



Inversión en tiempos de inflación pospandémica

Jaume Puig. CEO & CIO GVC Gaesco Gestión



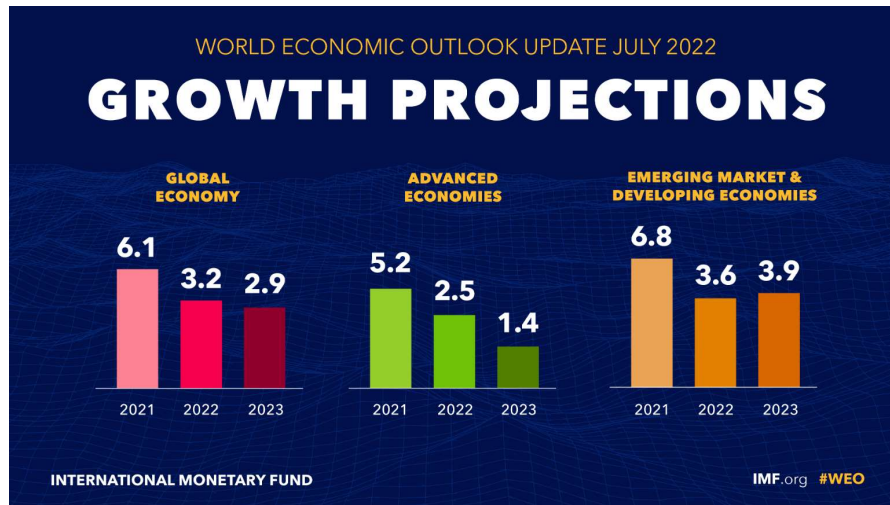
22 de noviembre 2022

I. Crecimiento económico... y resultados empresariales

1) El PIB mundial del 2021 superó ya al del 2019. ¿y las perspectivas para 2022 y siguientes?

Últimas Proyecciones económicas del Fondo Monetario Internacional. Octubre 2022. ¿Bienes o servicios?

Proyecciones FMI Julio 22



Proyecciones FMI octubre 22



Fig. 3: US Private Consumption Expenditure: Goods

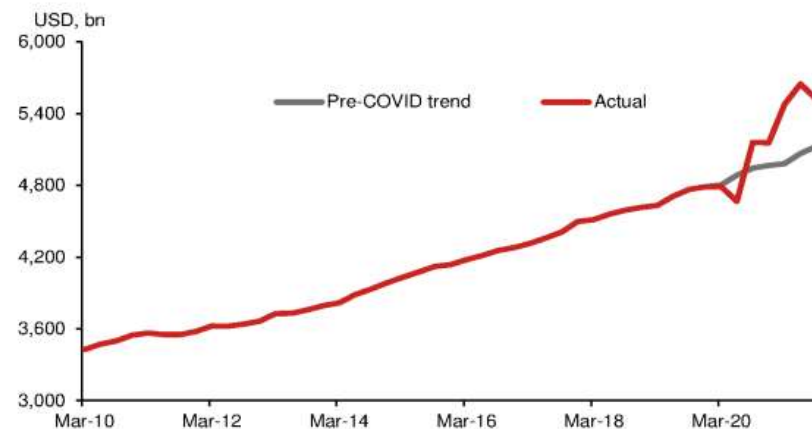
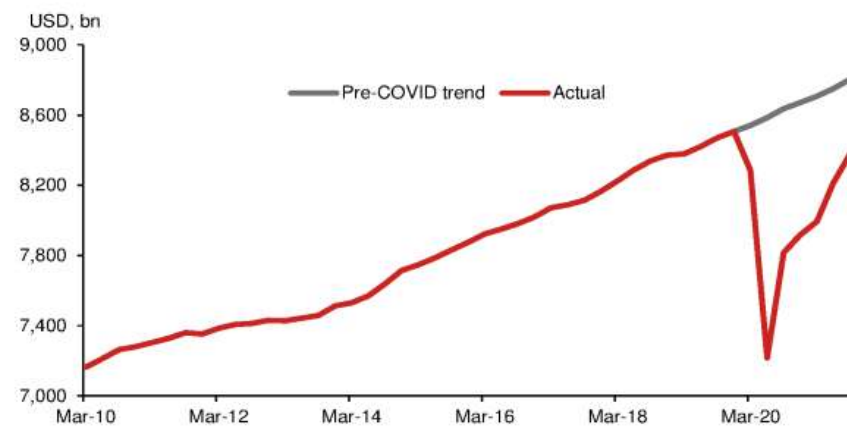


Fig. 4: US Private Consumption Expenditure: Services



2) Resultados empresariales segundo y tercer trimestre 2022

Sorpresa en Europa –Stoxx 600 & Estados Unidos – S&P 500



Sorpresa Europa	Ventas	Benef. Neto
2T 2022	+5,15%	+10,34%
3T 2022	+4,15%	+4,80%

Sorpresa EEUU	Ventas	Benef. Neto
2T 2022	+2,60%	+4,03%
3T 2022	+2,60%	+2,90%



3) Demanda muy fuerte: Agentes económicos en “modo inflacionista”

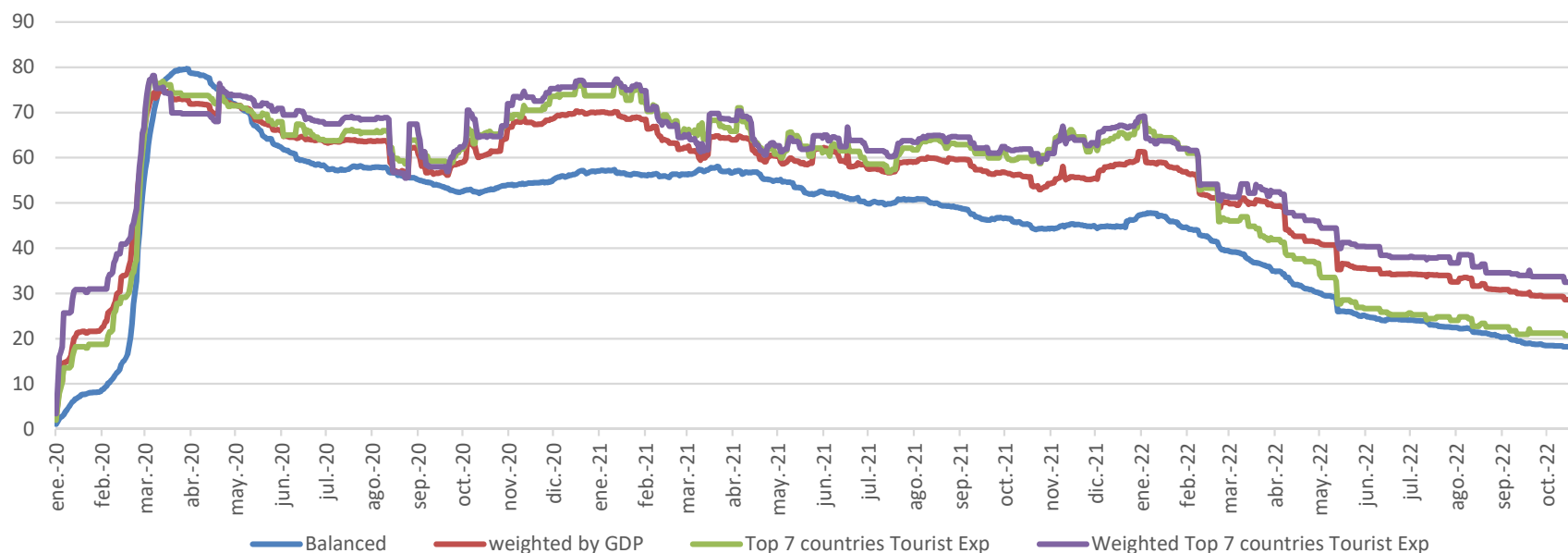
Principales conclusiones agregadas de las reuniones mantenidas con 210 empresas cotizadas en lo que llevamos de 2022

- I. Las ventas y los pedidos siguen muy fuertes, fruto de la **reactivación pospandémica**
- II. La principal preocupación de las empresas, durante todo el año ha sido la de poder servir sus pedidos. Traslado del centro de gravedad desde la Dirección Comercial a la Dirección operativa.
- III. Las empresas han mantenido unos inventarios superiores a los habituales, dado que querían evitar quedarse sin materia prima. Justo ahora está volviendo el “Just in time”, después de un tiempo relegado
- IV. Escasez de personal generalizada. Mayores salarios y mayores rotaciones de empleados a la vista
- V. Las tensiones inflacionistas de tipo microeconómico iniciadas en 2021 (fuerte traslado de aumento de costes a precios de venta y la tendencia a financiar el capex con deuda – multiplicador monetario-) se mantienen



4) Nivel de restricciones por Covid-19 en el mundo. Actualizado a 15/11/22

Basado en los datos del Oxford Covid-19 Government Response Stringency index



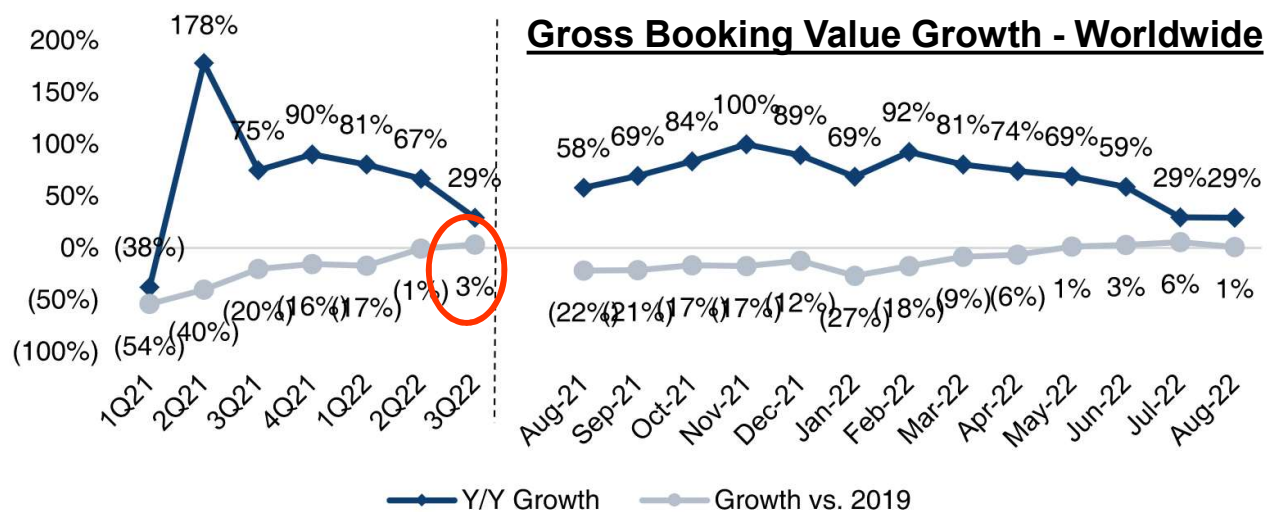
Restric x Covid	China	EEUU	Alemania	UK	Francia	Australia	Canadá	Media S. Top 7 Ex. Turis.	Media S. Mundo
Mayo 2020	81,9	72,7	59,7	69,4	75,0	63,4	70,8	70,4	69,5
Agosto 2020	78,2	67,1	59,7	66,2	48,2	75,5	67,1	66,0	57,6
Agosto 2021	76,4	57,9	60,2	44,0	66,7	71,8	69,9	63,8	50,2
Diciembre 2021	79,2	50,5	84,3	48,6	72,2	40,3	74,5	64,2	44,8
Septiembre 2022	69,9	25,9	14,8	5,6	11,1	11,1	13,9	21,8	19,7
15/11/2022	62,5	25,9	23,2	5,6	11,1	11,1	5,6	20,7	18,2

Esperamos la reapertura de China entre octubre 2022 y marzo 2023

Fuente: Elaboración propia sobre la base del Oxford Covid-19 Government Response Stringency Index

5) 3T22: Más gasto en hoteles que en 3T19. Menos noches por reserva

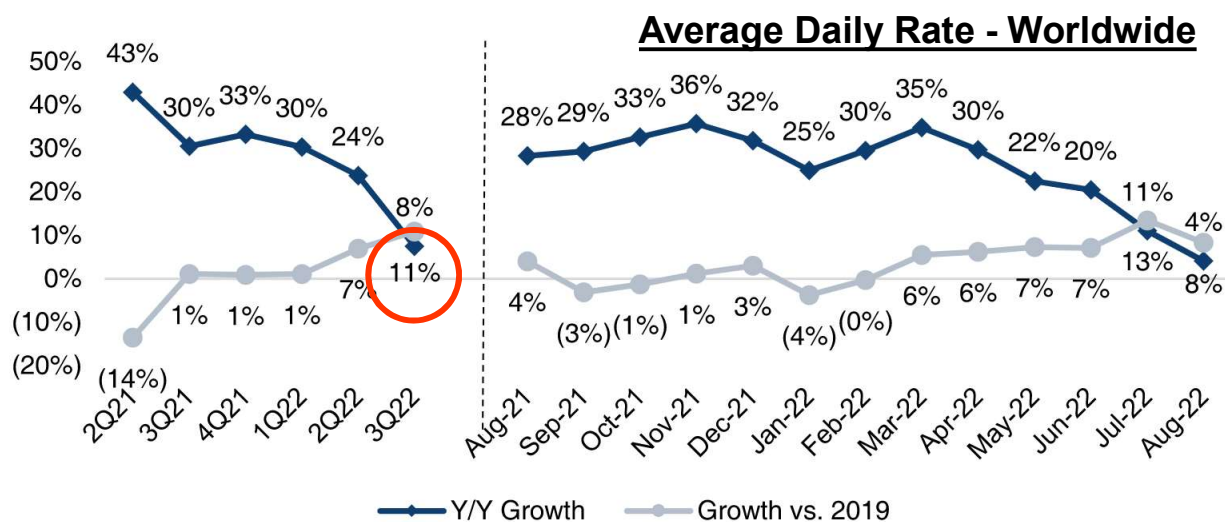
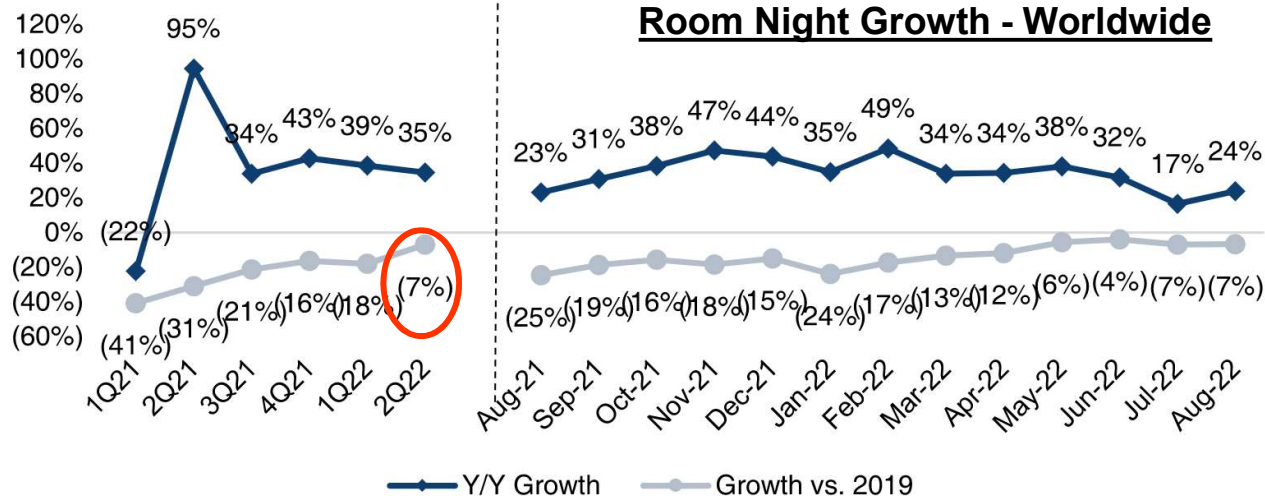
Hoteles: Evolución comparada de los precios de las habitaciones y de las tasas de ocupación



GBV	3T22 vs 3T19
Norte Am.	+9%
Europe	+9%
Latin Am.	+26%
APAC	-17%
OM&Afric	-14%

6) 3T22: Más gasto en hoteles que en 3T19. ... menos noches por reserva, pero más caras

Hoteles: Evolución comparada de los precios de las habitaciones y de las tasas de ocupación

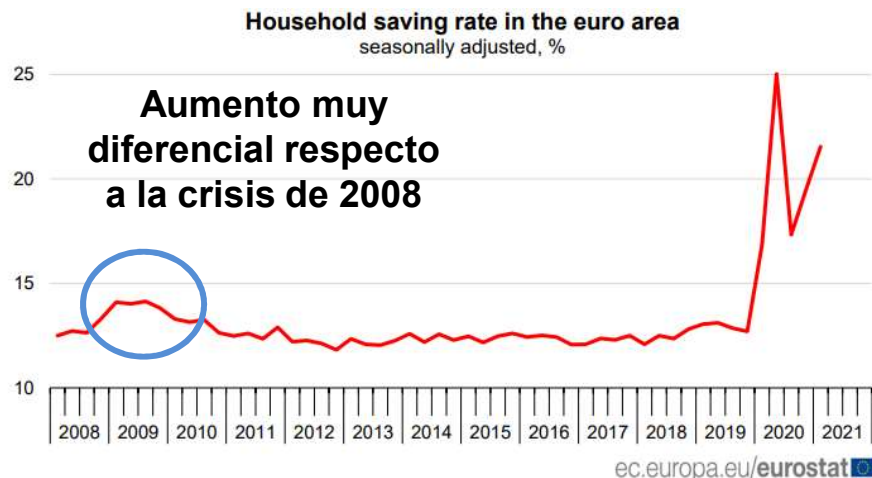


Room Night	3T22 vs 3T19
Norte Am.	-7%
Europe	-5%
Latin Am.	-1%
APAC	-17%
OM&Afric	-4%

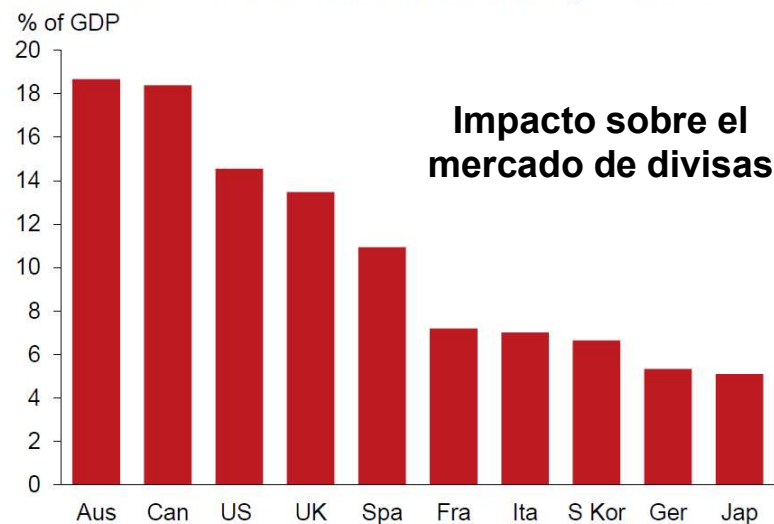
ADR	3T22 Vs 3T19
Norte Am.	+16%
Europe	+15%
Latin Am.	+16%
APAC	-6%
OM&Afric	-11%

7) La tasa de ahorro familiar se disparó con la pandemia...

... en todo el mundo

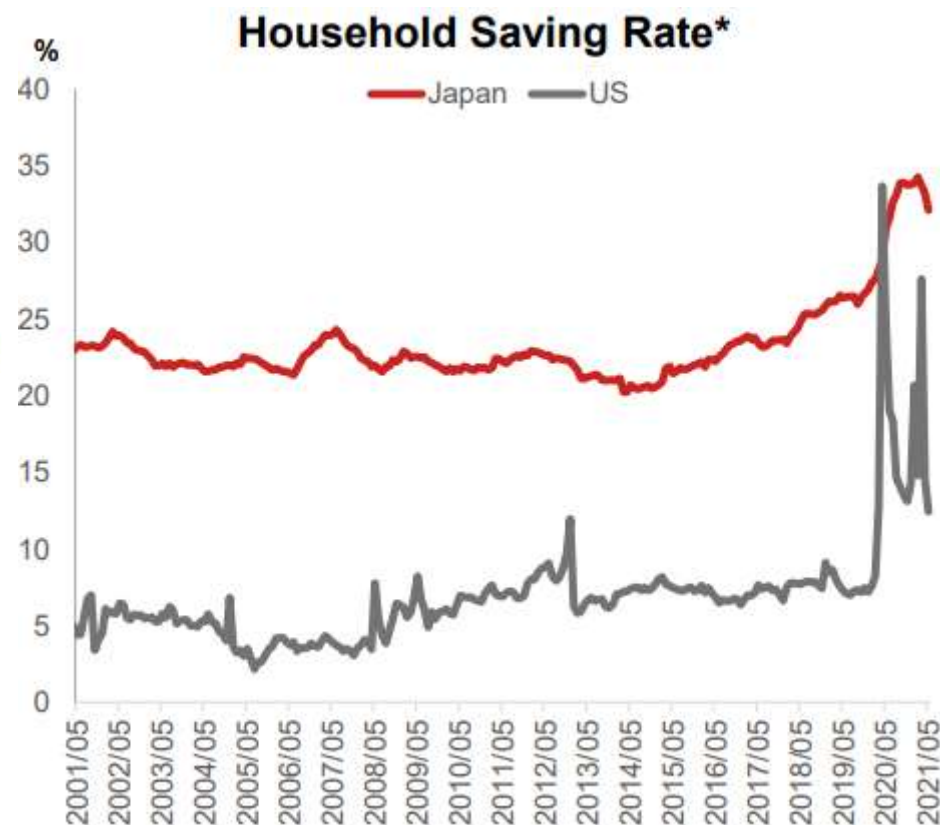


Stock of excess accumulated savings in 2020



Source : Oxford Economics/Haver Analytics

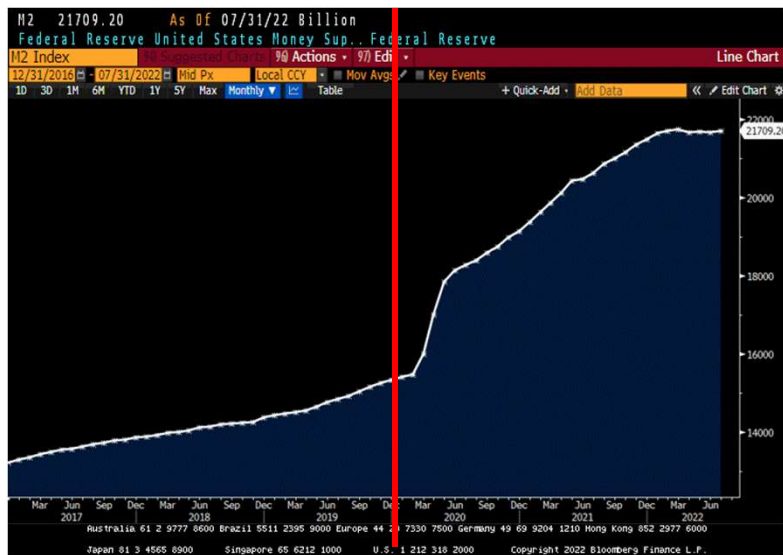
Fuente: Eurostat, Nomura, Oxford Economics/ Haver Analytics



8) La cantidad de dinero en circulación (oferta monetaria) se ha disparado tras la Covid19.

M2: Billetes y monedas, cuentas corrientes y depósitos bancarios de corto plazo

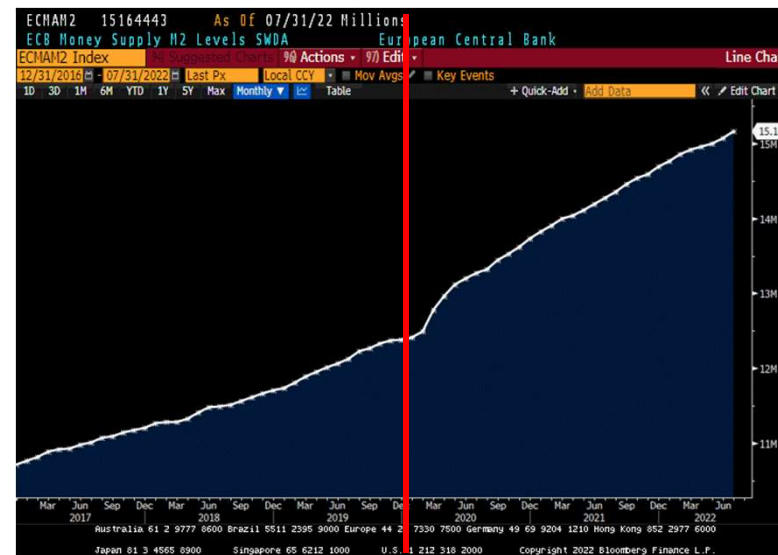
Se ha producido un fuerte incremento de la oferta monetaria tras la aparición de la Covid...



EEUU:
+41,7%

Incremento M2
Dic/19
a Jul/22

Zona Euro:
+22,5%



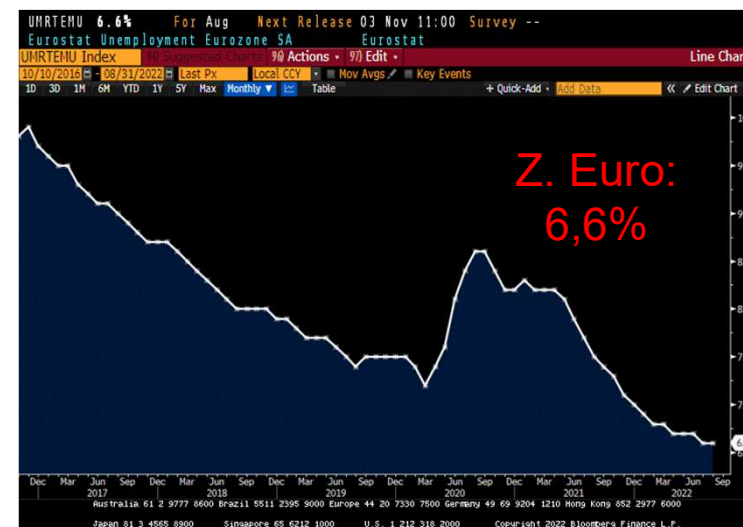
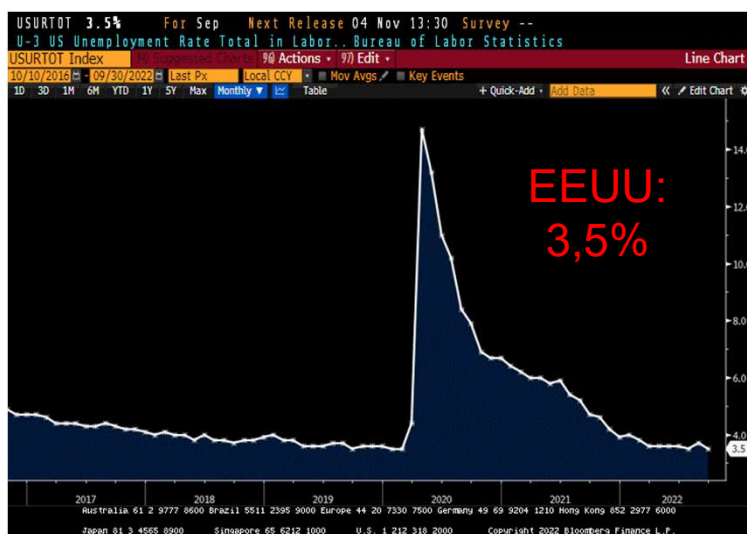
Fecha	Depósitos a la vista y a plazo Hogares españoles (mm euros)	Variación (mm euros)
Diciembre 2019	834,9	
Diciembre 2020	900,4	+65,5
Diciembre 2021	942,4	+42,0
Septiembre 2022	973,9	+31,5

**Decir que el
actual fuerte
consumo es a
costa del ahorro
postpandémico
es una falacia
económica**

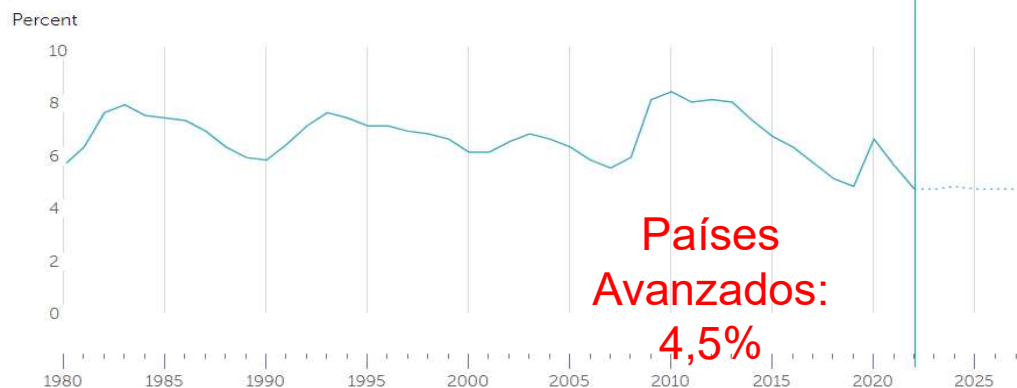
9) Las tasas de paro permanecen muy bajas, en mínimos históricos

Tasa de paro en EEUU, en la Zona Euro, y en el conjunto de países avanzados

✓ Con una tasa de paro muy baja, en mínimos históricos



TREND (1980-2027)



La expectativa del empleo es determinante para el consumo

II. Inflación... pospandémica

10) Expectativas del comportamiento futuro de la tasa de inflación

Una pauta probable de comportamiento

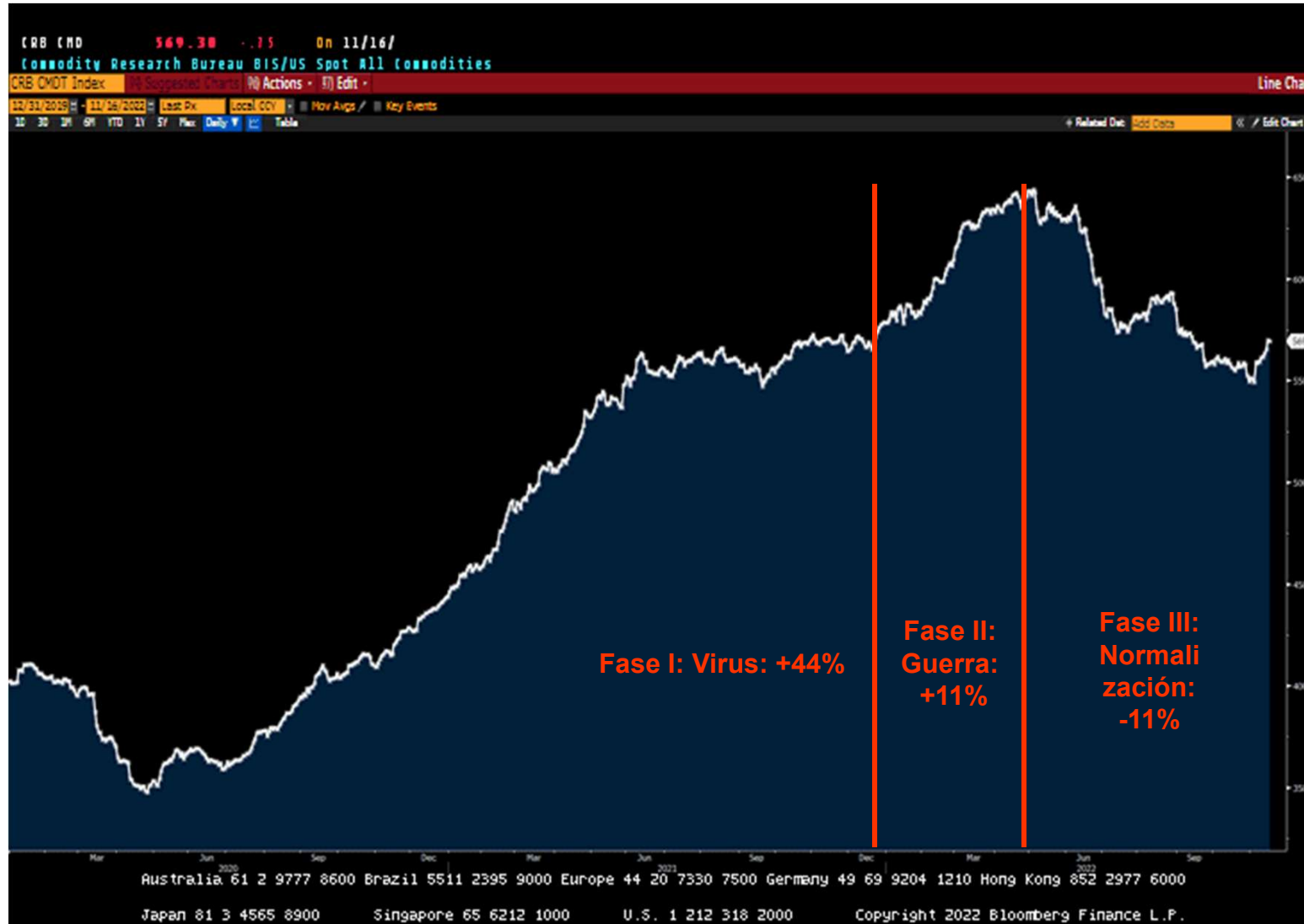


	Més IPC Máximo	IPC Máximo	IPC Último	Dif. s/ Máximo
R.Unido	Octubre/22	11,1%	11,1%	0,0%
Francia	Octubre/22	6,2%	6,2%	0,0%
Alemania	Octubre/22	10,4%	10,4%	0,0%
EEUU	Junio/22	9,1%	7,7%	-1,4%
Japón	Octubre/22	3,7%	3,7%	0,0%
Italia	Octubre/22	12,8%	12,8%	0,0%
Canadá	Junio/22	8,1%	6,9%	-1,2%
Z. Euro	Octubre/22	10,70%	10,7%	0,0%
España	Julio/22	10,8%	7,3%	-3,5%

- ✓ Descenso del precio de las materias primas
- ✓ Acción concertada de los bancos centrales
- ✓ Normalización de inventarios
- ✓ Rapidez subida tipos hipotecarios
- ✓ Efecto base
- ✓ “Breakeven inflation rates” 5 Años:
 - UK: 4,2%
 - Alemania 3,1%
 - Estados Unidos 2,4%

11) Precios de las materias primas: Índice General CRB spot all commodities

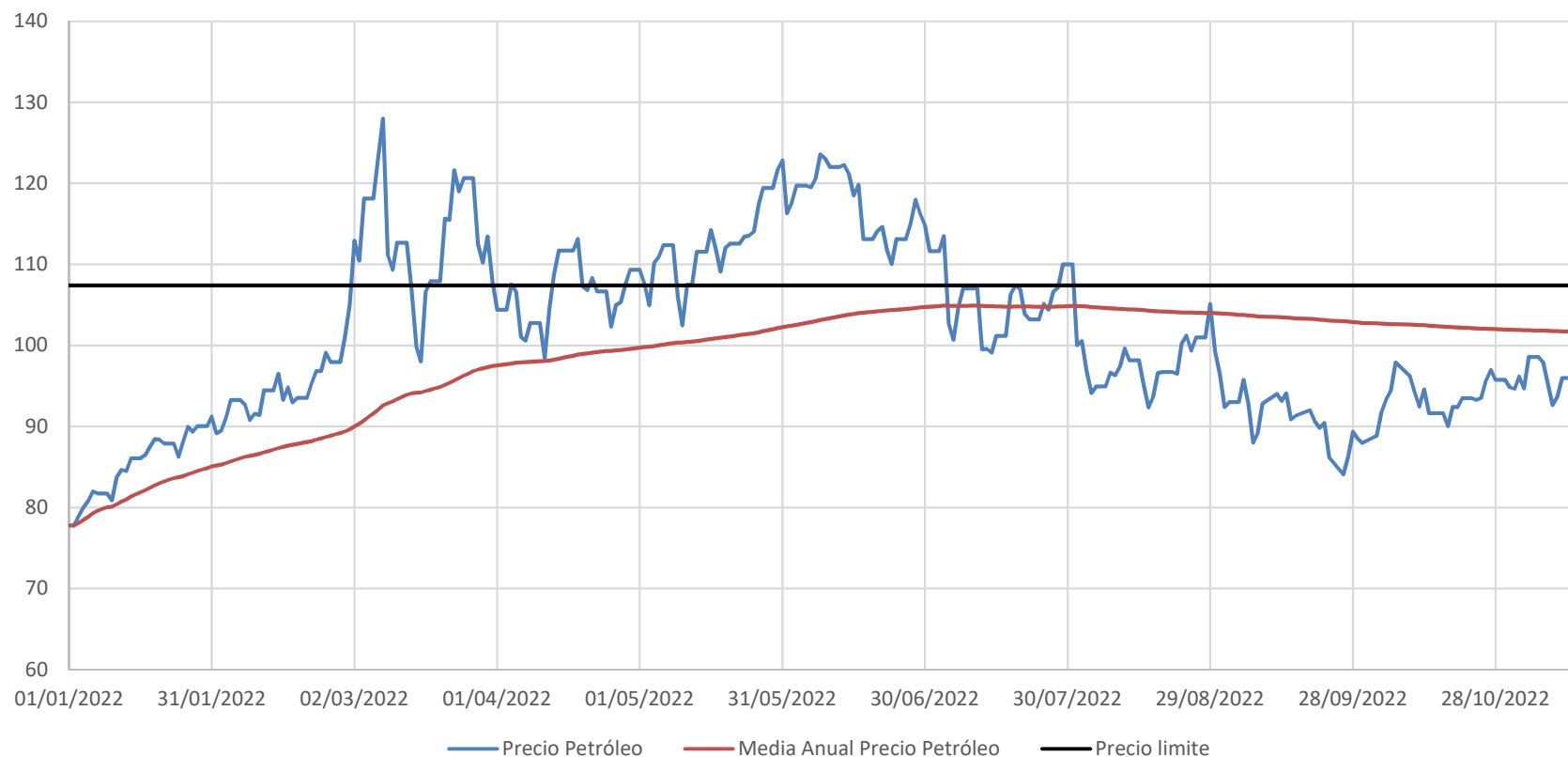
Evolución de los precios de las materias primas desde antes de la pandemia hasta la actualidad: tres fases



La Guerra de Ucrania:
Un último empujón
...
que se ha perdido del todo

12) El precio del Petróleo

Precio del Petróleo comparado con su media anual: Límite no superado



- ✓ **El precio medio anual del petróleo no ha llegado a superar el nivel problemático... si bien lo ha rozado**
- ✓ **Con los beneficios netos obtenidos en 2022 Aramco podría comprar, de un solo golpe, a Santander, BBVA, CaixaBank, Telefónica, Repsol y Aena.**
- ✓ **En economía, los márgenes empresariales fuera de lo común no se mantienen nunca en el largo plazo**

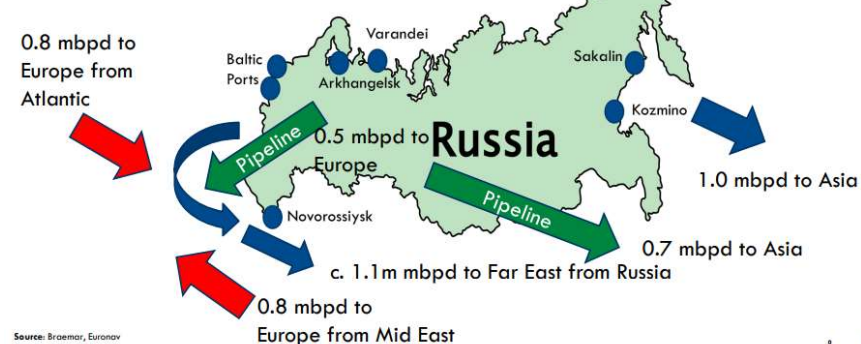
13) Invasión rusa de Ucrania. Efecto sobre el petróleo y el gas

Menor petróleo ruso a Europa compensado con petróleo norteamericano y de Oriente Medio.

Suministro de petróleo de Rusia a Europa, pre-guerra



Suministro de petróleo de Rusia a Europa, post-guerra



- ✓ Países con aumento de producción rápida de petróleo: EEUU, Arabia Saudí, Kuwait, Abu Dhabi...
- ✓ Caso especial de Irán. ¿Fin de la sanciones a la vista?
- ✓ Actividad frenética de creación de nuevos pozos de petróleo.
- ✓ Tránsito ordenado y lento desde plataformas petrolíferas en alta mar a parques eólicos flotantes. Riesgos tecnológicos pendientes de resolver.

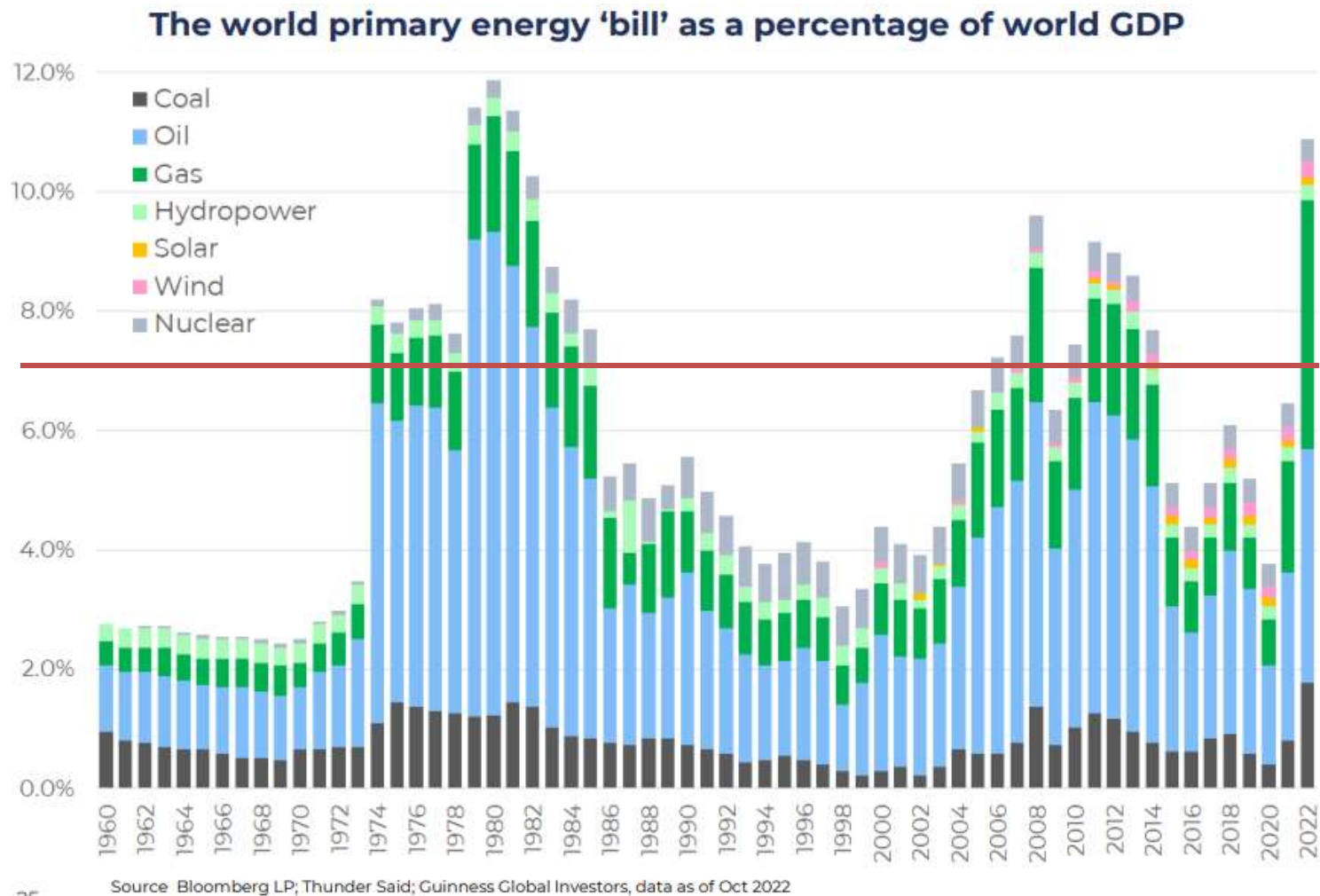
- ✓ Gas: Las reservas de gas actuales en Europa ya superan a las normales:

- ✓ Noruega: Gaseoductos a todo gas, retrasando incluso el mantenimiento
- ✓ EEUU: $7 + 4 = 11$ vs 33 (\$/mcf)
- ✓ Catar: Avanzando megaplan inversor en Gas de 2028 a 2024

Si Putin hubiera empezado la guerra seis meses antes la afectación habría sido muy superior

14) La factura del petróleo puede pagarse, pero, y ¿la factura energética global?

La factura energética mundial ha sido muy elevada en 2022



La factura energética mundial supone hoy alrededor del 11% del PIB.

Para ser dañino debería ser duradero en el tiempo. En los 70s, hubo 12 años seguidos con facturas energéticas entre el 7% y el 12% del PIB

15) Bancos Centrales en “modo inercial” ... Hasta hace bien poco

Reacción inicial Fed y BoE: Noviembre 2021. BCE: Febrero 2022

Los bancos centrales han rectificado, después de haber minusvalorado el componente microeconómico de la inflación

Más vale tarde que nunca...



- ✓ Etapa I, Negación: Hasta noviembre 2021
- ✓ Etapa II, Cambio Paulatino de opinión: De noviembre 21 a septiembre 22
- ✓ Etapa III, Decisión firme concertada: A partir de septiembre 22

16) Normalización de inventarios. Vuelta al Just in time

Los precios del transporte de los "Containers" como síntoma de normalización de las cadenas de suministros



Precio del transporte de los Containers grandes, de Shangai a Barcelona.

De los 2.000 preandémicos

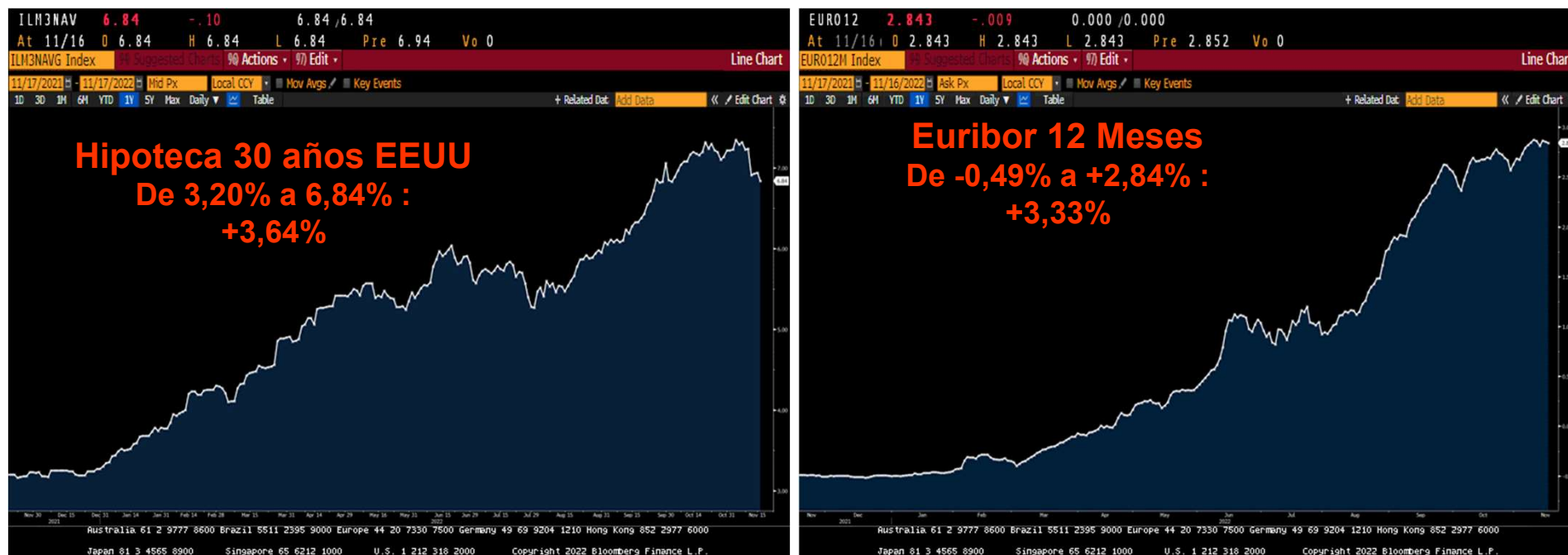
**A 12.000/
13.000**

Puntualmente a 16.000

**A los 4.000/
5.000 actuales**

17) La importancia del inmobiliario en la tasa de inflación (II)

Coste hipotecario en EEUU en el último año. Objetivo. Enfriar el mercado inmobiliario. ¿Por qué?



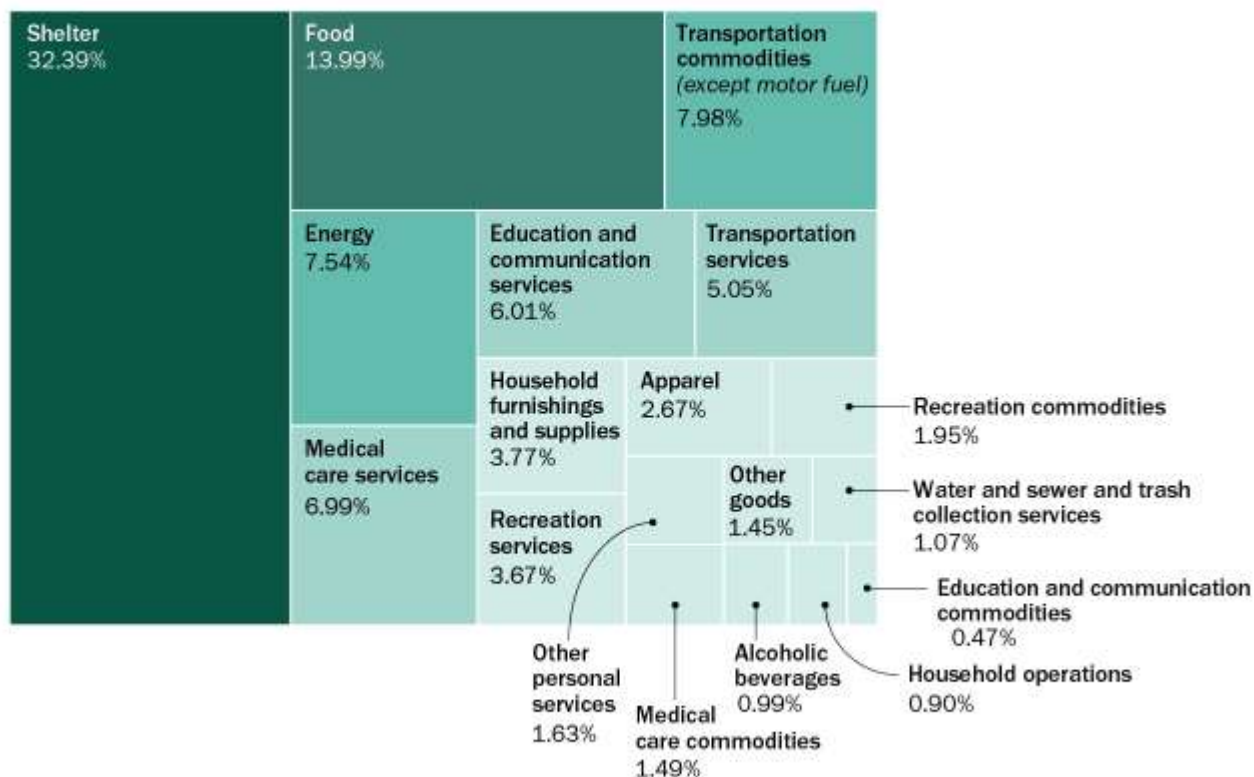
Es esencial, para el control de la inflación, que la subida de los tipos hipotecarios haya sido rápida

18) Los componentes de la Inflación en Estados Unidos

El componente de “housing” o “shelter” pesa un 32%, y si sumamos los indirectos un 37%

What goes into the consumer price index?

Relative importance of different expenditure categories, November 2021



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

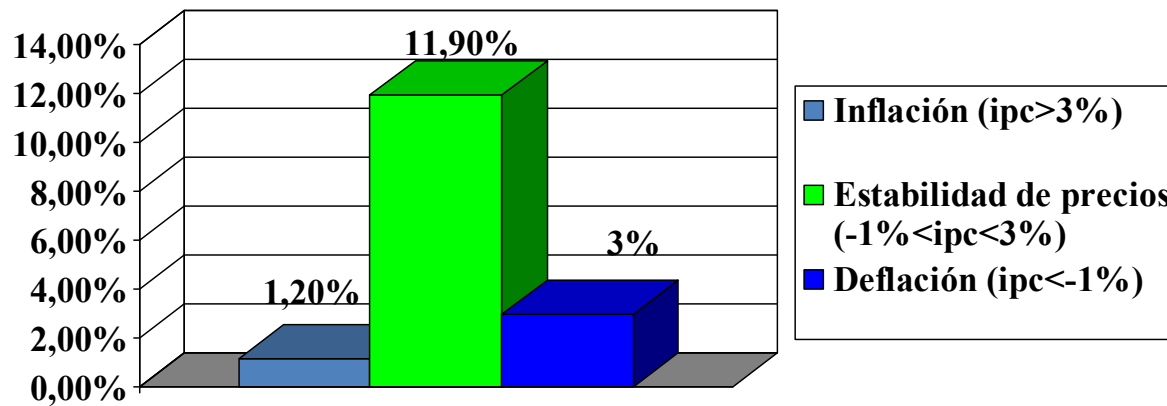
PEW RESEARCH CENTER

III. Conclusiones... La clave el recorrido al alza de los tipos de interés, su techo o “terminal rate”.

19) Evolución de los mercados bursátiles en función de la inflación

El crecimiento económico y las bolsas aguantan bien inflaciones de hasta un 3%

Rentabilidad del S&P500 respecto al mercado monetario desde 1.926



Fuente: Invesco

Del mejor de los mundos al peor, por un margen escaso

- ✓ **Fortaleza de demanda, restricciones de oferta, inflación de primera ola de bienes, inflación de segunda ola de servicios, ...**
- ✓ **Esperamos que los tipos de interés se estabilicen en 2023**
- ✓ **Esperamos que los tipos de interés de corto plazo no superen el 3,5% (3,0% + 0,5%) en la zona euro, y que en EEUU el “terminal rate” lo supere (5%) y luego baje al 3,5%**
- ✓ **A ese nivel el coste de financiación de las empresas es inferior a la rentabilidad de sus activos**

20) Entender (i) los factores y (ii) el factor Value / Growth en especial (Explicado el día 19/5/21)

Value Minus Growth: Low Market to book Minus High Market to book

19/5/21 (1)	ArcelorMittal (mill. EUR)	Netflix (mill USD)
Valor Bursatil	28.022	216.469
Valor Contable	40.237	11.065
Market to Book	0,70	19,56
	Value	growth

Valor Bursátil: Refleja las expectativas de futuro

Valor Contable: Refleja el pasado de la empresa

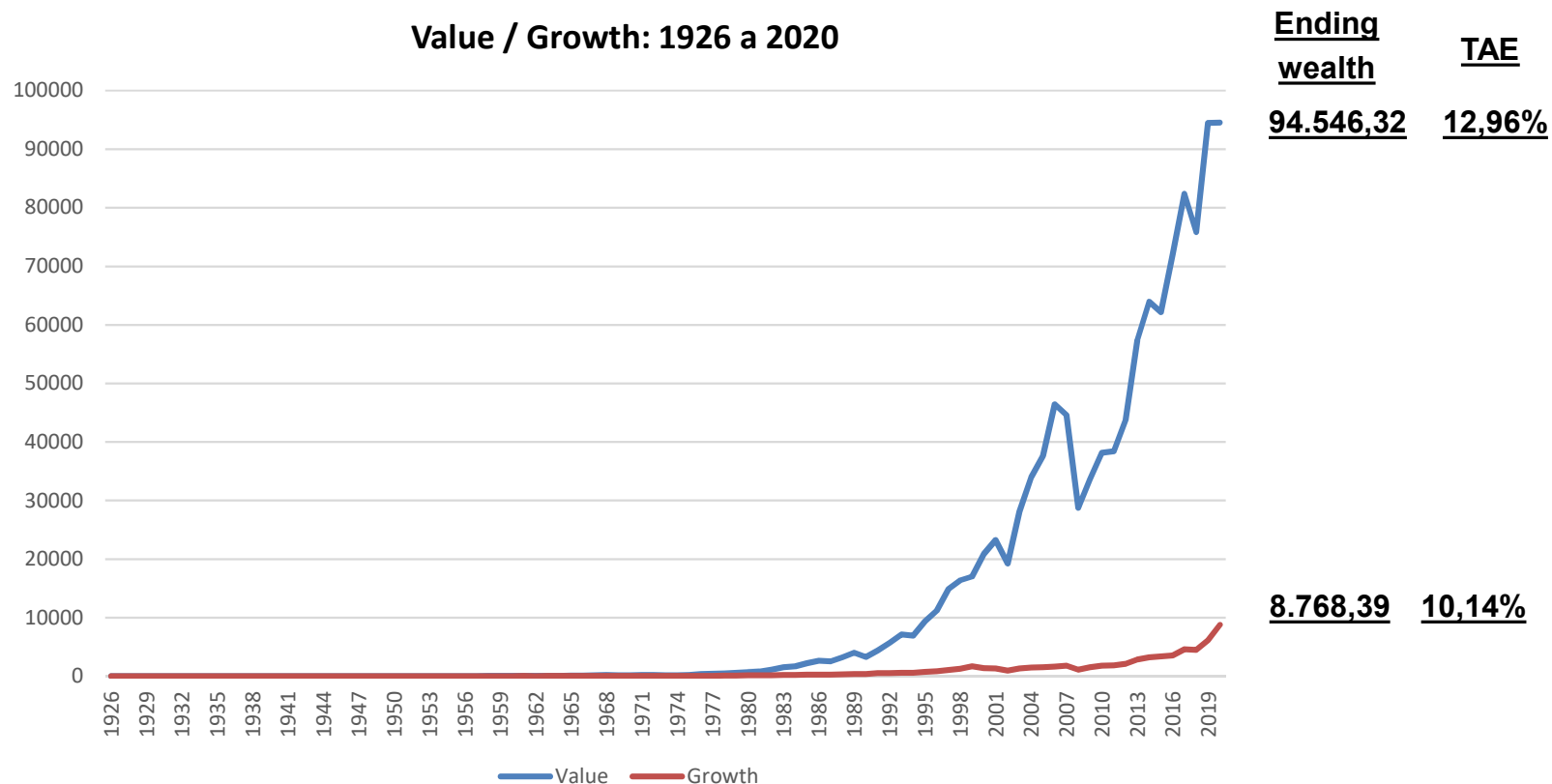
**No se trata de que unas empresas crezcan más que otras, lo cual es normal, y los múltiplos ya reflejan, sino
las expectativas de los inversores**

A veces el mercado es propenso a pagar mucho por las expectativas de futuro, (¿Castles in the air?), y a veces el mercado es más realista. ¿Quién gana?

(1): Valor contable a 31/12/20

21) Rentabilidad a largo plazo de los factores value/growth: De 1926 a 2020

A largo plazo el value bate al growth: Capital inicial de ambos de 1 en 1926



Rentabilidad anualizada Value: 12,96% Rentabilidad anualizada Growth: 10,14%

Diferencia anualizada de rentabilidad favorable al Value: 2,82%. El precio del realismo

!!! En los mercados bursátiles se impone ser realista !!!

22) Ciclos largos value y ciclos largos growth

Duraciones continuadas de los ciclos value/growth

Años seguidos de duración	Ciclos Value	Ciclos Growth
2	1932 a 1933 1935 a 1936 1954 a 1955 1958 a 1959 1992 a 1993	1927 a 1928 1930 a 1931 1956 a 1957 1966 a 1967 1979 a 1980 1998 a 1999
3	1995 a 1997	1989 a 1991
4		1937 a 1940 2017 a 2020
5	1961 a 1965	
6	1981 a 1986	
7	1972 a 1978 2000 a 2006	2009 a 2015
8	1941 a 1948	

Inicio del presente ciclo Value:

9/11/20

Con la presentación de la vacuna Covid de Pfizer, y la normalización económica que conllevó

23) Cuando estamos en una fase “Value”, lo que lo hace bien es El “value”

Varapalo del “Value” al “Growth” en los últimos dos años.

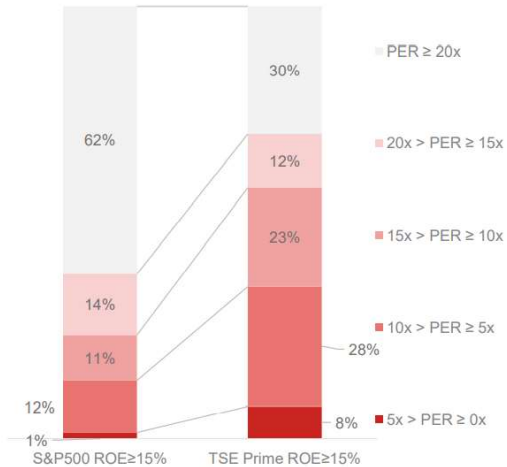


24) Japón

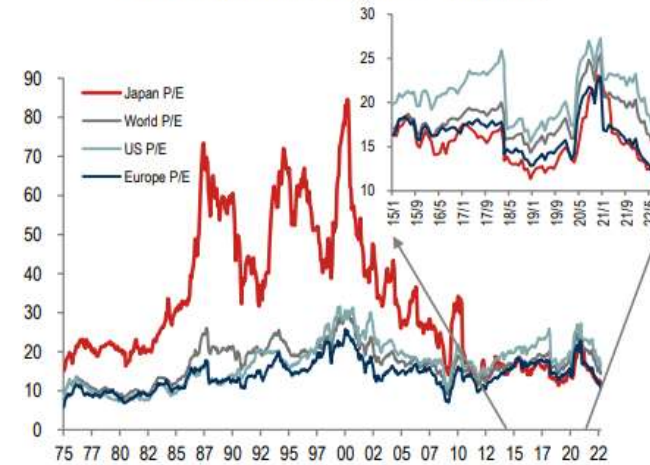
Empresas más baratas, a igualdad de ROEs altos, respecto a los EEUU. Uno de los mercados más baratos del mundo

Ratio of stocks with ROE of 15% or more by valuation – US vs. Japan

Many Japanese companies have delivered ROE of 15% or more.



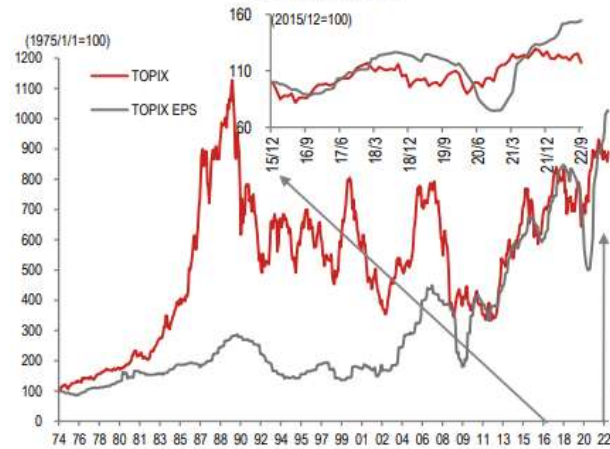
PER Comparison of Major Markets(MSCI)



Source: Bloomberg
Latest date point:30 Sep 2022

Mucho más que la inflación que Japón ha estado esperando durante tantos años...

TOPIX and EPS



Source: Bloomberg
Latest date point:30 Sep 2022

TOPIX and P/E Range



fuentes: Rediscovering Japan with Nomura Asset Management. May 2022. Japan Market Outlook. October 14, 2022

25) Conclusiones

Estrategias aplicadas a nuestra gestión de inversiones. **En verde azulado novedad mes setiembre**

- a) **Evitar las duraciones altas hasta que la subida de tipos se haya estabilizado**
 - I. **En Renta fija: No comprar vencimientos largos. No superiores a 1 año**
 - II. **En Renta variable: No comprar múltiples elevados: Evitar el “Growth”**
- b) **No invertir en negocios de contador:** Los que afrontan la inflación únicamente con subidas de precios y no de volúmenes
- c) **Invertir en “value”:** Sus descuentos de valoración actuales son enormes a día de hoy
- d) **Invertir en países que han estado esperando largamente la inflación: Japón**
- e) **Invertir en aquellos sectores de actividad a los cuales la subida de tipos de interés les beneficia (seguros, banca, etc)**
- f) **Invertir en aquellos sectores de actividad inmersos en la recuperación pospandémica, especialmente el turismo**
- g) **Desinvertir en USD:** ha alcanzado su límite, una vez los bancos centrales se han acoplado ya. 15% caro frente al euro.

Más de 25 premios en los últimos 15 años: un reconocimiento de la estrategia y la filosofía de inversión

2019

Fondo: **GVC Gaesco Constantfons, FI**
Premio: Morningstar – Expansión
Categoría: Monetario

2018

Fondo: **GVC Gaesco Gestión, SGIIC**
Premiada por European Funds Trophy como Mejor Gestora Española de su categoría

Fondo: **Pareturn GVC Gaesco Absolute Return Fund**
Sello Funds People en 2018 como producto destacado del año

2017

Fondo: **GVC Gaesco Small Caps, FI**
Categoría: Top 10 de Fondos de Inversión españoles más rentables de 2017

Fondo: **Bona-Renda, FI**
Categoría: Top 10 de Fondos de Inversión Españoles mixtos más rentables de 2017

Fondo: **GVC Gaesco TFT, FI**
Categoría: Fondo Sectorial Español más rentable de 2017

2015

Fondos:
GVC Gaesco Small Caps, FI,
GVC Gaesco Op. Empresas Inmobiliarias, FI
GVC Gaesco Japón, FI,
GVC Gaesco 300 Places Worldwide, FI

Categoría: Top 20 de Fondos de Inversión españoles más rentables de 2015

2013

Fondo: **GVC Gaesco Retorno Absoluto**
Premio: Lipper – Cinco Días
Categoría: RA Eur Riesgo Alto

Fondo: **IM 93 Renta, FI**
Premio: Morningstar – El Economista
Categoría: Mixto Flexible Euro

2011

Gestor: **Jaume Puig – Mejor Gestor de RV última década**
Premio: Interactive Data – Expansión XXV Aniversario Expansión
GVC Gaesco Small Caps, FI
Categoría: Renta Variable

2009

Fondo: **Bona Renda, FI**
Premio: Eurofunds Fundclass (Le Monde)
Categoría: Mixto Renta Variable

2008

Fondo: **Gaesco Fondo de Fondos, FI**
Premio: Eurofunds Fundclass (Le Monde)
Categoría: Renta Variable



Más de 25 premios en los últimos 15 años: un reconocimiento de la estrategia y la filosofía de inversión

2007

GVC Gaesco Gestión, SGIIC

Premio: Eurofunds Fundclass (Le Monde)

Categoría: Todos los Fondos

Fondo: Gaesco Fondo de Fondos, FI

Premio: Eurofunds Fundclass (Le Monde)

Categoría: Renta Variable

Fondo: Catalunya Fons, FI

Premio: Eurofunds Fundclass (Le Monde)

Categoría: Mixto Renta Variable - España

Fondo: Catalunya Fons, FI

Premio: Eurofunds Fundclass (Le Monde)

Categoría: Mixto Renta Variable - Europa

2006

GVC Gaesco Gestión, SGIIC

Premio: Lipper – Cinco Días

Categoría: Todos los Fondos

Fondo: Gaesco TFT, FI

Premio: Standard&Poor's – Expansión

Categoría: Renta Variable

Fondo: Gaesco Fondo de Fondos, FI

Premio: Morningstar – Intereconomía

Categoría: Renta Variable

Fondo: Cahispa Emergentes, FI

Premio: Morningstar – Intereconomía

Categoría: Renta Variable

Fondo: Bona Renda, FI

Premio: Standard&Poor's – Expansión

Categoría: Mixto Renta Variable

2004

GVC Gaesco Gestión, SGIIC

Premio: Eurofunds Fund Class (Le Monde)

Categoría: Todos los Fondos

GVC Gaesco Gestión, SGIIC

Premio: Standard&Poor's – Expansión

Categoría: Mejor Gestora de Renta Variable

Fondos:

Gaesco Small Caps, FI,

GaescoQuant, FI,

Gaesco Emergentfond, FI,

Gaesco Fondo de Fondos, FI,

Eurofondo, FI,

Bolsalider, FI,

Fondguissona, FI,

Gaesco TFT, FI,

Gaesco Multinacional, FI,

Cahispa Small Caps, FI,

Cahispa Eurovariable, FI,

Cahispa Emergentes, FI,

Cahispa Multifondo, FI

Fondo: Fonsglobal Renta, FI

Premio: Standard&Poor's – Expansión

Categoría: Mixto Renta Variable

Fondo: FonsManlleu Borsa, FI

Premio: Standard&Poor's – Expansión

Categoría: Mixto Renta Fija

2002

Fondo: Cahispa Renta, FI

Premio: Lipper – Cinco Días

Categoría: Mixto Renta Fija

2001

Fondo: Gaesco Fondo de Fondos, FI

Premio: Standard&Poor's – Expansión

Categoría: Renta Variable

Fondo: Cahispa Renta, FI

Premio: Standard&Poor's – Expansión

Categoría: Mixto Renta Fija



Aviso Legal

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en la misma, han sido elaborados por GVC Gaesco Gestión, S.G.I.I.C., S.A.U. (en adelante "GVC Gaesco Gestión"), con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe y están sujetos a cambio sin previo aviso.

GVC Gaesco Gestión no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. GVC Gaesco Gestión considera que la información y/o las interpretaciones, estimaciones y/u opiniones relacionadas con los instrumentos financieros y/o emisores de los cuales trata este documento, están basados en fuentes que se consideran fiables y de reconocido prestigio, disponibles para el público en general. GVC Gaesco Gestión no garantiza la precisión, integridad, corrección o el carácter completo de dichas fuentes, al no haber sido objeto de verificación independiente por parte de GVC Gaesco Gestión y, en cualquier caso, los receptores de este documento no deberán confiar exclusivamente en el mismo, antes de llevar a cabo una decisión de inversión.

La información contenida en el presente documento hace o puede hacer referencia a rendimientos pasados o a datos sobre rendimientos pasados de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión, en consecuencia, el inversor es advertido de manera general de que dichas referencias a rendimientos pasados no son, ni pueden servir, como indicador fiable de posibles resultados futuros, ni como garantía de alcanzar tales resultados.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra, venta o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Los comentarios que figuran en este documento tienen una finalidad meramente divulgativa y no pretenden ser, no son y no pueden considerarse en ningún caso asesoramiento en materia de inversión ni ningún otro tipo de asesoramiento.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

GVC Gaesco Gestión no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Es posible que entre la información contenida en el presente documento existan datos o referencias basadas o que puedan basarse en cifras expresadas en una divisa distinta de la utilizada en el Estado Miembro de residencia de los destinatarios o receptores posibles del presente documento. En tales casos, es necesario advertir de forma general que cualquier posible cambio al alza o a la baja en el valor de la divisa utilizada como base de dichas cifras puede provocar directa o indirectamente alteraciones (incrementos o disminuciones) de los resultados de los instrumentos financieros y/o servicios de inversión a los que hace referencia la información contenida en el presente documento.

GVC Gaesco Gestión o cualquier otra entidad del Grupo GVC Gaesco, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de GVC Gaesco Gestión u otra entidad del Grupo GVC Gaesco pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo GVC Gaesco Gestión o cualquier otra entidad del Grupo GVC Gaesco puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de GVC Gaesco Gestión. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.