europeas pueden ofrecer en el corto plazo un cierto crecimiento de sus beneficios por varios motivos:

i. Los consumidores europeos parecen preparados para capear la tormenta, gracias a los ahorros adicionales acumulados durante los confinamientos de la COVID-19 y por un paro en mínimos históricos.
ii. En segundo lugar, a medida que vaya desapareciendo la pandemia, este año las economías europeas se beneficiarán de las ventajas de la reapertura.

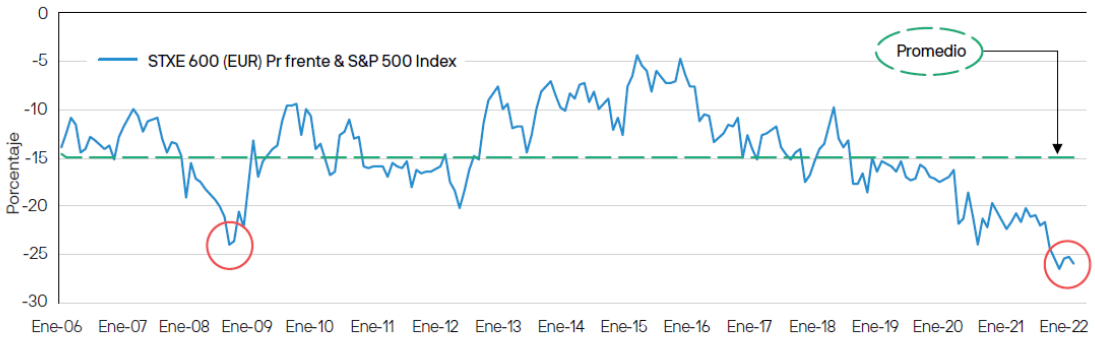
iii. Están empezando a invertirse los fondos next generation aprobados durante la pandemia.

iv. Por último, las empresas representadas en los índices del mercado de valores europeo están diversificadas por todo el mundo y solo obtienen aproximadamente el 40% de sus ingresos del propio territorio europeo.

Si bien Europa con una guerra en nuestras fronteras, con una inflación disparada y una normalización de los tipos de interés, no es el escenario más fácil …. Si que lo es para ir construyendo cartera a medio/largo plazo con algunas compañías cotizando a niveles de pandemia cuando tenía un panorama totalmente incierto…

Las valoraciones resultan atractivas en Europa en comparación con EE. UU.

Gráfico 1: Descuento PER a 12 meses de Europa respecto de EE. UU.



Fuente: Bloomberg. Serie de la izquierda ajustada a base 100 desde el 31 de diciembre de 1999 hasta el 4 de abril de 2022. El índice se expresa en EUR e incluye los dividendos reinvertidos. Los índices no incluyen las comisiones o los gastos operativos y no están disponibles para la inversión.

LA DESGLOBALIZACIÓN

Ahora que se habla tanto de Megatendencias, pensamos que la pandemia y la guerra ha traído una nueva, la DESGLOBALIZACIÓN que contribuirá a un crecimiento más lento con una mayor inflación.

Si bien la inflación, el aumento de los tipos de interés y la desaceleración del crecimiento son los temas económicos clave que afectan a las carteras en la actualidad, existe otro tema que desempeña un papel crucial en estas áreas: la creciente desglobalización y sus variantes: slowbalisation (ralentización de la globalización) y glocalisation (localización de la globalización).

El comercio internacional como parte del PIB lleva disminuyendo desde la crisis financiera mundial de 2007-2009, y la guerra comercial entre China y Estados Unidos y el Brexit han acelerado la tendencia. Recientemente, la perturbación de la cadena de suministro causada por la COVID-19 ha empeorado la situación, particularmente en China, donde las estrictas medidas de confinamiento han frenado no solo la propagación del coronavirus, sino también el crecimiento económico.

Como sabemos por las experiencias de los últimos dos años, la COVID-19 no solo ha perjudicado al PIB sino que también ha provocado cortes de producción que han alentado la inflación. La guerra en Ucrania también ha intensificado esta problemática, y muchas empresas se cuestionan ahora la producción e importación en el extranjero, optando por la "localización" en lugar de por la deslocalización.

Todos estos factores podrían conducir a una polarización más fuerte de los sistemas económicos, con Estados Unidos y las naciones aliadas, por un lado, y con China y Rusia por el otro. Esta fragmentación de la "aldea global" es importante por muchas razones, entre otras porque conduce a una reducción del comercio como parte del PIB, un crecimiento más lento y una mayor inflación. Sin embargo, **no creemos que la globalización esté muerta; más bien es probable que adopte nuevas formas**. Por ejemplo, los desafíos planteados por el cambio climático son de naturaleza global y exigen una colaboración urgente en lugar de actuaciones individuales.

Es por ello por lo que probablemente podamos ver a futuro un mayor crecimiento de las small&mid caps que irán cogiendo cuota de mercado frente las empresas más globales favorecidas los últimos años.

CONCLUSION RENTA VARIABLE

Nuestro mayor peso en acciones con fundamentales sólidos y valoraciones atractivas ha tenido un comportamiento relativo mejor hasta la fecha y pensamos que se mantendrá en el futuro por lo que seguimos cómodos con nuestras inversiones actuales y buscaríamos incrementar el peso en Asia o aprovechar a seguir construyendo cartera con la liquidez que se vaya generando.

AVISO LEGAL

El presente documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de compra o venta de instrumentos financieros.

La información aquí contenida se ha preparado para su difusión general. El inversor debe ser consciente este documento no tiene en cuenta sus objetivos específicos de inversión, su situación financiera o sus conocimientos y experiencia concretos. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los clientes por lo que cualquier inversión deberá ajustarse al perfil de riesgo de cada cliente resultante del correspondiente test MiFID.

Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal o legal o de otro tipo.

La información contenida en este documento se ha obtenido de buena fe de fuentes que consideramos fiables, empleando la máxima diligencia en su realización. No obstante, no se garantiza la absoluta integridad, exactitud y veracidad de la información que contiene el presente documento, la cual se manifiesta ha sido basada en servicios operativos y estadísticos u obtenida de otras fuentes de terceros.

Todas las opiniones y estimaciones recogidas en este documento son realizadas a la fecha de la emisión del mismo, y pueden estar sujetas a cambios sin previo aviso. No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento. Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin nuestro permiso previo por escrito. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y puede contener información confidencial sometida a secreto profesional o cuya divulgación este prohibida en virtud de la legislación vigente, por lo que se informa a quien lo recibiera sin ser su destinatario la responsabilidad en la que podría incurrir si lo utilizara o divulgase para cualquier fin. Si ha recibido este documento por error, le rogamos que nos lo comunique y proceda a su eliminación.

La rentabilidad registrada en el pasado no es ninguna garantía de rentabilidades futuras, si así existiera se detallaría expresamente esta circunstancia. La información aquí contenida no pretende predecir resultados, los cuales pueden diferir sustancialmente de los reflejados.

Los productos aquí mencionados en este documento pueden ser no aptos para su venta en algunos Estados o Países, ni idóneos para todo tipo de inversores.

Este informe ha sido emitido y autorizado por DPM Finanzas EAFI, S.L., que es una empresa de servicios de inversión regulado por la CNMV e inscrita en el registro de la CNMV con el nº 132. Domicilio social: Zurbarán, 8 4º 28010 Madrid. Inscrita en el R.M. Madrid, T. 31.484, F. 120, Sección 8, Hoja M-566734, I. 1. NIF B-86842549