

Informe Mensual

Mercados y Carteras Asesoradas

Mayo 2025





1. Análisis y Situación de Mercados

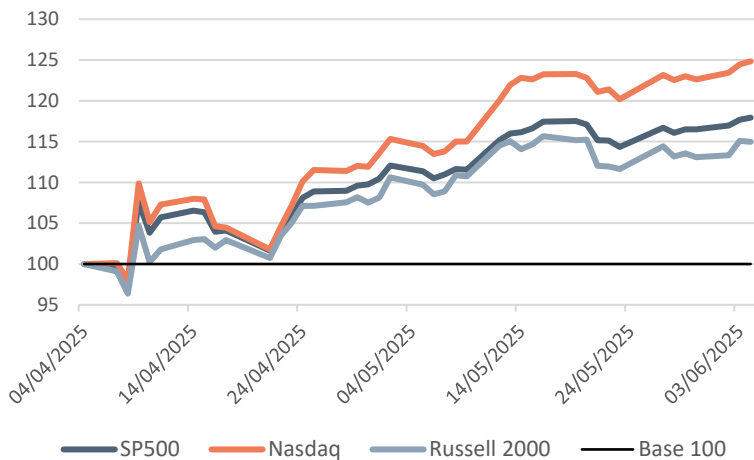
- Comentario de Mercado.
- Escenarios 2025.
- Renta Fija y Tipos de Interés.
- Renta Variable.



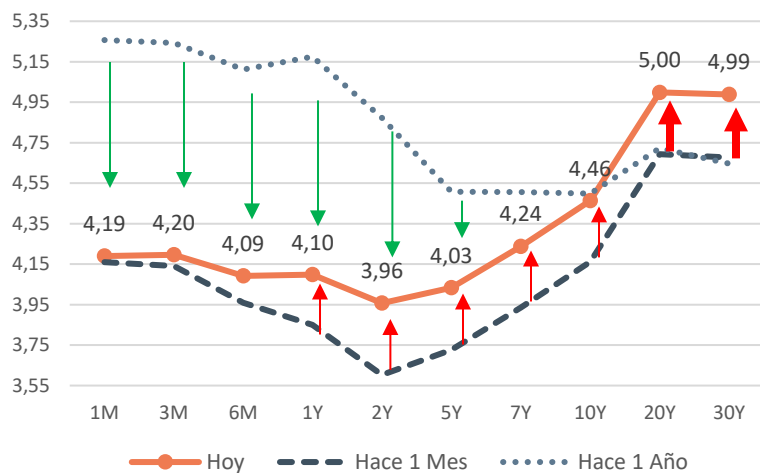


Comentario de Mercado

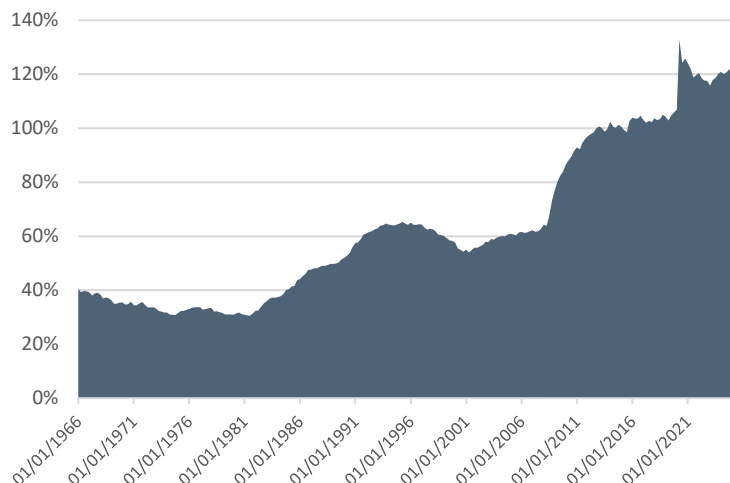
Evolución del mercado desde mínimos.



Curva de tipos – EEUU.



Deuda/PIB - EEUU



“TACO Trade” (Trump Always Chickens Out)

El mes pasado hacíamos referencia al Juego de la Gallina, pues el mercado ha establecido un nombre para definir el errático y exasperante comportamiento de la administración Trump en esta negociación arancelaria. El TACO Trade, que traducido su significado es que “Trump siempre se acobarda”. Hemos visto como hasta la fecha en los momentos más tensos donde parecía que todo iba a romperse que finalmente Trump da un paso atrás. Este comportamiento ha hecho que muchos operadores a corto plazo hayan establecido este tipo de operativa de comprar en los peores momentos con la seguridad que Trump siempre salta primero del coche (ver comentario del mes anterior sobre el juego de la gallina), lo que han bautizado como el TACO Trade.

Puede parecer simple, pero realmente este comportamiento es el que ha hecho que desde mínimos el SP500 haya rebotado un 18% y que este mes de mayo haya sido de los mejores meses en cuanto a rentabilidad, la gran pregunta, sin embargo, continúa siendo la misma, ¿Cuánto más está dispuesta la administración Trump a tensar la cuerda? Europa y China no están cediendo de forma fácil y mientras van pasando los meses y estos meses no salen gratis a nadie.

Mientras hemos visto que las publicaciones de resultados empresariales han mostrado una gran fortaleza, lo que también ha ayudado de manera decisiva a esta recuperación desde los mínimos de abril, como parte negativa, algunas compañías no han querido hacer sus previsiones habituales debido a la fuerte incertidumbre existente por la guerra arancelaria.

No podemos obviar el último movimiento de Standard & Poor’s rebajando el rating de EE.UU., de AAA a AA+, técnicamente no es ninguna sorpresa y tanto Fitch como Moody’s ya hace años que tomaron, no nos cansamos de repetir que el verdadero termómetro de los mercados son los tipos de interés, estamos viendo como EE.UU. y Japón están sufriendo un fuerte tensionamiento de estos que reflejan una menor demanda de estos bonos justo en un año que EE.UU. debe refinanciar el grueso de su deuda. Esta situación es delicada y es la clave de todo, si la administración norteamericana consigue mantener controlada la deuda y su coste y renegociar acuerdos comerciales con aranceles que realmente puedan ayudar a un equilibrio presupuestario habrán conseguido su objetivo, por contra, el peligro es que no puedan controlar el crecimiento de su deuda y que finalmente todo este proceso nos lleve a una desaceleración económica o incluso una recesión.

Nos tememos que aun quedan meses de asistir a este juego, ¿la FED le ayudará bajando tipos? ¿Iremos enlazando prorrogas en los aranceles o entraremos en entornos más duros?. Nuestro escenario base siempre ha sido que la administración Trump, si pueden evitarlo, no van a dejar llevar las cosas a un punto de no retorno y que todo es una estrategia negociadora, recordemos que en año y medio ya tendremos las *mid term elections* que les podrían quitar el control de las cámaras y les dejarían las manos atadas para implementar sus políticas en lo que reste de mandato y al mismo tiempo dejarían muy tocadas las posibilidades de victoria en unas futuras elecciones presidenciales para el candidato Republicano. Siempre se ganan y pierden elecciones con la economía, recuerden esa famosa frase acuñada por el equipo de campaña en 1992 de Bill Clinton frente a George Bush (padre) “*It is the economy stupid*”, poco importó la contundente victoria en la Primera Guerra del Golfo cuando Irak invadió Kuwait, Bush perdió la reelección.

Jordi Martret, CFA, CAIA

Director de Inversiones – NORZ Patrimonia



Escenarios 2025

- Escenario Central - No Landing:** Hay que diferencia entre áreas geográficas. Vemos como EE.UU. evita la recesión, sin embargo, podemos ver como en Europa, esta si que aparece. Divergencia entre políticas monetarias, la FED tiene un margen limitado de bajadas mientras que el BCE debe bajar tipos con fuerza.
- Escenario Central - Soft Landing:** Tanto EE.UU. como Europa entran en recesión técnica, el ciclo de bajadas de tipos se da con igual intensidad en ambas regiones, manteniendo un equilibrio entre ambas divisas.
- Escenario Optimista - Los 20 Rugientes:** La innovación en IA se transmite al resto del merado, no tan solo a las "7 magníficas", se monetizan las inversiones y otras temáticas de inversión como la "computación cuántica" entran en escena alimentado un escenario de innovación tecnológica importante que envía a los índices a máximos, principalmente en empresas de calidad y tecnológicas. En este escenario la FED sitúa su objetivo de inflación en el 3% que le permite mantenerse a la espera sin subir tipos. En este escenario la inflación se mantiene estable, los precios de la energía combinado con aumentos de productividad y que China vuelve a exportar deflación.
- Escenarios de Riesgo - Sobrecalentamiento/Reflación:** En este escenario la inflación vuelve a repuntar y volvemos a unos bancos centrales en modo restrictivo con nuevas subidas de tipos de interés. Se corre el riesgo que estas subidas de tipos provoquen un aterrizaje brusco en la economía. La curva de tipos en los EE.UU. repunta por encima del 5%. Esta situación finalmente lleva a un aterrizaje brusco en la economía global. En Europa igualmente llega esta ola inflacionista
- Escenarios de Riesgo - Aterrizaje Brusco:** Existen diferentes eventos económicos que pueden desembocar en un aterrizaje brusco de la economía, estos eventos vendrían desde el sector inmobiliario; desde el sector financiero; o por una crisis de deuda soberana ya sean en los EE.UU. o en algún país europeo. Un repunte en la inflación y en los tipos de interés podría provocar una crisis en la banca regional similar a la sucedida en la primera mitad del 2024 o bien un pinchazo en el precio de los inmuebles. Ambas casuísticas podría provocar un contagio al sector financiero que restrinja el crédito y se contagie a la economía real. EL alto nivel de endeudamiento limita la capacidad de los bancos centrales de inyectar liquidez de forma ilimitada.
- Escenarios de Riesgo - Stagflación/Escenario Años 70:** Vemos una segunda ola inflacionaria similar a lo sucedido en los años 70 primero con la crisis del petróleo y posteriormente con revolución islamista en Irán que provocó la crisis de los rehenes y otra subida del precio del petróleo. En un mundo ya con problemas de crecimiento, el escenario desemboca en una situación de stagflación. Esta situación creemos que vendría provocada por algún evento geopolítico o por un agravamiento en las relaciones entre los dos grandes bloques existentes que vuelvan a tensar las cadenas de suministros que disparen los precios de materias primas y de energía.

			Escenario Central	Escenario Central	Escenario Optimista	Escenario de Riesgo	Escenario de Riesgo	Escenario de Riesgo
			"NO LANDING"	"SOFT LANDING"	Los 20 Rugientes	Sobrecalentamiento	Aterrizaje Brusco	Tormenta de Tipos - Stagflación
PROBABILIDAD ESCENARIO			ALTA	MEDIA	MEDIA	MEDIA	MEDIA-BAJA	BAJA
Divisa	Cierre 2024	Precio Actual						
EUR/USD	1,0354	1,1347	1,0000	1,0500	1,0000	1,0500	0,9000	0,8500
% Impacto precio			-11,87%	-7,46%	-11,87%	-7,46%	-20,68%	-25,09%
Mercado Monetario								
EURIBOR EUR 12M	2,46	2,09	2,50	1,50	4,00	4,50	1,00	5,50
Impacto precio			0,41	-0,59	1,91	2,41	-1,09	3,41
LIBOR USD 12M	4,14	4,10	4,18	3,50	5,00	6,00	2,50	6,50
Impacto precio			0,08	-0,60	0,90	1,90	-1,60	2,40
Renta Fija								
Bono 10A. Alem.	2,37	2,50	2,25	1,50	3,00	4,00	1,25	5,00
Impacto precio			-0,25	-1,00	0,50	1,50	-1,25	2,50
Bono 10A. EEUU	4,57	4,40	4,50	3,50	5,00	6,00	3,00	6,50
Impacto precio			0,10	-0,90	0,60	1,60	-1,40	2,10
Renta Variable								
EuroStoxx 50	4.895,98	5.366,59	5.300	5.000	5.600	4.100	4.000	3.800
% Impacto precio			-1,24%	-6,83%	4,35%	-23,60%	-25,46%	-29,19%
Stoxx 600	507,62	548,67	540	505	590	420	400	360
% Impacto precio			-1,58%	-7,96%	7,53%	-23,45%	-27,10%	-34,39%
S&P 500	5.881,63	5.911,69	6.400	6.000	7.000	4.800	4.500	4.000
% Impacto precio			8,26%	1,49%	18,41%	-18,80%	-23,88%	-32,34%
World Index	3.707,84	3.863,48	4.000	3.800	4.200	2.650	2.650	2.500
% Impacto precio			3,53%	-1,64%	8,71%	-31,41%	-31,41%	-35,29%
Materias primas								
Petróleo (BRENT)	74,64 USD	63,90 USD	75,00 USD	70,00 USD	85,00 USD	60,00 USD	50,00 USD	125,00 USD
% Impacto precio			17,37%	9,55%	33,02%	-6,10%	-21,75%	95,62%
Oro (USD/Onza)	2.624,50 USD	3.289,25 USD	2.600 USD	2.600 USD	2.600 USD	2.000 USD	3.000 USD	3.500 USD
% Impacto precio			-20,95%	-20,95%	-20,95%	-39,20%	-8,79%	6,41%



Renta Fija y Tipos de Interés

Tipos Intervención.

AREA	OFICIAL (MAIN REFIN. RATE)	DEPO FACILITY
BCE ZONA EURO	2,40	2,25
AREA	BANDA INFERIOR	BANDA SUPERIOR
RESERVA FEDERAL (EEUU)	4,25	4,50
AREA	BOE OFFICIAL RATE	
BOE (REINO UNIDO)	4,25	
AREA	POLICY BALANCE RATE	
BOJ (JAPAN)	0,50	

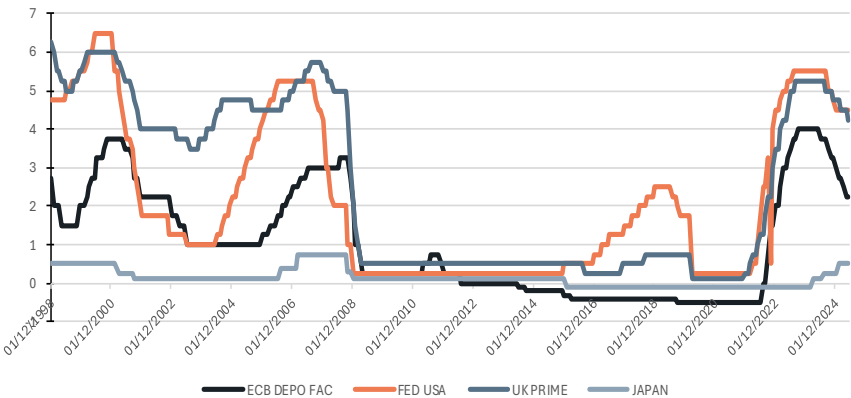
Spreads de Crédito.

Spreads de Crédito Corp.	30/05/2025	31/12/2024	+/- (PB)
CDS Europa Inv Grade	56,20	57,65	-1,45
CDS Europa HY	292,53	313,06	-20,53
CDS USA Inv Grade	54,96	49,84	5,12
CDS USA HY	3,01	2,92	0,09
CDS Fin Senior	60,43	63,78	-3,36
CDS Fin Subordinado	105,19	122,65	-17,46
CDS Emerging Mkts.	167,17	172,52	-5,35

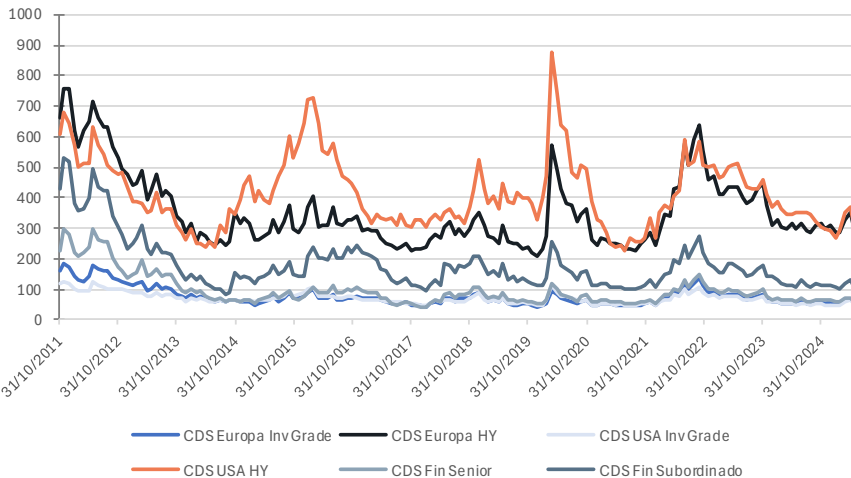
Mercado Monetario.

Divisas/EUR	30/05/2025	31/12/2024	+/-
DOLAR	1,1347	1,0354	9,59%
YEN JAPONES	163,4600	162,7800	0,42%
FRANCO SUIZO	0,9333	0,9401	-0,73%
LIBRA ESTERLINA	0,8432	0,8275	1,90%
Tipos Cortos	30/05/2025	31/12/2024	+/- P.B.
USA 3m	4,21%	4,17%	3,58
USA 12m	4,10%	4,14%	-4,44
EURO 3m	2,00%	2,71%	-71,90
EURO 6m	2,07%	2,57%	-49,90
Tipos Largos	30/05/2025	31/12/2024	+/- P.B.
USA	4,40%	4,57%	-16,86
Alemania	2,50%	2,37%	13,30
España	3,09%	3,06%	3,10
Italia	3,48%	3,52%	-4,20
Grecia	3,25%	3,22%	3,20
Portugal	2,98%	2,85%	12,70

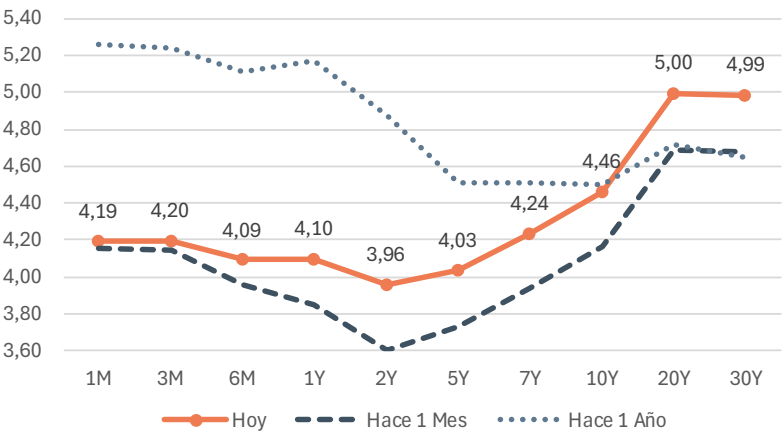
Evolución de Tipos Oficiales.



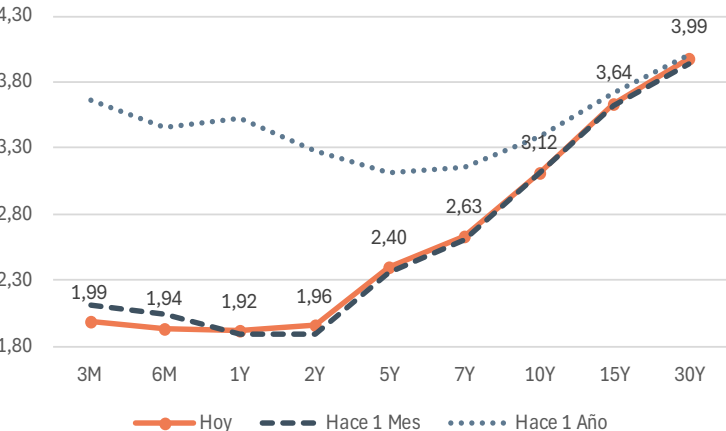
Spreads de Crédito.



Curva de Tipos – EEUU.



Curva de Tipos – ESPAÑA.



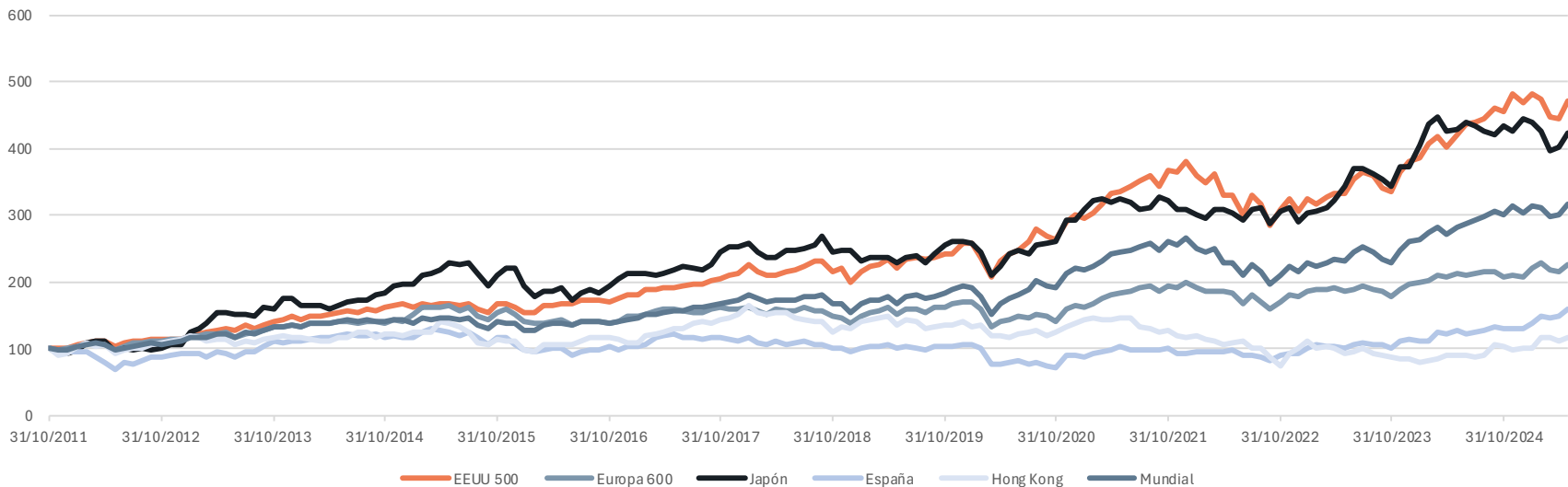


Renta Variable

Principales índices de Renta Variable.

Región	Índice	Precio	YTD %	MTD%	Ult. 12m Ret%	Ult. 3m Ret%	PER Ratio	PER Est.	EV/EBITDA	Rent Div%
Europa	España	14.152,60	22,05%	6,51%	25,40%	8,60%	11,90	12,70	7,93	3,89
	Europa	5.418,04	9,61%	4,00%	9,38%	0,57%	16,08	15,52	10,80	2,98
	Alemania	24.334,69	20,53%	6,67%	32,21%	8,99%	20,63	16,86	9,37	2,42
	Francia	7.828,73	5,03%	2,08%	-1,38%	-2,72%	16,18	15,31	10,72	3,19
	Italia	40.111,63	17,26%	6,60%	17,03%	6,29%	11,18	12,08	7,97	4,67
	Reino Unido	8.803,54	7,33%	3,27%	6,94%	0,51%	13,20	13,58	8,05	3,48
	Europa 600	551,81	8,09%	4,02%	6,72%	0,13%	15,64	15,23	10,34	3,26
EEUU	Industriales	42.519,64	-0,64%	3,94%	9,84%	0,00%	22,56	21,23	13,93	1,70
	Tecnología	21.662,58	1,56%	9,04%	16,12%	6,44%	33,92	28,54	18,22	0,72
	EEUU 500	5.970,37	0,51%	6,15%	12,83%	3,33%	25,34	23,02	15,26	1,29
Japón	Japón	37.747,45	-4,84%	5,33%	-2,81%	1,12%	17,91	18,21	10,00	1,97
Emergentes	Hong Kong	23.654,03	16,10%	5,29%	28,25%	3,10%	11,30	10,62	9,40	3,53
	China	3.376,20	-0,13%	2,09%	9,22%	1,56%	14,62	12,95	14,65	2,89
	India	81.012,22	3,68%	-0,54%	12,39%	10,99%	23,77	21,93	14,07	1,26
	Mexico	3.578,87	16,56%	2,27%	7,70%	9,88%	15,25	12,62	6,16	4,14
	Brasil	137.546,26	13,92%	1,45%	12,93%	12,01%	10,77	8,33	5,07	6,48
	Emergentes	1.158,13	7,61%	4,00%	10,09%	5,96%	14,82	12,84	8,81	2,72
Global	Índice Mundial	3.894,53	4,20%	5,69%	12,76%	4,56%	22,45	20,51	13,35	1,78

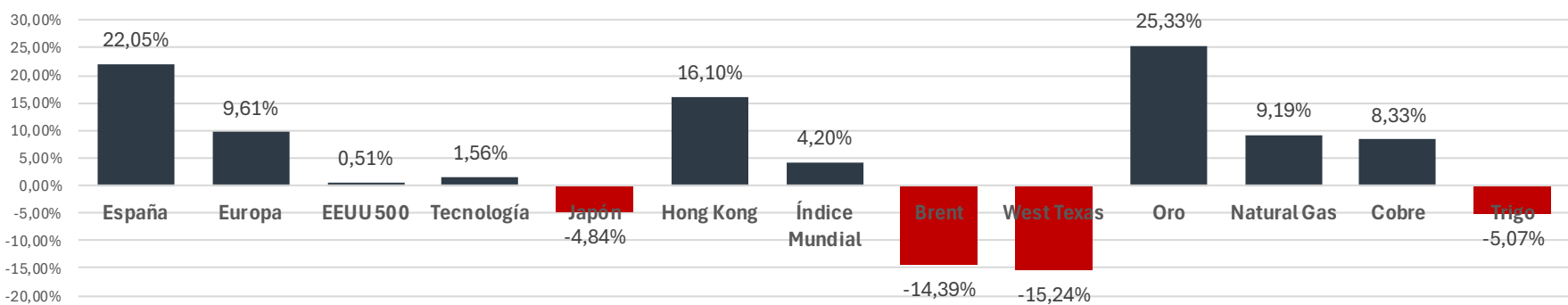
Principales índices de Renta Variable.



Commodities.

Commodity	30/05/2025	31/12/2024	+/-	Commodity	30/05/2025	31/12/2024	+/-
Brent	63,9	74,64	-14,39%	Natural Gas	3,447	3,157	9,19%
West Texas	60,79	71,72	-15,24%	Cobre	9498	8768	8,33%
Oro	3289,25	2624,5	25,33%	Trigo	534	562,5	-5,07%

Rentabilidad por Activos.





2. Carteras Modelo de Fondos

- Cartera 100% Renta Variable.
- Cartera 75% Renta Variable.
- Cartera 50% Renta Variable.
- Cartera 35% Renta Variable.
- Cartera 15% Renta Variable.
- Cartera Renta Fija.



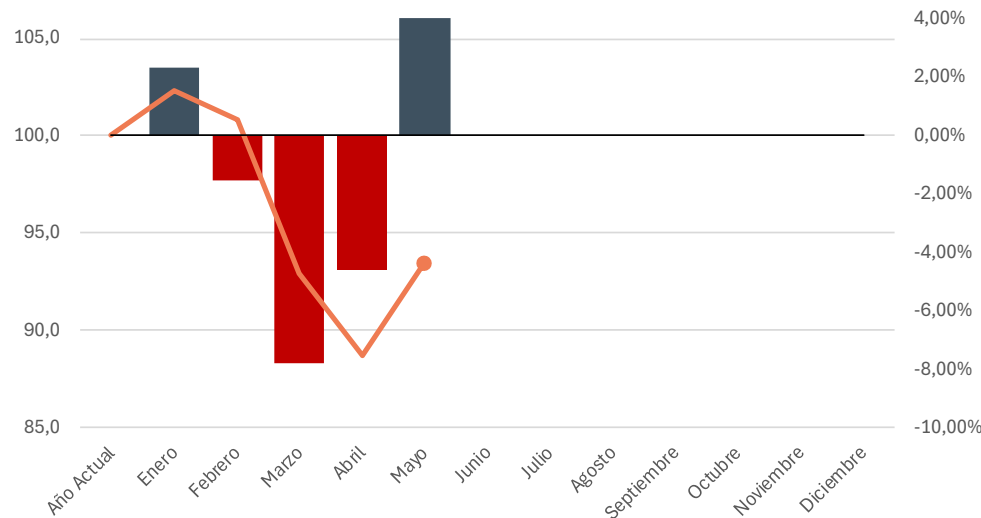


Cartera Modelo Fondos - 100% RV

La cartera invierte el 100% de sus activos en renta variable. El objetivo es generar rentabilidades positivas a medio y largo plazo mediante la aplicación de análisis fundamental. Para ello se identifican las inversiones más atractivas y adecuadas para cada momento del ciclo económico.

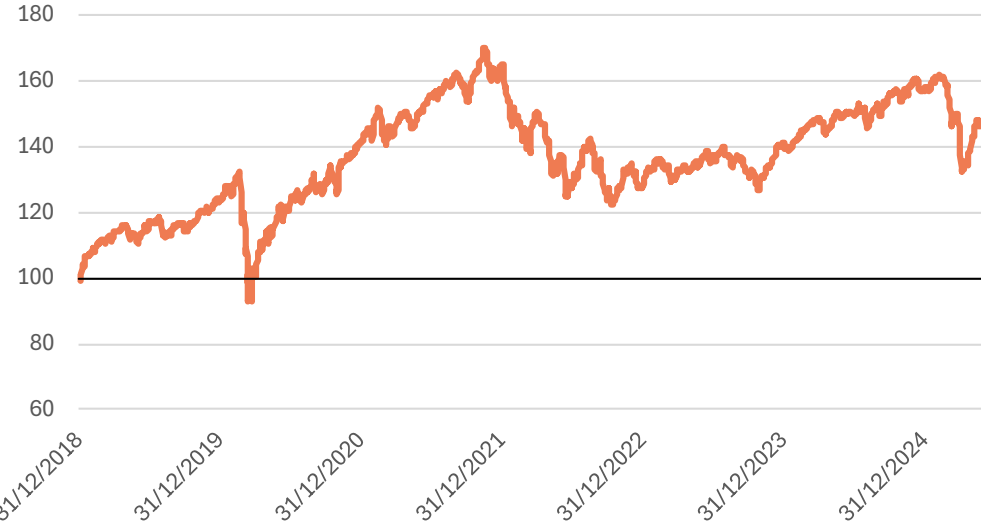
Año Actual	Rentabilidad
Enero	2,37%
Febrero	-1,54%
Marzo	-7,77%
Abril	-4,59%
Mayo	5,34%
Junio	
Julio	
Agosto	
Septiembre	
Octubre	
Noviembre	
Diciembre	
Rentabilidad Total	-6,57%
Volatilidad Anualizada	9,28%

Rentabilidad acumulada 2025.

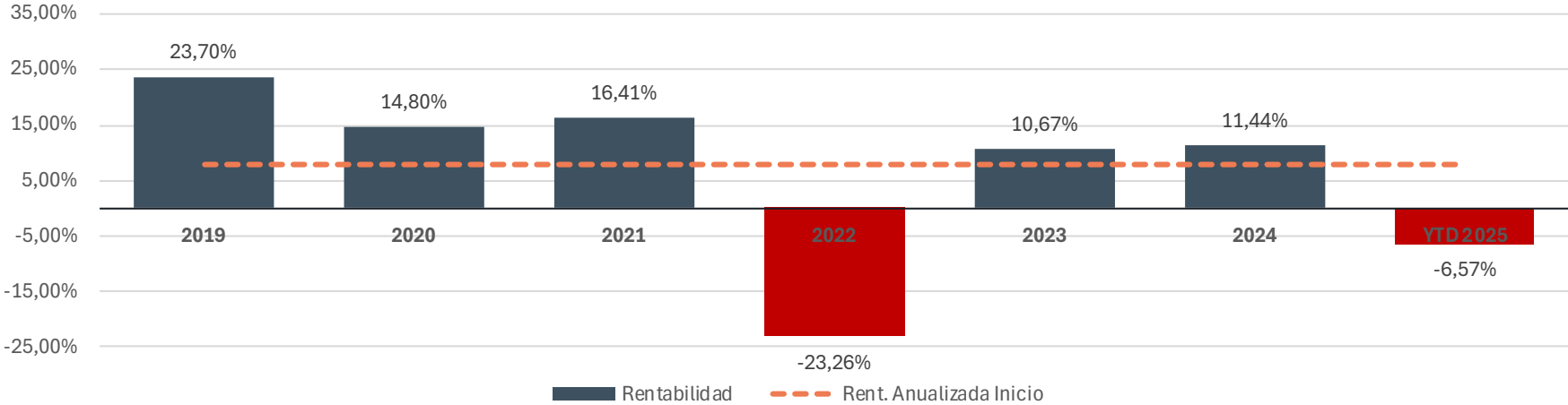


Año	Rentabilidad
2019	23,70%
2020	14,80%
2021	16,41%
2022	-23,26%
2023	10,67%
2024	11,44%
YTD 2025	-6,57%
Rent. Anualizada Inicio	7,75%

Rentabilidad acumulada desde inicio.



Rentabilidad Anual desde Inicio.



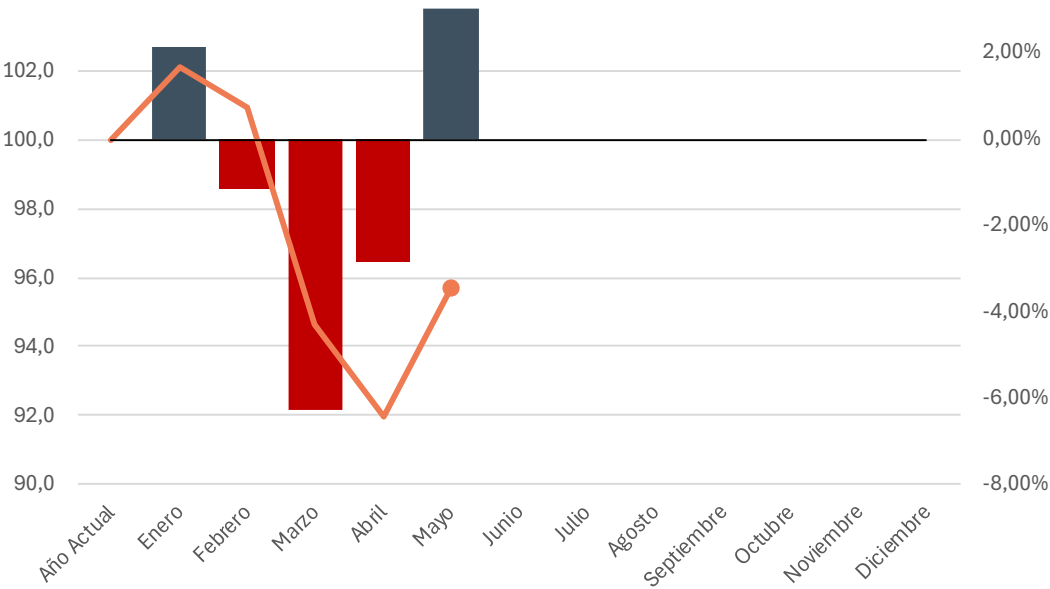


Cartera Modelo Fondos - 75% RV

Esta cartera puede estar invertida hasta un 100% en Renta Variable, siendo su posición neutral de 75%..

Año Actual	Rentabilidad
Enero	2,14%
Febrero	-1,14%
Marzo	-6,26%
Abril	-2,86%
Mayo	4,07%
Junio	
Julio	
Agosto	
Septiembre	
Octubre	
Noviembre	
Diciembre	
Rentabilidad Total	-4,31%
Volatilidad Anualizada	6,89%

Rentabilidad acumulada 2025.

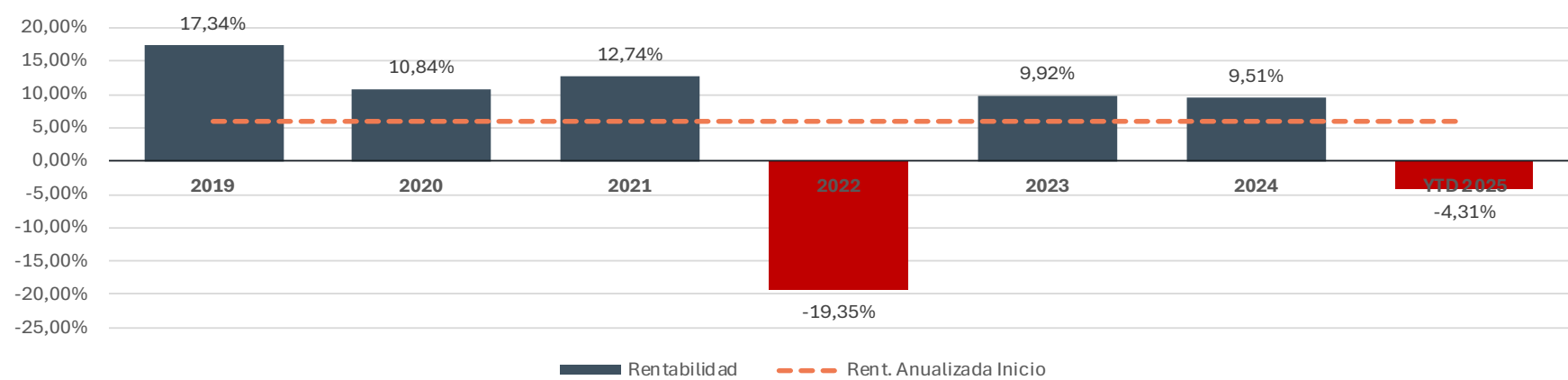


Año	Rentabilidad
2019	17,34%
2020	10,84%
2021	12,74%
2022	-19,35%
2023	9,92%
2024	9,51%
YTD 2025	-4,31%
Rent. Anualizada Inicio	6,06%

Rentabilidad acumulada desde inicio.



Rentabilidad Anual desde Inicio.



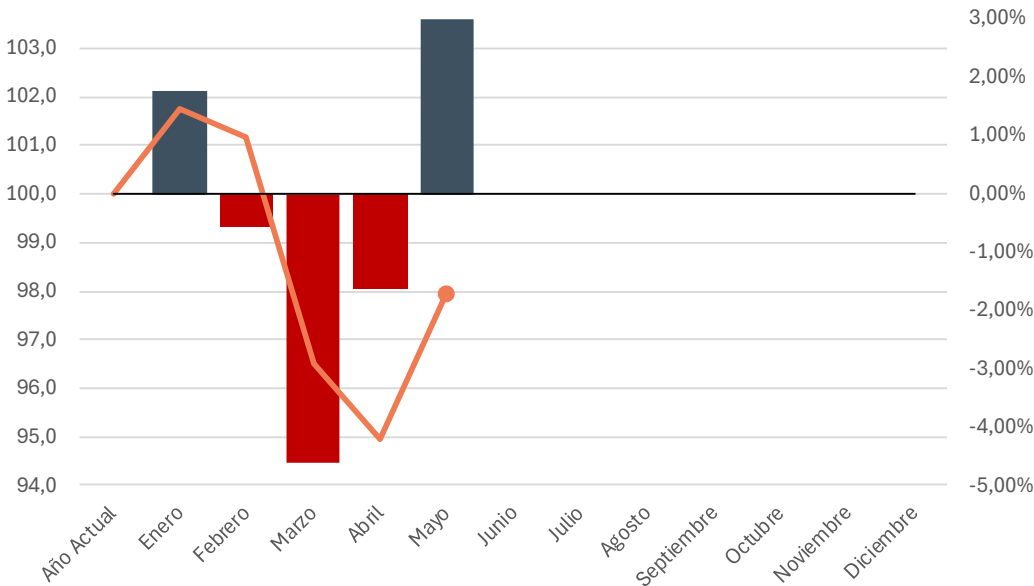


Cartera Modelo Fondos - 50% RV

Esta cartera puede estar invertida hasta un 75% en Renta Variable, siendo su posición neutral de 50%

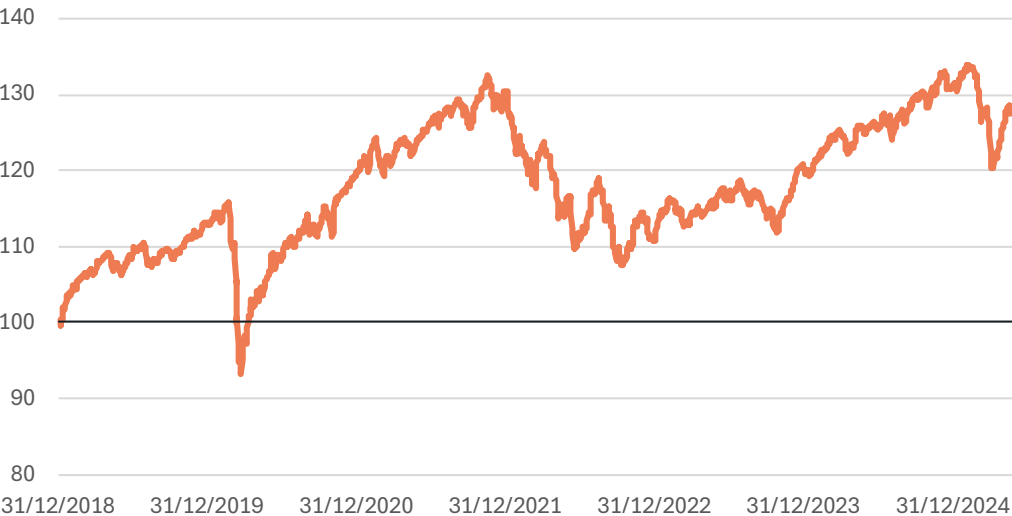
Año Actual	Rentabilidad
Enero	1,76%
Febrero	-0,56%
Marzo	-4,61%
Abril	-1,63%
Mayo	3,15%
Junio	
Julio	
Agosto	
Septiembre	
Octubre	
Noviembre	
Diciembre	
Rentabilidad Total	-2,06%
Volatilidad Anualizada	4,92%

Rentabilidad acumulada 2025.

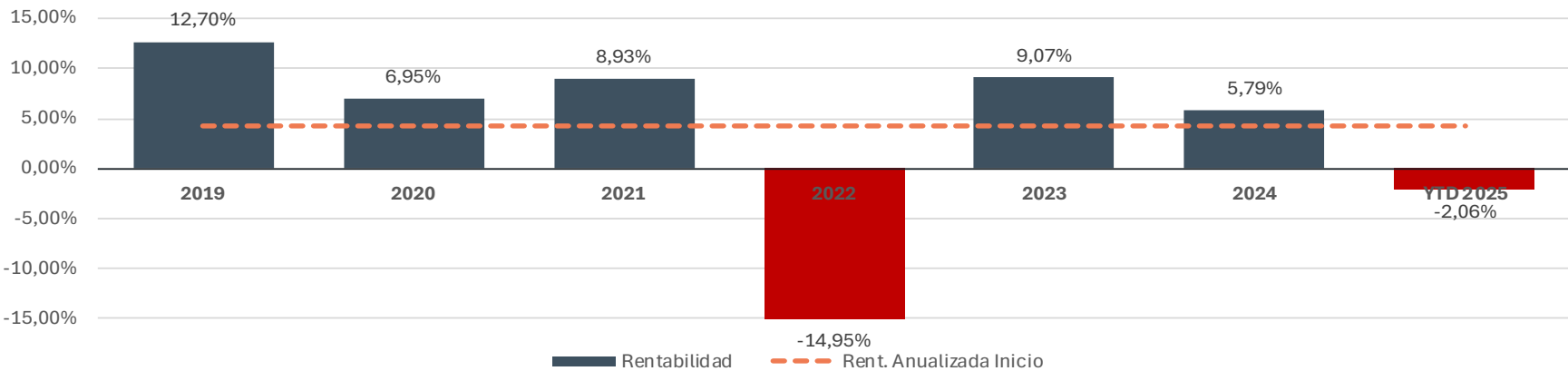


Año	Rentabilidad
2019	12,70%
2020	6,95%
2021	8,93%
2022	-14,95%
2023	9,07%
2024	5,79%
YTD 2025	-2,06%
Rent. Anualizada Inicio	4,31%

Rentabilidad acumulada desde inicio.



Rentabilidad Anual desde Inicio.



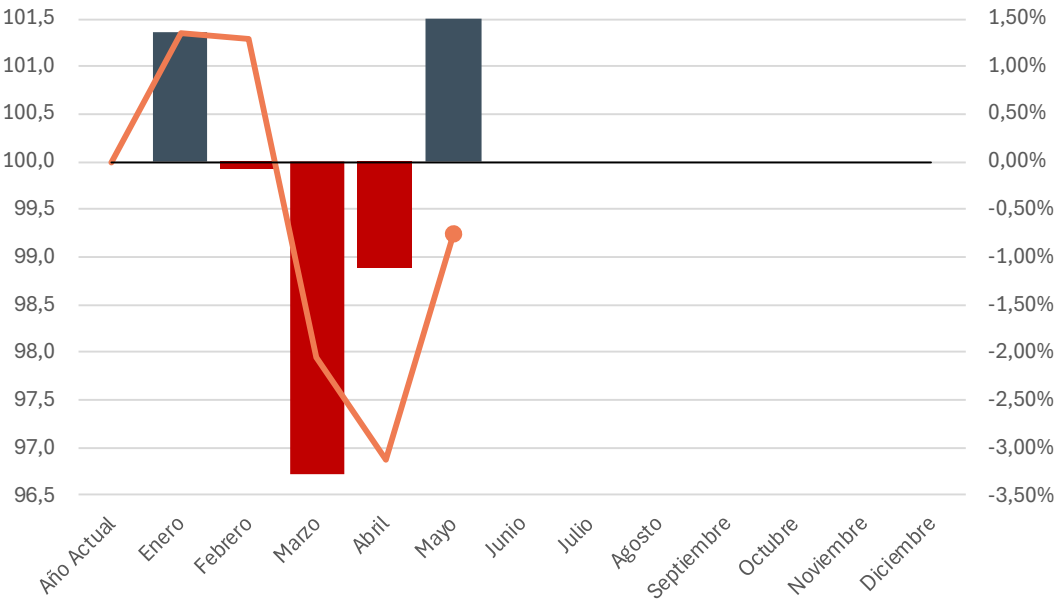


Cartera Modelo Fondos - 35% RV

Esta cartera puede estar invertida hasta un 50% en Renta Variable, siendo su posición neutral de 35%

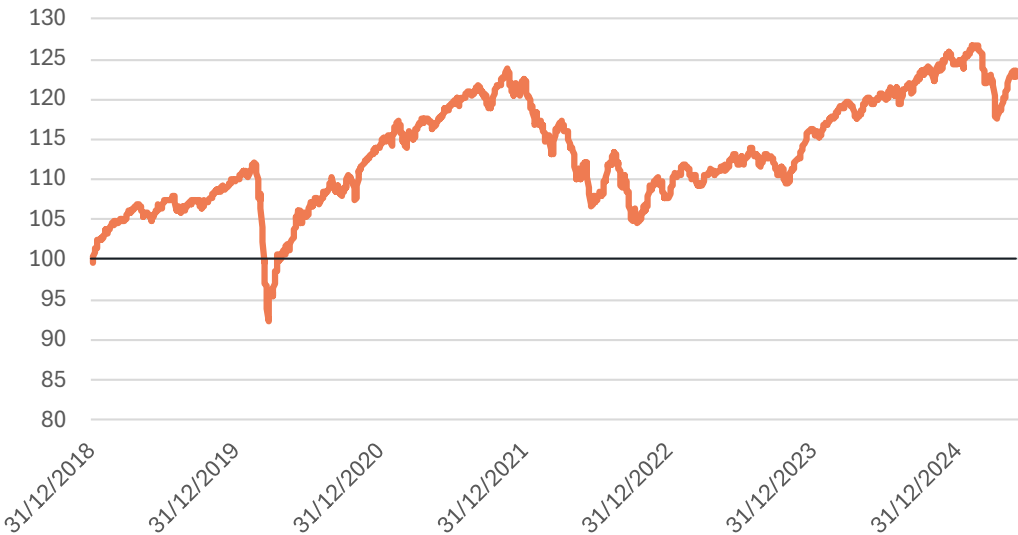
Año Actual	Rentabilidad
Enero	1,36%
Febrero	-0,07%
Marzo	-3,29%
Abril	-1,10%
Mayo	2,45%
Junio	
Julio	
Agosto	
Septiembre	
Octubre	
Noviembre	
Diciembre	
Rentabilidad Total	-0,75%
Volatilidad Anualizada	3,40%

Rentabilidad acumulada 2025.

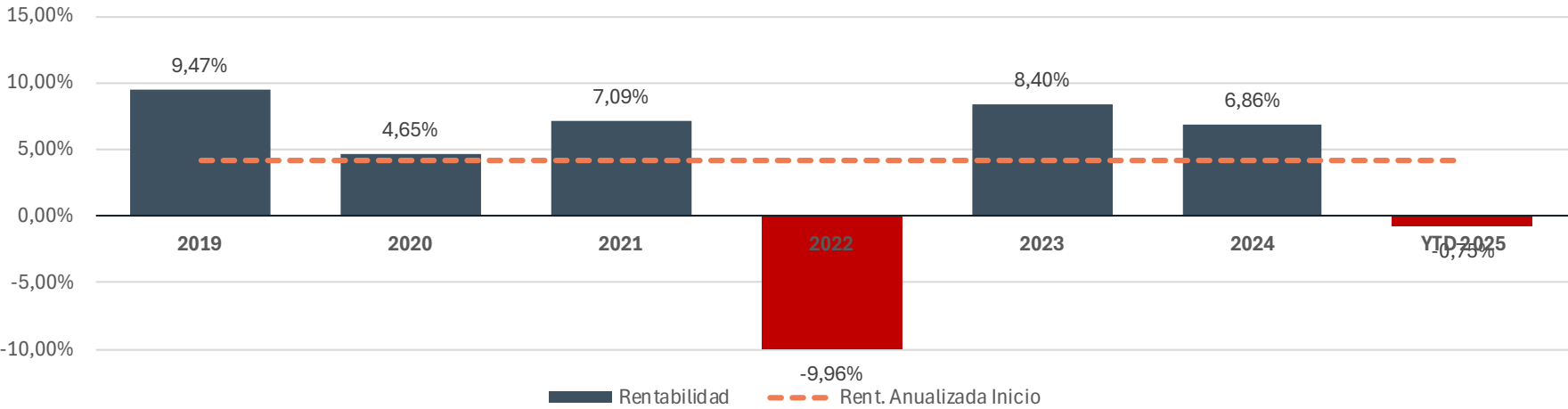


Año	Rentabilidad
2019	9,47%
2020	4,65%
2021	7,09%
2022	-9,96%
2023	8,40%
2024	6,86%
YTD 2025	-0,75%
Rent. Anualizada Inicio	4,19%

Rentabilidad acumulada desde inicio.



Rentabilidad Anual desde Inicio.



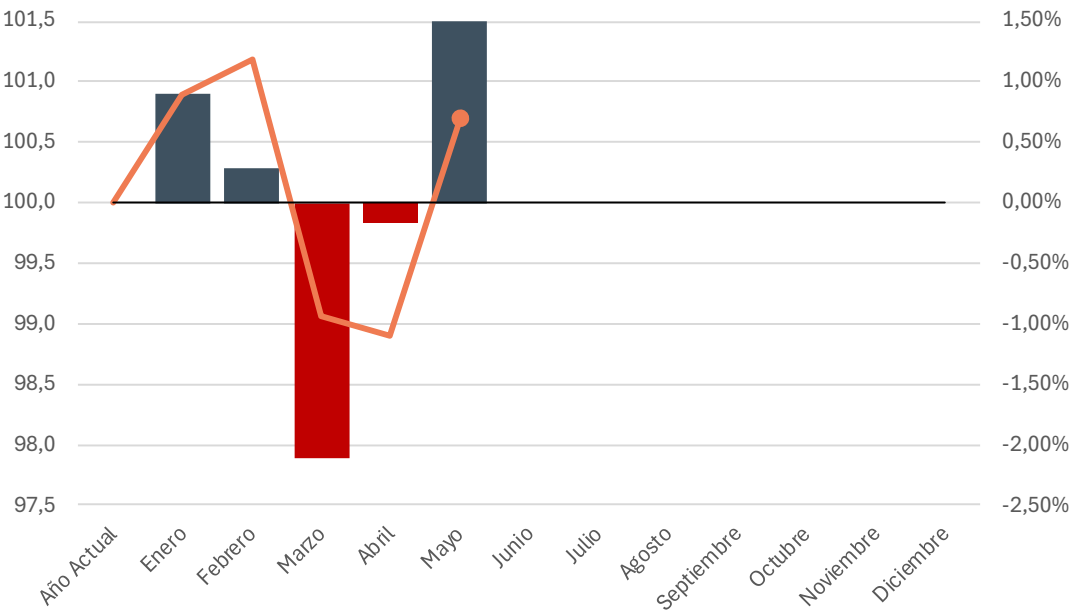


Cartera Modelo Fondos - 15% RV

Esta cartera puede estar invertida hasta un 25% en Renta Variable, siendo su posición neutral de 15%

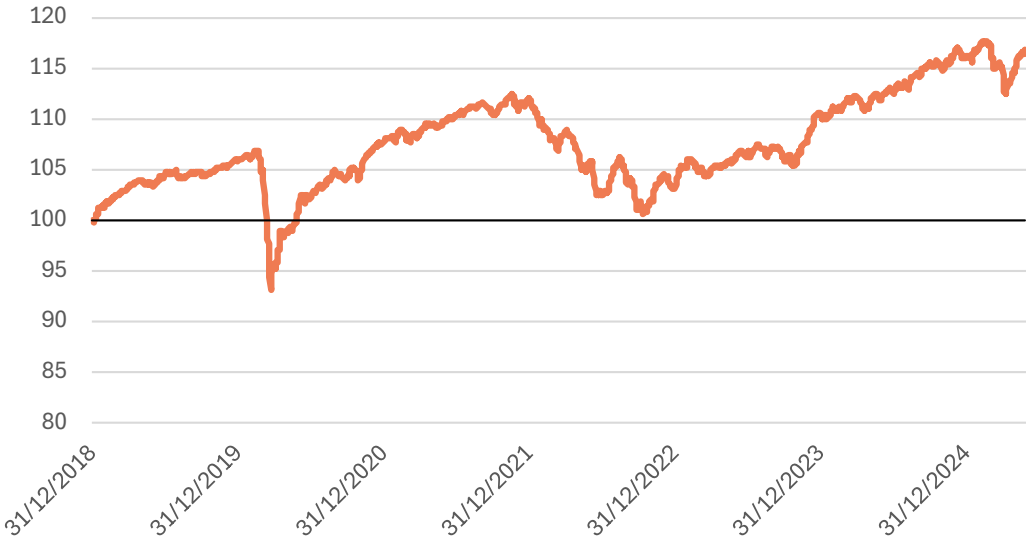
Año Actual	Rentabilidad
Enero	0,90%
Febrero	0,29%
Marzo	-2,11%
Abril	-0,16%
Mayo	1,82%
Junio	
Julio	
Agosto	
Septiembre	
Octubre	
Noviembre	
Diciembre	
Rentabilidad Total	0,70%
Volatilidad Anualizada	2,34%

Rentabilidad acumulada 2025.

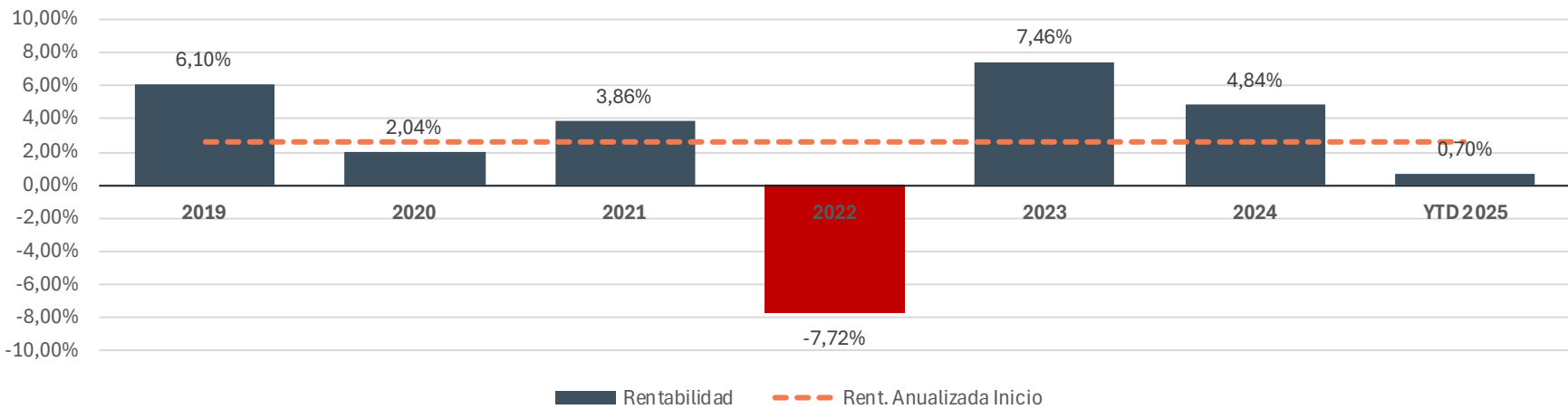


Año	Rentabilidad
2019	6,10%
2020	2,04%
2021	3,86%
2022	-7,72%
2023	7,46%
2024	4,84%
YTD 2025	0,70%
Rent. Anualizada Inicio	2,64%

Rentabilidad acumulada desde inicio.



Rentabilidad Anual desde Inicio.



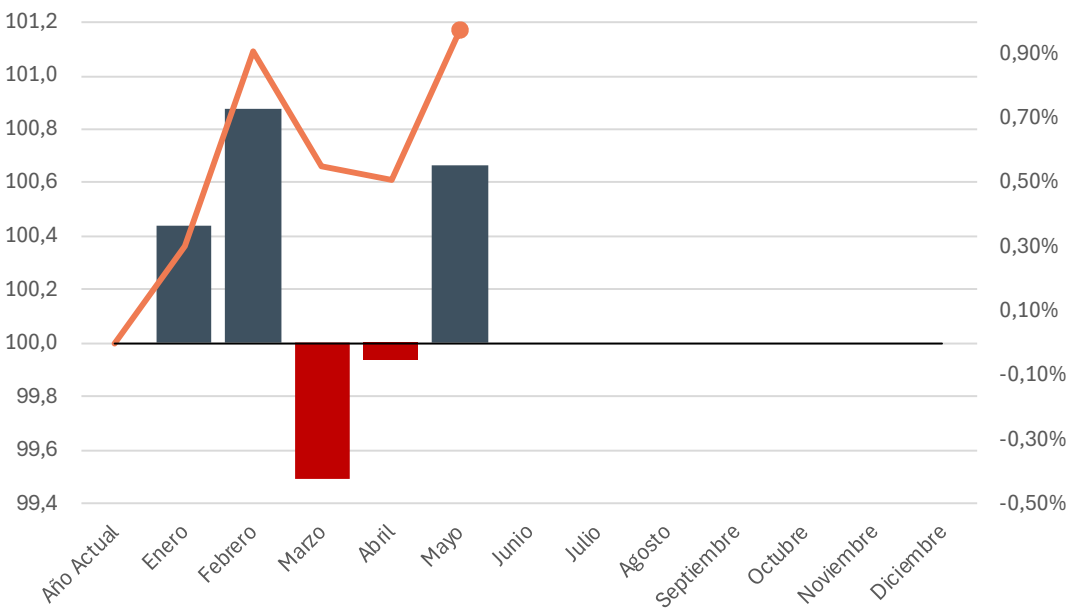


Cartera Modelo Fondos - 100% RF

La cartera invierte el 100% de sus activos en renta fija. El objetivo es generar rentabilidades positivas a medio y largo plazo mediante la aplicación de análisis fundamental. Para ello se identifican las inversiones más atractivas y adecuadas para cada momento del ciclo económico.

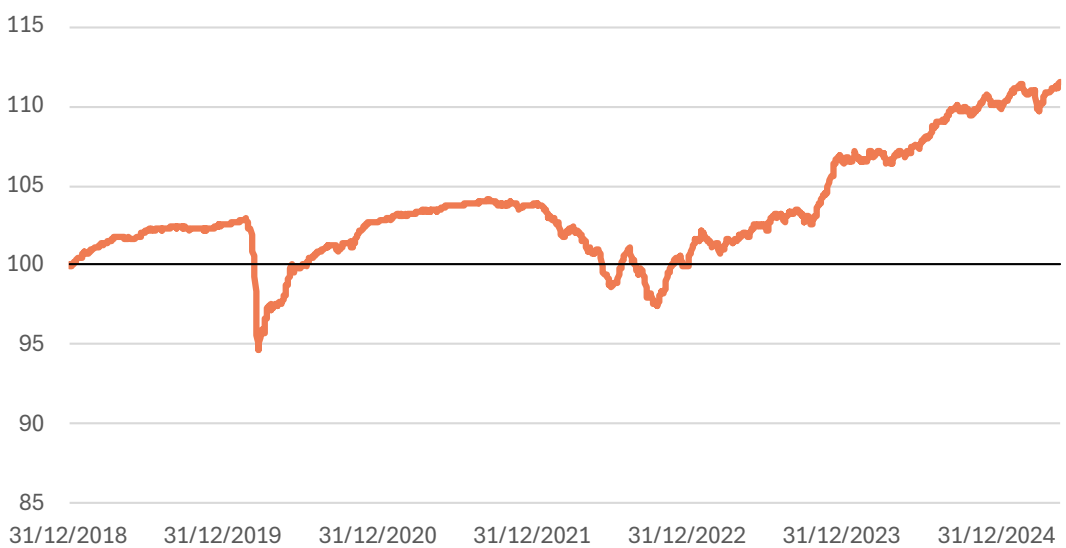
Año Actual	Rentabilidad
Enero	0,36%
Febrero	0,73%
Marzo	-0,43%
Abril	-0,05%
Mayo	0,56%
Junio	
Julio	
Agosto	
Septiembre	
Octubre	
Noviembre	
Diciembre	
Rentabilidad Total	1,17%
Volatilidad Anualizada	0,95%

Rentabilidad acumulada 2025.

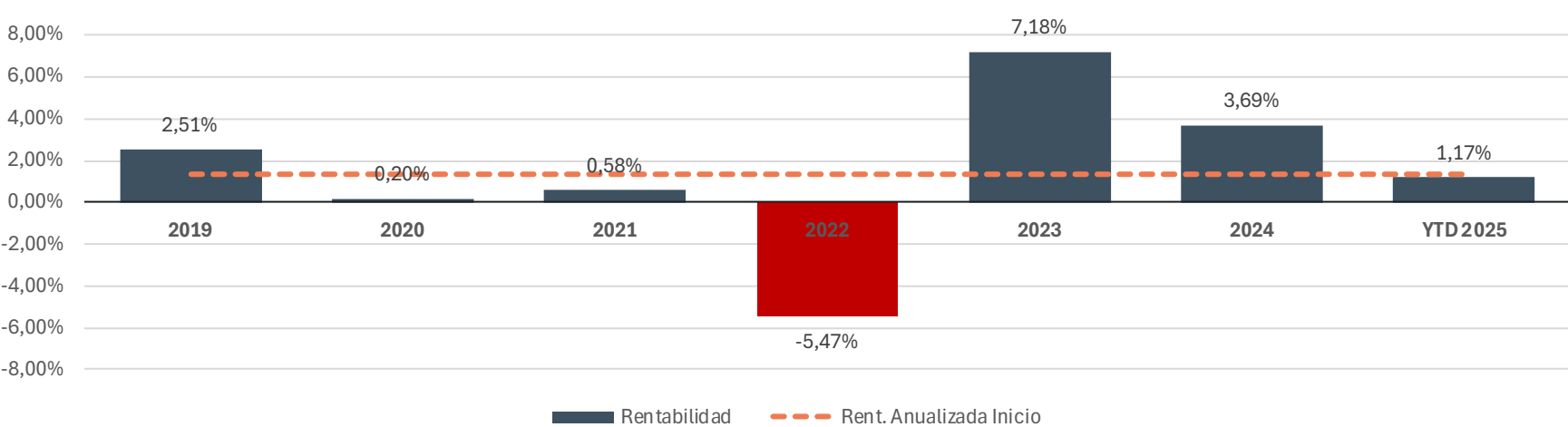


Año	Rentabilidad
2019	2,51%
2020	0,20%
2021	0,58%
2022	-5,47%
2023	7,18%
2024	3,69%
YTD 2025	1,17%
Rent. Anualizada Inicio	1,37%

Rentabilidad acumulada desde inicio.



Rentabilidad Anual desde Inicio.





3. Vehículos Asesorados.

- Vehículos Asesorados.



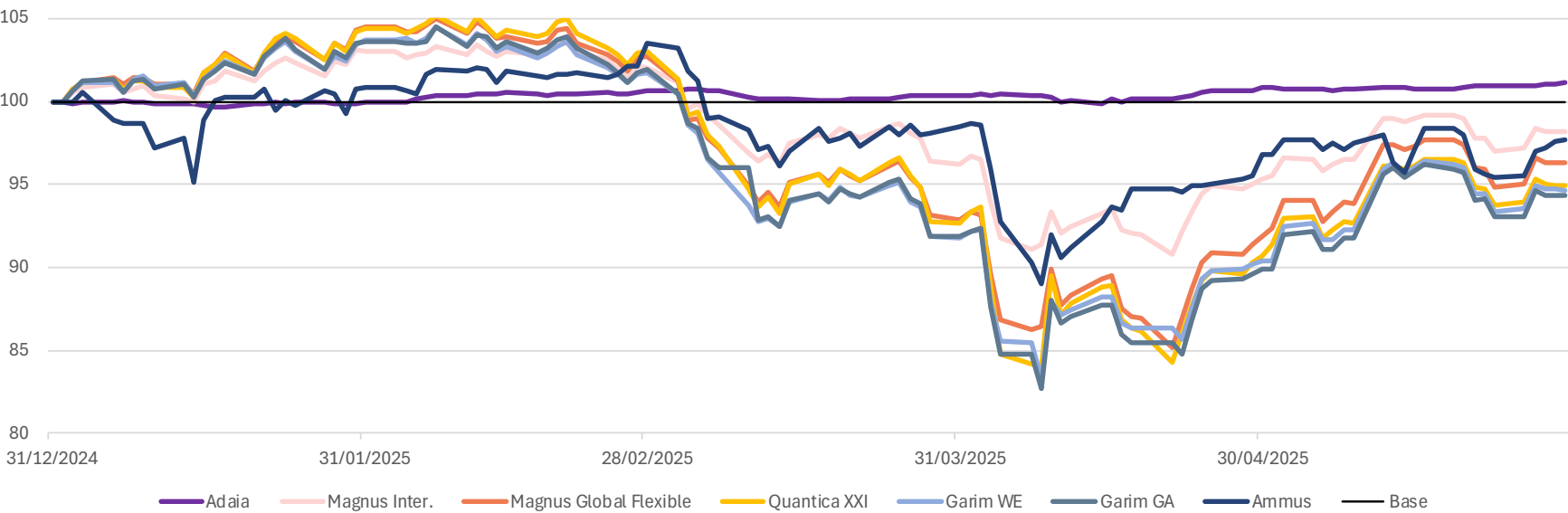


Vehículos Asesorados.

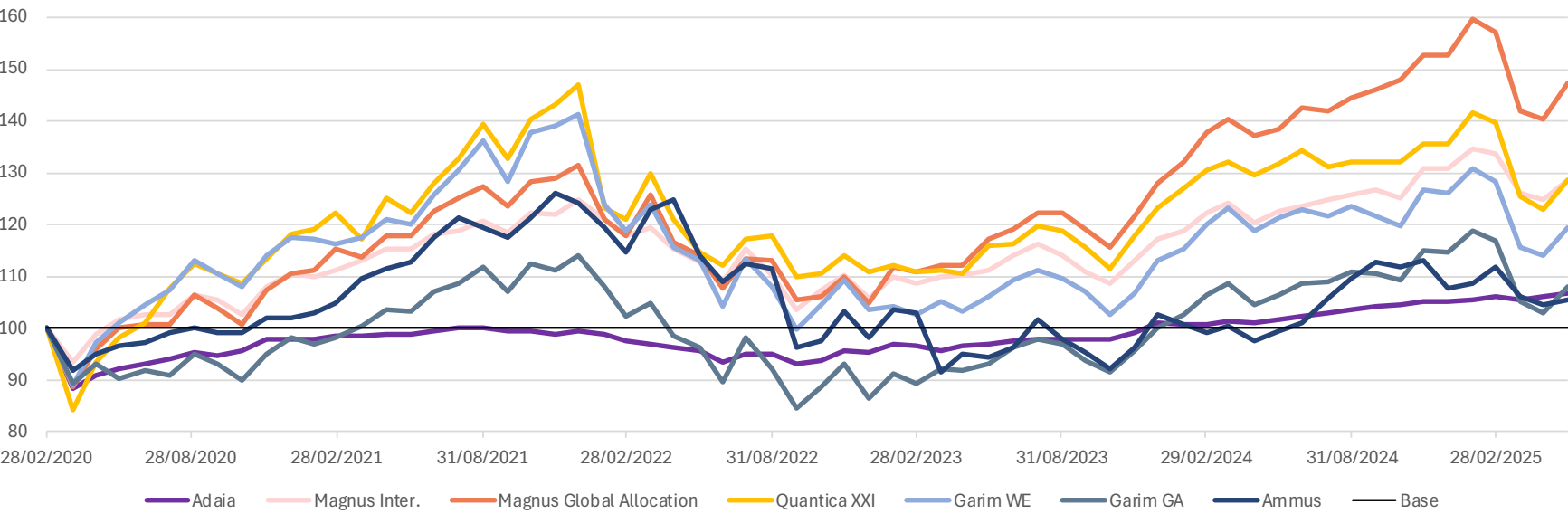
Resumen Rentabilidad Vehículos.

Vehículo	ISIN	Categoría	Precio	YTD %	MTD%	Ult. 12m Ret%	Ult. 3m Ret%
Adaia Inversiones SICAV	ES0110192038	Renta Fija Global	10,13	1,33%	0,55%	4,81%	0,55%
Magnus International Allocation	ES0126969007	Mixto Global	12,30	-1,77%	3,08%	4,64%	-2,92%
Magnus Global Flexible	ES0175917030	Renta Variable Global	1,83	-3,69%	4,80%	6,49%	-6,27%
Quantica XXI	ES0145845030	Renta Variable Global	6,70	-5,03%	4,68%	-2,49%	-7,85%
Garim World Equity	LU0673562095	Renta Variable Global	1.690,51	-5,37%	4,64%	-1,82%	-5,78%
Garim Global Allocation	LU0981835407	Renta Variable Global	914,26	-5,63%	5,01%	1,34%	-6,02%
Ammus Gestió SICAV	ES0109203010	Renta Variable REITs	10,85	-2,34%	0,88%	5,26%	-5,33%

Evolución YTD 2025.



Evolución 5 Años.





Disclaimer

Este documento está escrito únicamente a título informativo. No constituye una oferta para comprar o vender ningún producto financiero ni para participar en cualquier estrategia particular de negocio alguna en cualquier jurisdicción. No constituye, ni podrá ser utilizado, como forma alguna de compromiso o contrato por parte Norz Patrimonia y no genera obligación legal alguna para dicha Entidad.

Este es un documento comercial y como tal las opiniones contenidas en el mismo no deben considerarse asesoramiento o recomendación de comprar o vender acciones. Queda a discreción del lector, basarse en información contenida en este material.

Debe señalarse que el valor de las inversiones y sus rendimientos pueden fluctuar en función de las condiciones del mercado y los acuerdos fiscales, y los inversores pueden no recuperar el importe íntegro invertido. La inversión en los Fondos conlleva riesgos y puede no ser adecuada para usted. Los cambios en los tipos de cambio pueden tener un efecto desfavorable sobre el valor, precio o rendimiento de los fondos o de las inversiones subyacentes extranjeras. Los resultados y rentabilidades pasadas no constituyen una indicación fiable de los resultados futuros. No se garantiza que cualquier previsión realizada se materialice. Por otra parte, aunque nuestra intención consiste en lograr el objetivo de inversión del fondo de inversión, no podemos garantizar que dicho objetivo vaya a cumplirse.

El informe no está dirigido, o destinado a la distribución ni a ser utilizado por cualquier persona o Entidad que sea ciudadano, o residente, o que esté localizado en cualquier jurisdicción en la que la distribución, publicación, disponibilidad o uso del informe sean contrarios a la legislación aplicable, o que implique para Norz Patrimonia cualquier obligación de registro o de autorización dentro de dicha jurisdicción a la que no se esté dando cumplimiento.

La información suministrada en este documento representa la opinión de Norz Patrimonia y, a pesar de que está basada en criterios objetivos y se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, no garantizamos su exactitud ni que ésta sea completa o veraz y no debería basarse en la misma para tomar su decisión de inversión. Dicha opinión queda expresada en la fecha de emisión del documento, sujeta a los cambios experimentados por los mercados. Norz Patrimonia no se responsabiliza de la toma de decisiones que se fundamenten en esta información.

Fuentes: Centro de Inversiones Norz Patrimonia; Bloomberg, Morningstar,... y elaboración propia.

Copyright © 2020 Norz Patrimonia EAF. All rights reserved. © Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo consentimiento previo por escrito de Norz Patrimonia EAF.

