

MERCADOS

2º TRIMESTRE 2022





Macroeconomía

Cuando dentro de un tiempo volvamos la vista atrás, recordaremos 2022 como uno de los años más complejos de las últimas décadas. Apenas el mundo comenzaba a sacar la cabeza tras una de las pandemias más mortales de la historia reciente, cuando el 24 de febrero Rusia invadía Ucrania, iniciando así una cruel guerra cuyo fin nadie se atreve aún a predecir. Una guerra, además, con fuertes implicaciones económicas, especialmente en Europa, al agravarse los problemas originados por el Covid en los procesos productivos y logísticos y presionar al alza el precio de la energía y las materias primas.

Derivado de todo ello, junto a Ucrania, la otra palabra que será recordada este año 2022 será, sin duda, *Inflación*. La inflación nos ha perseguido a lo largo de todo el primer semestre – ya venía haciéndolo en 2021, aunque algunos aventuraban una relación mucho menos duradera –, sin intención de despegarse en el corto y medio plazo. Aunque es probable que veamos una cierta relajación de los precios a medida que avance el año, va a costar tiempo y sacrificio volver a situar la inflación allí donde los bancos centrales la deseaban antes de que todo esto se complicara: en torno al 2%.

Desde hace meses, la Reserva Federal de Estados Unidos está totalmente comprometida con frenar la inflación. Una inflación que se encuentra en el nivel más alto de las últimas cuatro décadas. A cierre de este informe ya conocíamos el dato de IPC del mes junio: un 9,1%, en datos interanuales, lo que supone superar con creces la previsión realizada por los analistas, del 8,8%. El año 2022 se iniciaba en el 7,5%. ¡Y ojo!... porque si nos vamos 12 meses atrás, en enero de 2021, el dato se situaba en el 1,4%.

En Europa, la situación económica dista mucho de la americana, donde, entre otras cosas, sí existe una presión salarial. Pero la guerra en Ucrania también ha exacerbado el incremento de los precios a este lado del Atlántico, con el hándicap de la dependencia energética de Rusia. La inflación de la zona euro cerró el mes de junio en el 8,6%, en términos interanuales, cinco puntos por

encima del mes de mayo, lo que supone el mayor encarecimiento de los precios de la región de toda la serie histórica. Un año antes, en junio de 2021, el IPC armonizado de la zona euro se situaba en el 1,9%.

Para luchar contra estas presiones inflacionistas, la respuesta de los bancos centrales ha sido poner fin a sus políticas monetarias expansivas (tipos bajos, compras de activos...) y comenzar una nueva era de políticas restrictivas, donde, además de subidas de tipos de interés, se aplican otras estrategias, como reducción de compras o, en el caso de la FED, reducción del balance.

Estados Unidos se mantiene fuerte en empleo

Según el propio presidente de la FED, Jerome Powell, Estados Unidos tiene capacidad para resistir las próximas subidas de tipos de interés. No en vano, su mercado laboral sigue siendo extremadamente fuerte: la tasa de paro lleva anclada en el 3,6% desde el mes de marzo, muy cerca del pleno empleo, mientras, mes a mes, se crean cientos de miles de nuevos puestos de trabajo y las empresas continúan con problemas para cubrir millones de vacantes.

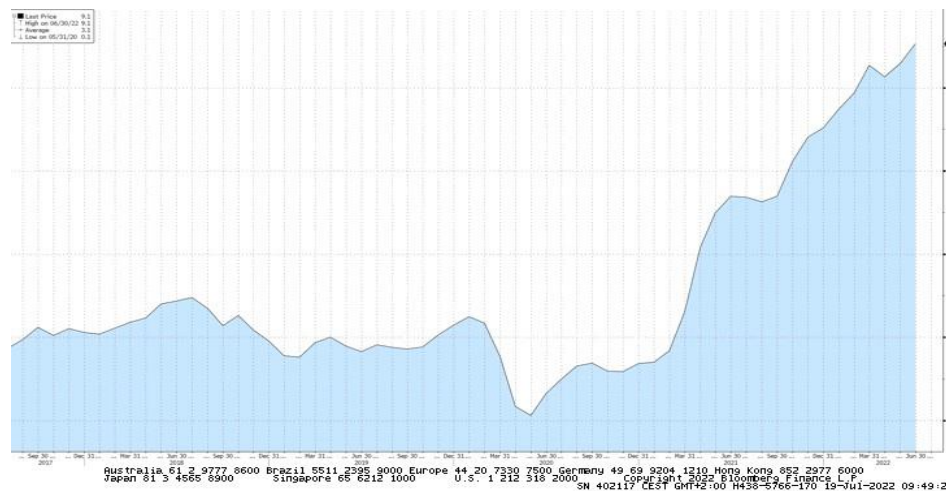
*Los bancos centrales están comprometidos
con frenar la inflación,
que se sitúa en los niveles más altos de las últimas
cuatro décadas*

Durante el primer semestre de 2022, la Reserva Federal ha movido ficha ya en tres ocasiones, dentro de un proceso claramente *in crescendo*. La primera, en el mes de marzo, con un movimiento de 25 puntos básicos. La segunda, en mayo, sumando otros 50 puntos básicos. Y la tercera, el pasado mes de junio, esta vez de manera más agresiva, al subir 75 puntos básicos el tipo de referencia; el mayor incremento desde 1994.



Aunque es posible que la inflación americana ya esté muy cerca de su pico, todavía se sitúa lejos del objetivo del 2% de la FED, y por el momento se mantienen las expectativas de subidas de tipos hasta el rango del +3,25-3,50% a finales de año, frente el +1,50-1,75% actual.

Inflación Estados Unidos



¿Desaceleración o recesión inducida?

Pero si bien Powell confía en la resiliencia de Estados Unidos, también ha reconocido que la inflación ha sorprendido a las autoridades monetarias, advirtiendo sobre la posibilidad de que, ante este escenario de mayores tipos de interés, la economía americana pueda derivar en una recesión. De hecho, la mayor dificultad para la FED será gestionar con éxito la desaceleración del crecimiento económico a la vez que consiga mantener a raya la inflación.

Sin duda, la guerra en Ucrania ha supuesto un fuerte revés para la recuperación de la economía mundial tras la pandemia, lo que se ha reflejado en las proyecciones realizadas por las distintas instituciones internacionales y bancos de inversión. En su última reunión, la FED rebajó su pronóstico de crecimiento económico para Estados Unidos, hasta el 1,7% en 2022, frente a la proyección anterior de marzo, del 2,8%; al tiempo, incrementaba sus estimaciones de inflación para este año, hasta el 5,2%, desde el 4,3% previo.

Aunque sigue siendo algo más optimista que la FED, el Fondo Monetario Internacional también redujo recientemente su estimación de crecimiento para Estados Unidos; lo hizo 6 décimas, hasta el 2,3%, por el efecto que está teniendo el encarecimiento de los precios y que podría debilitar tanto el consumo como la inversión. Para 2023, considera que la economía americana se debilitaría aún más, hasta el 1%, vs el 1,7% de su estimación anterior.

La guerra en Ucrania ha supuesto un fuerte revés para la recuperación económica mundial tras la pandemia del Covid

En Europa, la recesión, de producirse, no tendría que ver tanto con un intento por parte de las autoridades monetarias de frenar el calentamiento de la economía (en Estados Unidos sí podría estar justificado hablar de recesión “inducida”, dada la mayor salud de su mercado laboral o del consumo privado), sino con los efectos de la guerra en Ucrania, que ha creado importantes disrupciones en el comercio, además de originar escasez de materiales, presionando los precios al alza de la energía y las materias primas. Afectando, todo ello, a la confianza del consumidor y, por ende, a las proyecciones de crecimiento económico. Sin olvidarnos de las consecuencias de la dependencia energética de la región, ante un invierno que se prevé arduo.

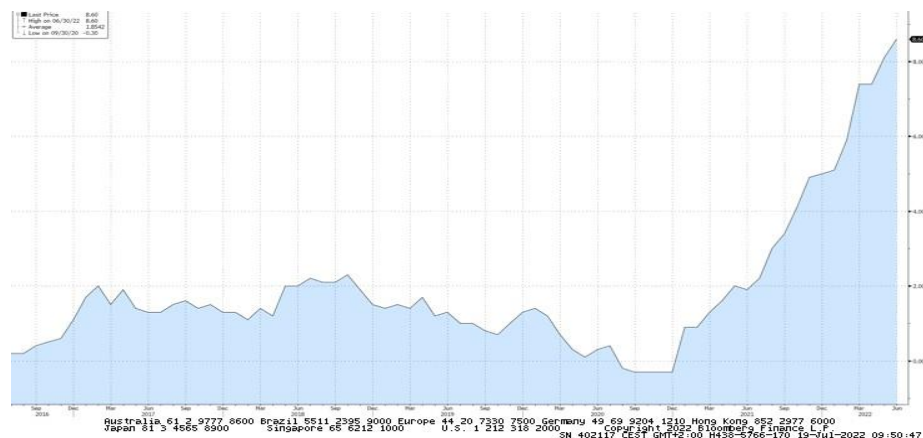


Además, más allá de los precios de la energía y de los alimentos, las presiones inflacionistas se han generalizado y se han intensificado, con los precios de muchos bienes y servicios registrando fuertes subidas.

Recientemente, el BCE recortó sus previsiones económicas para la región desde el 3,7% hasta el 2,8% para 2022; y del 2,8% hasta el 2,1% para 2023. No obstante, de cara a 2024 realizó una revisión al alza del crecimiento, desde el 1,6% hasta el 2,1%. Es decir, en términos generales, el BCE espera un menor crecimiento y una mayor inflación en los próximos años. Y, en cualquier caso, sigue confiando en la capacidad de crecimiento de la zona euro, debido a la actual reapertura de la economía, la fortaleza del mercado de trabajo, el apoyo fiscal y el ahorro acumulado por las familias durante la pandemia.

Por su parte, Bruselas también ha recortado recientemente sus previsiones de crecimiento para la zona euro de cara a 2023, aunque mantiene las de 2022 en el 2,6%. De cara a 2023, sus proyecciones se reducen hasta el 1,4%. A su vez, espera que la inflación media anual de la zona euro se sitúe en el 7,6% en 2022, para disminuir hasta el 4% en 2023.

Inflación zona euro



La mayor amenaza para la Unión Europea, sin duda, sería un corte total del suministro de gas por parte de Rusia, ya que eso aumentaría aún más los precios y, según la propia CE, se “*amplificarían las fuerzas estanflacionarias*” (un escenario sin crecimiento económico y con inflación).

Una prueba de credibilidad

En todo caso, nosotros creemos que el BCE, en esta segunda parte de año, se enfrenta a su propia prueba de credibilidad: si la inflación sigue sorprendiendo al alza, la institución europea debería ser capaz de actuar más rápido, acelerando el ritmo de subidas de los tipos de interés, sin provocar con ello una fragmentación financiera de la zona euro.

Hasta la fecha, el BCE ha decidido terminar con el programa de recompra de activos, el 1 de julio, y espera subir los tipos de interés en 25 puntos básicos en julio y entre 25 y 50 puntos básicos en el mes de septiembre. Además, ha puesto en marcha un mecanismo anti-fragmentación de la zona euro, con el que espera paliar las divergencias indeseadas entre los costes de financiación de los países, especialmente de los periféricos.

El BCE estima que la inflación de la zona euro se sitúe este 2022 en el 6,8% frente al 5,1% que esperaba en marzo; para 2023 considera que ésta se puede reducir hasta el 3,5%, desde al 2,1% que preveía en marzo.

China y el reto del “Zero Covid”

Y mientras Estados Unidos y Europa se debaten entre desaceleración económica y recesión, China se enfrenta a sus propios retos, el más importante, lograr que su política de “Zero Covid” no acabe siendo un lastre para la recuperación económica del país.

Con su restrictiva política sanitaria, que llevó a echar el cierre de las principales ciudades chinas – entre ellas, el núcleo financiero, Shanghái –, el gigante asiático no sólo ha contribuido a generar más incertidumbre sobre la economía



mundial, al generar aún más obstáculos en los cuellos de botella, sino que también ha puesto en duda su propio crecimiento.

De hecho, durante el segundo trimestre de 2022, la economía china se contrajo un 2,6%, versus los tres primeros meses del año, debido precisamente a los confinamientos que tuvieron lugar en diversas ciudades del país durante la pasada primavera; a lo que se añade la difícil situación de su mercado inmobiliario. Una cifra que está muy por debajo de la previsión de los analistas, que estimaban una contracción del 1,4%.

El principal reto de China es evitar que su política de “Zero Covid” no acabe siendo un lastre para la recuperación económica del país

Los expertos esperan que, con el levantamiento posterior de algunas de las restricciones aplicadas estos últimos meses, los números en China comiencen a mejorar a partir del próximo trimestre. De hecho, los datos de actividad de junio muestran ya una mejora sustancial. No obstante, el crecimiento de China quedará este año lejos de las cifras a las que nos tenía acostumbrados – en su última previsión del mes de abril, el FMI apuntaba a un crecimiento del país del 4,4%, vs el 8,1% de 2021 (un dato este último, en cualquier caso, que no puede servirnos de referencia, por partir de una situación totalmente anómala).

Con los últimos datos disponibles, durante el primer semestre del año, el crecimiento del PIB de China quedaría fijado en el 2,5%, lo que complica el cumplimiento el objetivo de expansión del Gobierno de Xi Jinping, de un 5,5% anual.

Aunque los casos por coronavirus en China pueden resultarnos ridículos en comparación con lo vivido en Europa o en Estados Unidos, el gigante asiático

seguirá siendo muy estricto en los confinamientos ante cualquier rebrote; y eso es un riesgo que deberemos tener en cuenta. Para compensar esta política de “Zero Covid”, no obstante, el Gobierno no dudará en sacar toda su artillería en forma de políticas fiscales, incluso monetarias.

Renta Fija

Hemos vivido un primer semestre del año nefasto para los mercados de renta fija, la tormenta perfecta en la que prácticamente no ha habido refugio. Tanto la renta fija como la renta variable han sufrido fuertes caídas y los bonos no han servido como activo descorrelacionador ni como activo refugio para las carteras defensivas.

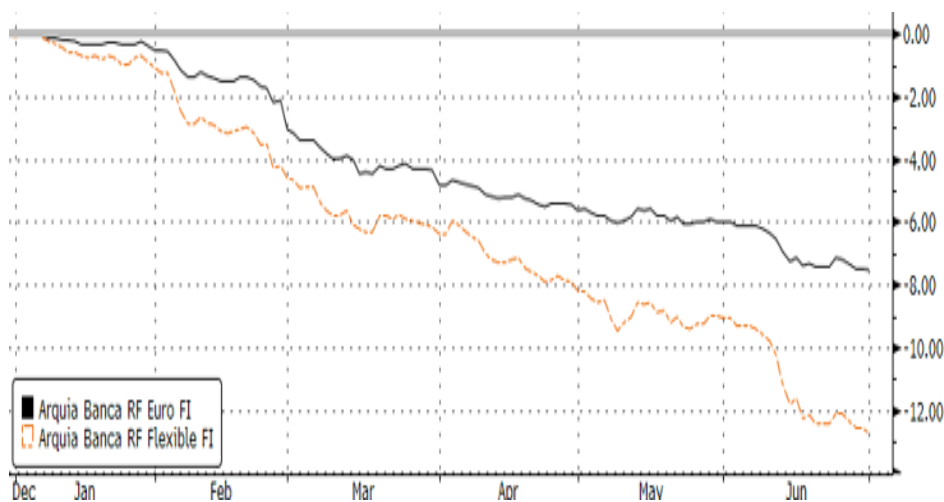
Hemos sido testigos de la mayor corrección para el mercado de bonos desde la década de los 90 y varios factores han contribuido negativamente: desde una inflación disparada, los bancos centrales retirando estímulos y subiendo los tipos de interés, así como la ampliación de los diferenciales de crédito. Aunque el factor que ha penalizado en mayor medida ha sido la duración. Cuanto mayor ha sido la duración, mayor profundidad ha tenido la caída.

En este sentido, los bonos de mayor calidad crediticia han sufrido igual o más que el *High Yield* (HY), ya que los bonos *Investment Grade* (IG), al tener menor cupón, a igual vencimiento tienen mayor duración, y por ende mayor sensibilidad a las subidas de tipos de interés.

Durante el primer semestre hemos vivido una fase de transición en la política monetaria, en la que pasamos de un Quantitative Easing (QE) a un Quantitative Tightening (QT). En términos de política monetaria, hemos pasado de una inyección masiva de liquidez a una retirada de la misma y esto, como se ha demostrado, puede tener consecuencias muy negativas para los mercados.



Bajo nuestro punto de vista, los bancos centrales a pesar de ir por detrás de la curva, serán prudentes a la hora de seguir retirando estímulos, ya que deberían procurar un aterrizaje suave de la economía.



Bajo nuestro punto de vista, los bancos centrales, a pesar de ir por detrás de la curva, serán prudentes a la hora de seguir retirando los estímulos

Tras las caídas vividas durante los últimos meses, el mercado está descontando cierta desaceleración de la economía, pero no una recesión. En este sentido, el binomio rentabilidad riesgo empieza a ser atractivo para los bonos y estamos comenzando a identificar oportunidades.

Somos de la opinión de que el crédito, tanto el IG como el HY, empieza a ponerse atractivo. Si bien los diferenciales de crédito pueden seguir ampliando, los niveles actuales nos empezamos a gustar y empezamos a identificar oportunidades atractivas. No obstante, en caso de materializarse un escenario de recesión, podríamos ser testigos de caídas adicionales y mayor ampliación de los diferenciales de crédito.

Probablemente, sea pronto para posicionarse en el mercado de renta fija y puede que en el corto plazo el mercado continúe cayendo, pero si los datos de inflación empiezan a mostrar una cierta moderación, podríamos empezar a volver a construir cartera y alargar duraciones. Durante varios años hemos vivido en un entorno de tipos muy bajos, e incluso en negativo, y justamente con la volatilidad de los últimos meses empiezan a surgir las oportunidades.

Los bonos *Investment Grade* han resultado ser uno de los activos más castigados. Tras sufrir fuertes caídas, creemos que por valoración empiezan de nuevo a estar atractivos y pueden ofrecer mayor valor relativo que el *High Yield*. Concretamente, el nicho donde vemos más valor en la actualidad es en los bonos *Investment Grade* en el tramo medio de la curva, en el rango comprendido entre los 3 y los 7 años de vencimiento. Invirtiendo en estos activos podemos obtener una rentabilidad muy interesante, con un riesgo de duración y riesgo de crédito muy controlado.

En cuanto a la deuda soberana, bajo nuestro punto de vista, el Treasury a los niveles actuales es una oportunidad para el inversor con liquidez en dólares y consideramos atractivo invertir en los tramos cortos y medios de la curva norteamericana, ya que nos ofrece una carry interesante. Creemos que con la curva de tipos plana en EE.UU. en niveles del 3% tampoco tiene mucho sentido apostar por el tramo más largo, sino más bien por el corto y el medio de la curva. En cuanto a la deuda soberana europea, si bien hasta ahora estábamos muy infraponderados, tras las últimas correcciones empezamos a considerar un posicionamiento más neutral y podríamos empezar a comprar deuda soberana con un riesgo de duración controlado.



	Trimestre	Año	2021	2020	2019
Arquia Banca RF Euro FI-A	-2,86	-7,58	1,02	-0,09	5,21
Arquia Banca RF Euro FI-PLUS	-2,83	-7,53	0,77	n.d.	n.d.
Arquia Banca RF Euro FI-Cartera	-2,81	-7,50	1,56	n.d.	n.d.
Arquia Banca RF Flexible FI-A	-6,96	-13,02	1,78	n.d.	n.d.
Arquia Banca RF Flexible FI-Plus	-6,92	-12,93	1,98	n.d.	n.d.
Arquia Banca RF Flexible FI-Cartera	-6,81	-12,74	2,44	n.d.	n.d.
Arquia Banca Uno FI-A	-6,73	-13,48	4,11	-2,87	9,05
Arquia Banca Uno FI-Plus	-6,54	-13,14	3,49	n.d.	n.d.
Arquia Banca Uno FI-Cartera	-6,47	-13,01	5,25	n.d.	n.d.

De cara al segundo semestre, para determinar el devenir del mercado, habrá que estar especialmente atentos al discurso de los bancos centrales. Durante los últimos meses, éstos han aplicado un discurso bastante *hawkish*, centrándose más en la inflación que en el crecimiento económico. De todos modos, en los próximos meses, si los datos de inflación se moderan y los bancos centrales cambian la retórica y vuelven a aplicar un discurso más laxo, esto se podría traducir en un soporte para el mercado de renta fija.

¹ La GDC es un servicio a través del cuál nuestros clientes pueden invertir en carteras de fondos de inversión gestionadas por gestores expertos. El cliente delega en Arquia Banca la adaptación de las decisiones de inversión, de acuerdo a su perfil de riesgo. Son carteras formadas por un conjunto de fondos de la gestora Arquia Gestión y del

Gestión Discrecional de Carteras

No ha sido un trimestre fácil para la gestión de activos; por extensión, tampoco lo ha sido para la gestión de las carteras de GDC (1), carteras construidas a través de fondos de inversión, en nuestro caso, tanto de gestoras internacionales como de Arquia Gestión.

Las incertidumbres a las que nos hemos enfrentado en estos tres últimos meses han sido, básicamente, las mismas del primer trimestre del año, a saber: las continuas presiones inflacionistas, los cambios en las políticas monetarias de los bancos centrales, el conflicto bélico en Ucrania, que ha agravado los

universo de fondos de terceros disponibles en Inversis, cuya inversión se ejecutará siempre a través de clases limpias o clases institucionales, con las comisiones más bajas, no accesibles para los clientes individuales bajo servicios de asesoramiento o comercialización.



problemas en la cadena de suministros, y la política de Zero Covid en China, que también ha contribuido a desestabilizar aún más el comercio internacional.

Poco ha cambiado en este sentido; eso sí, todo se ha agravado y magnificado. La inflación ha continuado al alza, tanto en Europa como en Estados Unidos, alcanzando, como hemos comentado anteriormente, máximos de los últimos 40 años. Los principales bancos centrales, por su parte, han comenzado a aplicar sus nuevas políticas monetarias – ahora más restrictivas –, retirando compras y, sobre todo, iniciando el proceso de subida de los tipos de interés. Todo ello, con el temor a que la desaceleración económica mundial acabe mutando en recesión.

No ha habido refugio: las tensiones en los mercados y el desánimo inversor se han traducido en pérdidas tanto en renta fija (con incremento de las Tires y ampliación de los *spreads*) como en renta variable (afectando en mayor parte a los valores más expuestos a las subidas de tipos de interés, como es el *growth*, pero en general, sin dejar títtere con cabeza).

Así que, a pesar de haber mantenido un posicionamiento muy prudente – baja duración y bajo riesgo de crédito en renta fija y sesgo defensivo en renta variable –, las carteras de Gestión Discrecional han seguido soportando pérdidas durante el segundo trimestre del año.

Destacar el hecho de que los inversores más conservadores han tenido que asumir, en relativo, pérdidas más relevantes que aquellos otros con un perfil más agresivo. Y esto es así no sólo porque los mercados de deuda han estado sometidos a mucha tensión, sino porque, además, el proceso de recuperación de pérdidas en renta fija siempre resulta mucho más lento que en renta variable.

Hubo fuertes caídas en los mercados de renta variable, sobre todo durante los meses de abril y junio, y muy especialmente en Estados Unidos; y se produjo un daño indiscriminado en renta fija, con independencia del vencimiento y de la calificación crediticia de las emisiones.

De todas las categorías de fondos de inversión registradas por Morningstar, sólo tres se han salvado de la quema en el trimestre, y las tres corresponden a un mercado muy nicho: la renta variable china, la renta fija china y la renta fija asiática. Todos ellos activos en los que hemos estado muy poco expuestos en los últimos meses, debido a los riesgos que han sobrevolado China (guerra comercial con Estados Unidos, regulación, mercado inmobiliario, debilitamiento de la divisa, política de “Zero Covid”...). El resto de categorías, tanto de renta variable como de renta fija, terminaron el trimestre el negativo. Por poner un ejemplo, los fondos de bonos diversificados en euros se dejaron, de media, un -6% en el periodo, un -10% de media en el conjunto del año.

Qué hemos hecho en las carteras

Con todo, y teniendo en cuenta que ya durante el primer trimestre del año, fuimos reduciendo la parte más *growth* de las carteras, fundamentalmente saliendo de fondos que podrían verse más afectados en un entorno de subida de tipos de interés, para dar entrada a otros fondos con un sesgo más *value*, durante el segundo trimestre no se han realizado excesivos cambios en las carteras.

A lo largo del trimestre, hemos ido aumentando el sesgo defensivo en las carteras de GDC, a la vez que hemos mantenido una baja duración

Si tenemos que destacar algo, es un viraje hacia un posicionamiento cada vez más defensivo.

Durante el mes de abril, decidimos reducir la exposición al sector financiero y para ello salimos del fondo *Fidelity Global Financial Services*, dando entrada en las carteras a un producto orientado a la rentabilidad por dividendo, como es el *DWS Top Dividend*. Mantuvimos un enfoque prudente, buscando carteras



equilibradas y defensivas para hacer frente a los principales riesgos: protección frente a inflación a través de fondos que apuestan por compañías de calidad, generación de caja y poder de fijación de precios, a través de fondos como *Nordea Global Stable Equities*, *Robeco Global Premium*, *M&G SustainableParis* o *AB Líderes Globales*.

Durante el mes de abril también realizamos algún cambio a nivel táctico, sustituyendo el fondo *Pictet Multi Asset Global Opportunities* por otro mixto, el *Trojan Fund*. No hubo movimientos, en cambio, en renta fija, ya que en el mes de marzo habíamos reducido la duración de las carteras, saliendo el fondo *DPAM Universalis Unconstrained* para dar entrada a otros fondos con una duración más controlada. De media, al concluir el trimestre, las carteras de GDC contaban con duraciones en torno a 1,2 años.

No hubo cambios en el mes de mayo. Y en junio, tan sólo algunos ajustes puntuales en algunas carteras.

Cartera	Trimestre	Año	2020	2019	2018
GDC Horizonte 30 80Q20	-5,50%	-11,45%	+7,70%	n.d.	n.d.
GDC Horizonte 30 50Q50	-5,91%	-10,45%	+6,62%	n.d.	n.d.
GDC Horizonte 30 20Q80	-5,13%	-9,43%	+6,45%	n.d.	n.d.
GDC Horizonte 60 80Q20	-7,21%	-13,43%	+14,13%	n.d.	n.d.
GDC Horizonte 60 50Q50	-7,14%	-13,18%	+11,51%	n.d.	n.d.
GDC Horizonte 60 20Q80	-6,67%	-12,87%	+12,44%	n.d.	n.d.
GDC Horizonte 100 80Q20	-8,73%	-14,69%	+19,28%	n.d.	n.d.
GDC Horizonte 100 50Q50	-8,28%	-16,42%	+21,39%	n.d.	n.d.
GDC Horizonte 100 20Q80	-7,79%	-15,90%	+21,78%	n.d.	n.d.

En cuanto al nivel de exposición a bolsa, a cierre de trimestre, las carteras moderadas (Horizonte 30), mantenían un porcentaje del 25% en renta variable, siendo el máximo permitido del 30%. En las carteras equilibradas (Horizonte

60) la exposición se situó en una media del 85 (pudiendo llegar al 60%), mientras en las dinámicas (Horizonte 100) fue del 85%.

**Aviso Legal:**

El presente informe ha sido elaborado por Arquia Bank, S.A. (Arquia Banca), inscrita en el Registro del Banco de España con el nº 3183 y autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) a prestar servicios de inversión y auxiliares a éstos. Este documento no tiene valor contractual, y la información que contiene podría modificarse sin previo aviso. Este informe tiene naturaleza meramente informativa, y en modo alguno, constituye asesoramiento financiero explícito o implícito, y tampoco recomendación personalizada sobre la compra o venta de instrumentos financieros. Recuerde que para recibir asesoramiento financiero de Arquia Banca, antes debe suscribir un test de idoneidad y el contrato que la entidad le presente, previa la información precontractual que Arquia Banca le suministre. Este informe, no supone solicitud, invitación u oferta de compra, venta, suscripción o negociación de fondos de inversión específicos, y tampoco de otros instrumentos financieros o valores mobiliarios. Cualquier decisión de compra o venta por parte del destinatario de este documento sobre instrumentos financieros o valores mobiliarios de cualquier clase, es personal de cada inversor, y debería siempre adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales instrumentos financieros o valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto correspondiente a dichos instrumentos financieros que debe estar registrado y disponible en la CNMV. La información que contiene este documento se refiere al periodo de tiempo que figura reflejado en el propio documento, y ha sido obtenida de fuentes consideradas como fiables y, aunque se han realizado los mejores esfuerzos y tareas adecuadas por Arquia Banca para garantizar que la información que incluye, y en la que se basa dicho informe, no sea incorrecta, inexacta, incierta e inequívoca en el momento de su emisión, Arquia Banca no garantiza que sea exacta y completa, razón por la cual, no debe confiarse en ella como si lo fuera, de tal forma, que Arquia Banca declina cualquier responsabilidad por los errores que pudiera contener dicha información, y en particular, no asume

responsabilidad alguna por cualquier pérdida patrimonial o perjuicio (directo o indirecto) del destinatario o receptor de este documento, que haya hecho un uso indebido de la información ofrecida en este informe. Cualquier información relativa a rentabilidades o resultados, simplemente son un dato a tener en cuenta pero nunca el más importante, y en cualquier caso, se refieren a los periodos comprendidos entre los doce meses anteriores y cinco años, según los casos, advirtiendo expresamente que cualquier cifra relativa a resultados o rentabilidades pasadas o rendimientos históricos no son un indicador fidedigno de rentabilidades o resultados futuros. La información actual podría no ser adecuada en el futuro, razón por la cual, debe tomar en consideración este informe en el momento y fecha actual de su emisión, a no ser, que explícitamente se indique lo contrario. En caso de figurar información relativa a divisas, se advierte expresamente al inversor que deberá considerar los posibles incrementos o disminuciones del rendimiento en función de las fluctuaciones monetarias. Cualquier previsión que se realizara, bajo ningún concepto, será un indicador fidedigno de obtención de resultados o rentabilidades futuras. Las perspectivas de futuro que pudiera contener este informe, son opiniones y como tales, susceptibles de cambio. Cualquier cita a una autoridad competente en este informe y aviso legal no debe inducir a pensar que la misma aprueba o respalda los servicios y productos a los que se refiere.

Queda prohibida la reproducción, copia, distribución y difusión, parcial o total por cualquier medio del presente documento, salvo autorización escrita de Arquia Banca. Todos los derechos reservados.