

Análisis Macroeconómico y de mercados

Natalia Aguirre Vergara

Junio 2023

 renta4banco



Bolsas

INDICES MUNDIALES DE RENTA VARIABLE							Desde...
INDICES	2022	1T23	Abril	Mayo	Junio	Variación 2023	Pre-Inestab. bancos (9/3)
IBEX 35	-5,6%	12,2%	0,1%	-2,1%	2,9%	13,1%	-1,2%
EUROSTOXX 50	-11,7%	13,7%	1,0%	-3,2%	1,7%	13,1%	0,1%
DAX	-12,3%	12,2%	1,9%	-1,6%	1,8%	14,6%	2,0%
MSCI ITALY	-12,1%	12,0%	1,5%	-4,3%	4,0%	13,3%	-1,5%
MSCI UK	3,0%	2,1%	3,3%	-5,7%	1,6%	1,0%	-4,3%
S&P 500	-19,4%	7,0%	1,5%	0,2%	2,8%	12,0%	9,7%
NASDAQ 100	-33,0%	20,5%	0,5%	7,6%	1,9%	32,8%	21,1%
RUSSELL 2000	-21,6%	2,3%	-1,9%	-1,1%	6,6%	5,9%	2,1%
NIKKEI 225	-9,4%	7,5%	2,9%	7,0%	4,5%	23,6%	12,7%
HANG SENG	-15,5%	3,1%	-2,5%	-8,3%	6,3%	-2,0%	-2,7%
MSCI CHINA	-23,5%	5,3%	-5,2%	-9,0%	6,3%	-3,4%	-3,6%
MSCI ASIA PACIFIC	-19,4%	4,1%	-1,1%	-1,2%	4,3%	6,0%	3,2%
MSCI EM LATIN AMERICA	-0,1%	3,1%	1,6%	-1,4%	10,6%	14,3%	9,4%
MSCI WORLD	-19,5%	7,3%	1,6%	-1,2%	3,0%	10,9%	7,2%
MSCI ACWI	-19,8%	6,8%	1,3%	-1,3%	3,2%	10,2%	6,8%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 9/6/2023

Relativa estabilidad en bolsas ante:

- Expectativas de **aterrizaje suave en EEUU**.
- Narrativa de **desinflación**.
- **Acuerdo del techo de deuda americano**.
- **Mayor tranquilidad** relativa en **banca regional** americana.

Sin embargo:

- Señales claras de **desaceleración del ciclo económico global** (Alemania, China).
- **Inflación** moderándose, pero **aún elevada vs objetivo 2%**, sobre todo **subyacente**.

A destacar:

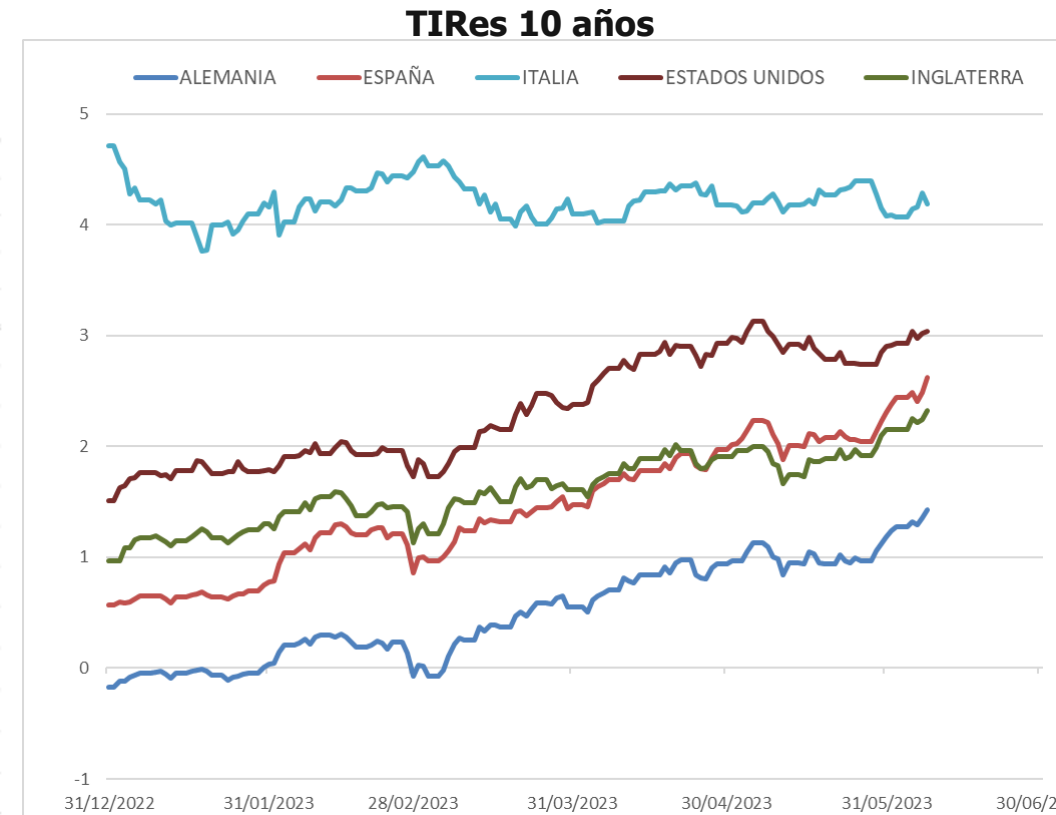
- En positivo, **Nasdaq**, impulsado por **IA**. ¿Sostenibilidad de las subidas bursátiles? ¿Rotación a *small caps*?
- En negativo, **China** presionado por **recuperación más débil** de la esperada.

Divisas, commodities, volatilidad, renta fija

- **Presión a la baja en crudo** (riesgo desaceleración demanda), parcialmente compensada por **recorte de oferta de Arabia Saudí**.
- **Volatilidad en mínimos**.
- **Cierto repunte en TIRes** ante bancos centrales que no pueden bajar la guardia por **aún elevada inflación**. **Mayor repunte en EEUU** (posible subida adicional de Fed y mayor estabilidad financiera) **y Reino Unido** (aumento de expectativas de subidas de tipos tras malos datos de inflación).

DIVISAS MUNDIALES, MATERIAS PRIMAS, VOLATILIDAD Y RENTA FIJA							Desde...
	2022	1T23	Abril	Mayo	Junio	Variación 2023	Pre-Inestab. bancos (9/3)
EUR/USD	-5,8%	1,3%	1,7%	-3,0%	0,6%	0,4%	1,6%
BRENT	10,5%	-7,1%	-0,3%	-8,6%	2,9%	-12,9%	-8,3%
ORO	-0,3%	8,0%	1,1%	-1,4%	-0,1%	7,5%	7,1%
VIX (S&P 500)	25,8%	-13,7%	-15,6%	13,7%	-22,9%	-36,2%	-38,8%
V2X (Eurostoxx)	8,4%	-7,0%	-10,3%	14,6%	-25,0%	-28,2%	-16,8%
GOB. EURO 1-3 AÑOS	-4,7%	0,7%	0,1%	0,2%	-0,2%	0,8%	1,2%
GOB. GLOBAL (€HDG)	-15,1%	2,3%	0,2%	-0,8%	-0,4%	1,3%	1,5%
CORP. GLOBAL (€HDG)	-16,0%	2,0%	0,8%	-1,4%	-0,1%	1,3%	1,1%
US AGGREGATE	-13,0%	3,0%	0,6%	-1,1%	-0,4%	2,0%	1,7%
GOB. EMERG. USD (€HDG)	-20,6%	1,5%	0,1%	-1,4%	1,0%	1,2%	1,5%
GOB. EMERG. LC	-5,5%	3,1%	-1,0%	1,9%	1,7%	5,8%	3,5%
US HIGH YIELD	-11,2%	3,6%	1,0%	-0,9%	1,2%	4,8%	2,6%
EUROPEAN HIGH YIELD	-11,1%	2,9%	0,5%	0,9%	0,8%	5,2%	1,8%
GOB. ALE 10 Y	-22,4%	2,2%	-0,2%	0,4%	-1,4%	0,9%	1,9%
GOB. ESP 10 Y	-22,8%	3,6%	-0,5%	0,6%	-0,8%	2,8%	2,2%
GOB. ESP 5 Y	-12,0%	2,1%	0,0%	0,3%	-0,3%	2,1%	2,4%
GOB. ESP 2 Y	-4,9%	1,1%	0,0%	0,2%	-0,2%	1,1%	1,4%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 9/6/2023

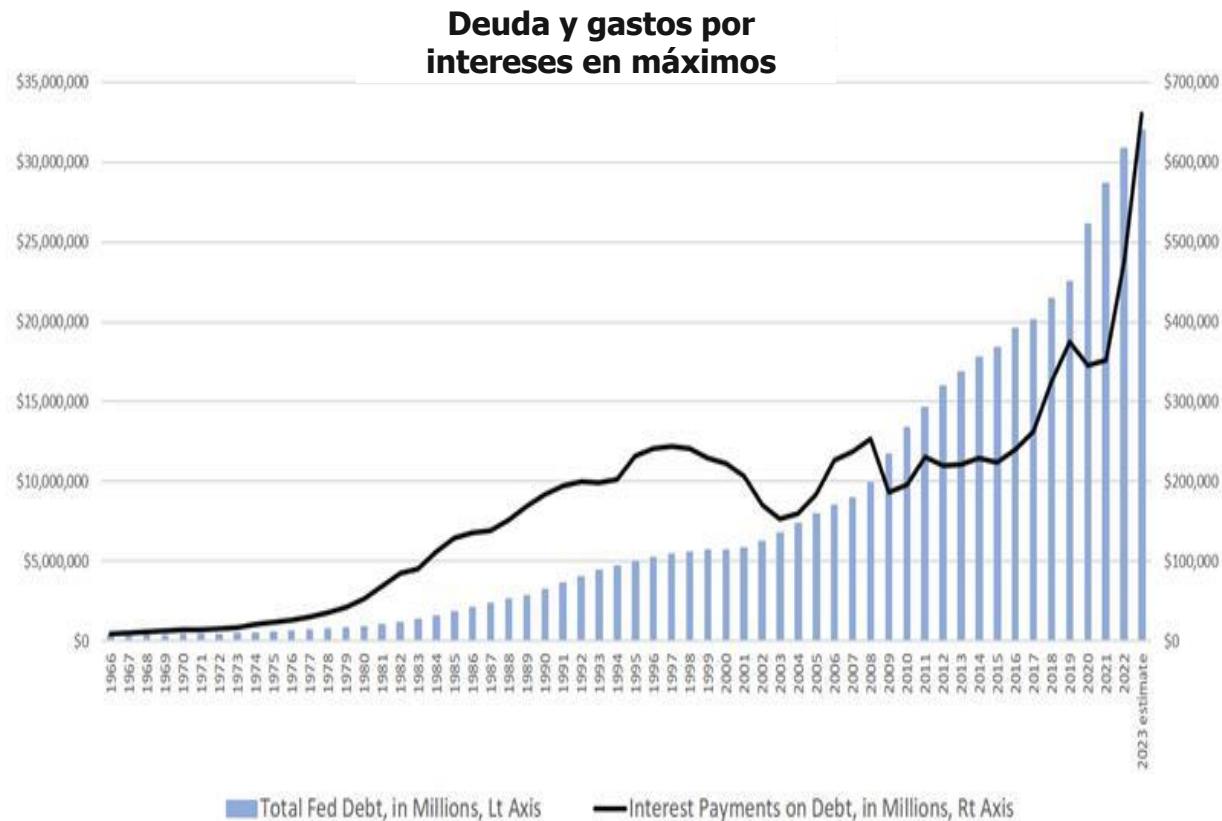


Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Alcanzado el acuerdo sobre el techo de deuda americano, la atención vuelve a la macro

Acuerdo de última hora que permite suspender el techo de deuda hasta el **1 de enero de 2025**.

De cara a **próximos meses**, esperamos **emisión relevante de letras** (**1 bln usd** estimados hasta fin de año) para recomponer la TGA (saldo de caja en la Fed para gestionar pagos y cobros). Posible traspaso adicional de depósitos a **Money Markets**.



Fuente: mises.org



Fuente: Tesoro EEUU, Deutsche Bank

Precios moderándose, sobre todo por energía...

EEUU: Deflactor consumo privado subyacente repunta en **mayo a 4,7%**

EEUU deflactor consumo privado subyacente (%)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

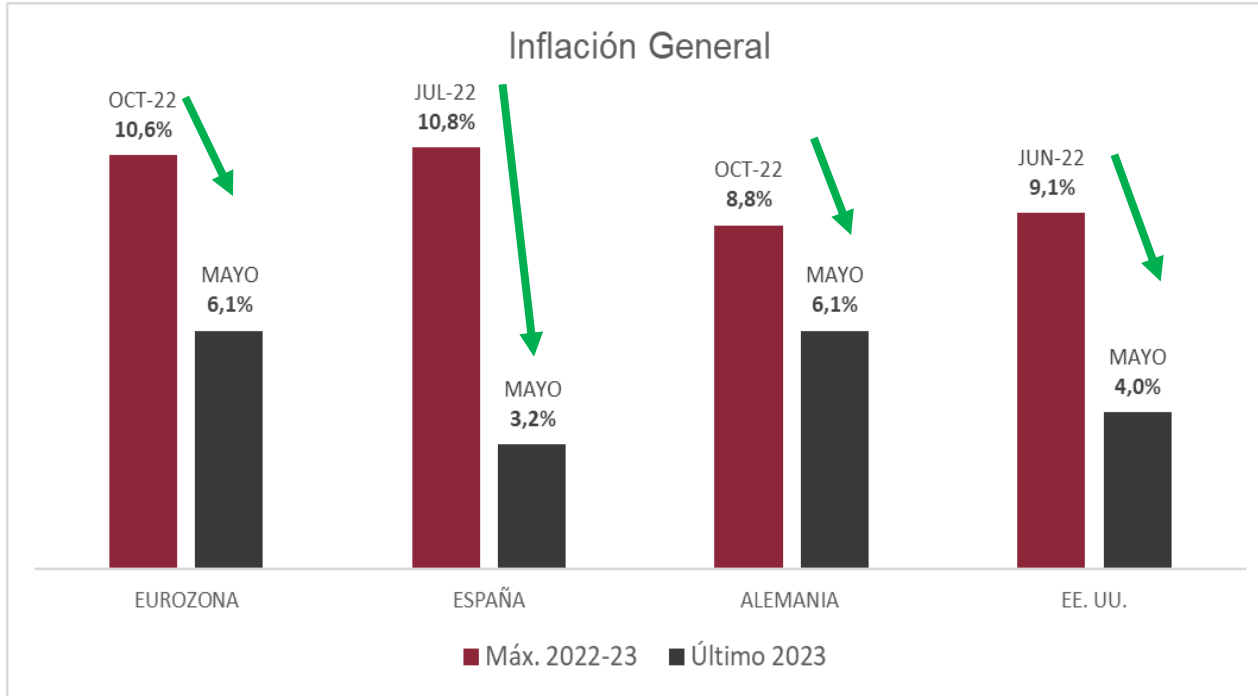
Eurozona: IPC general continúa moderándose en **mayo, 6,1%**, pero **subyacente 5,3%** aún cerca de pico

IPC general vs IPC Subyacente Eurozona

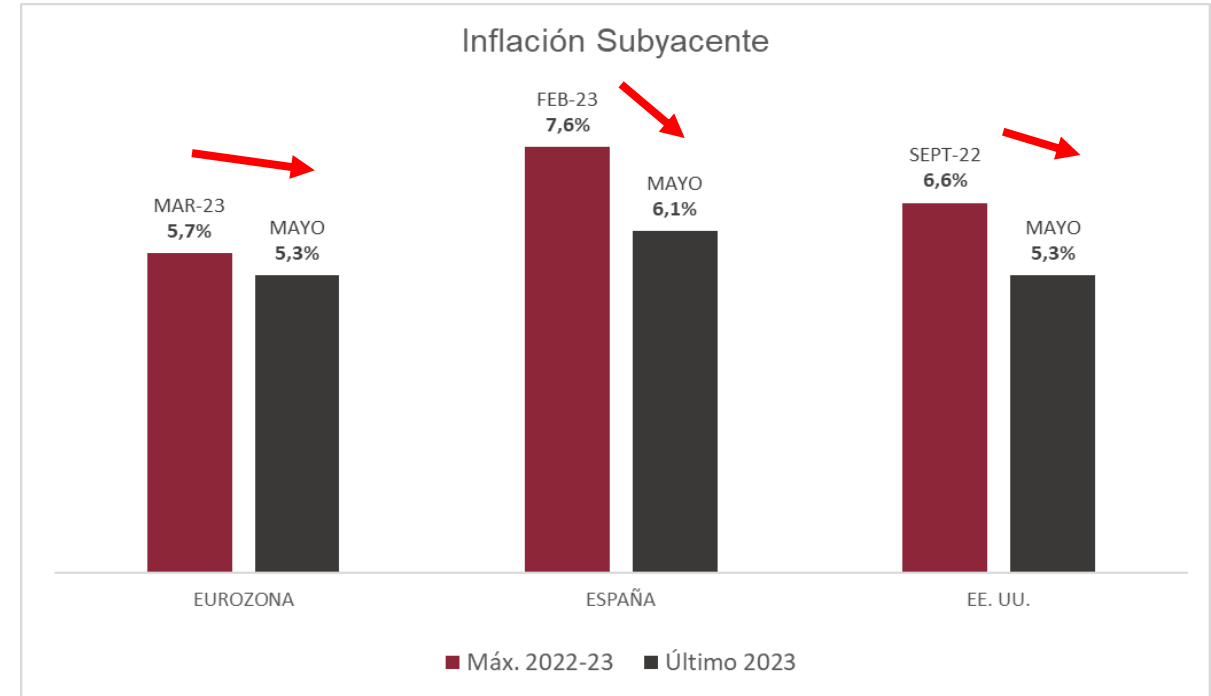


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

...pero sólo relativamente, lejos aún del objetivo del 2%

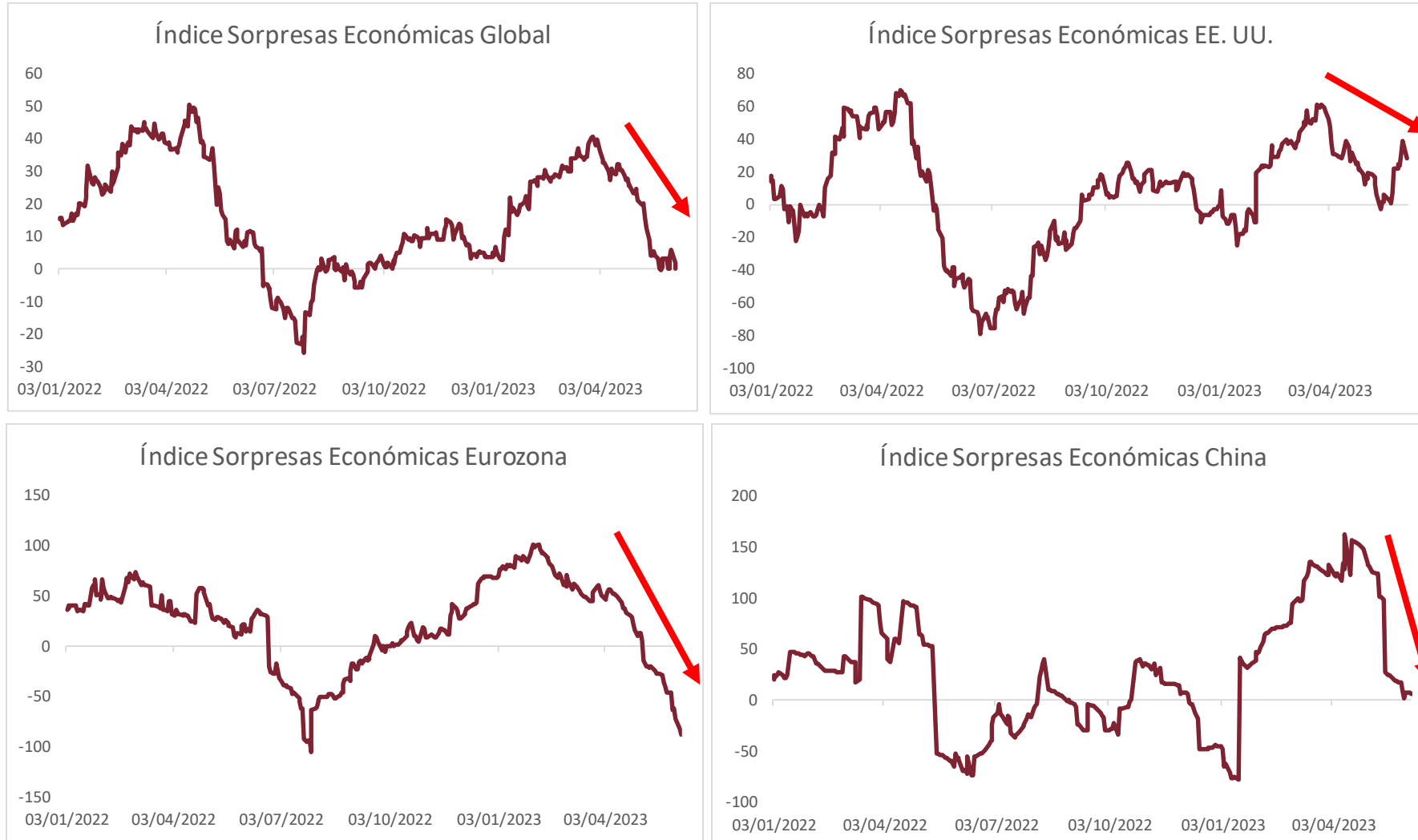


Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

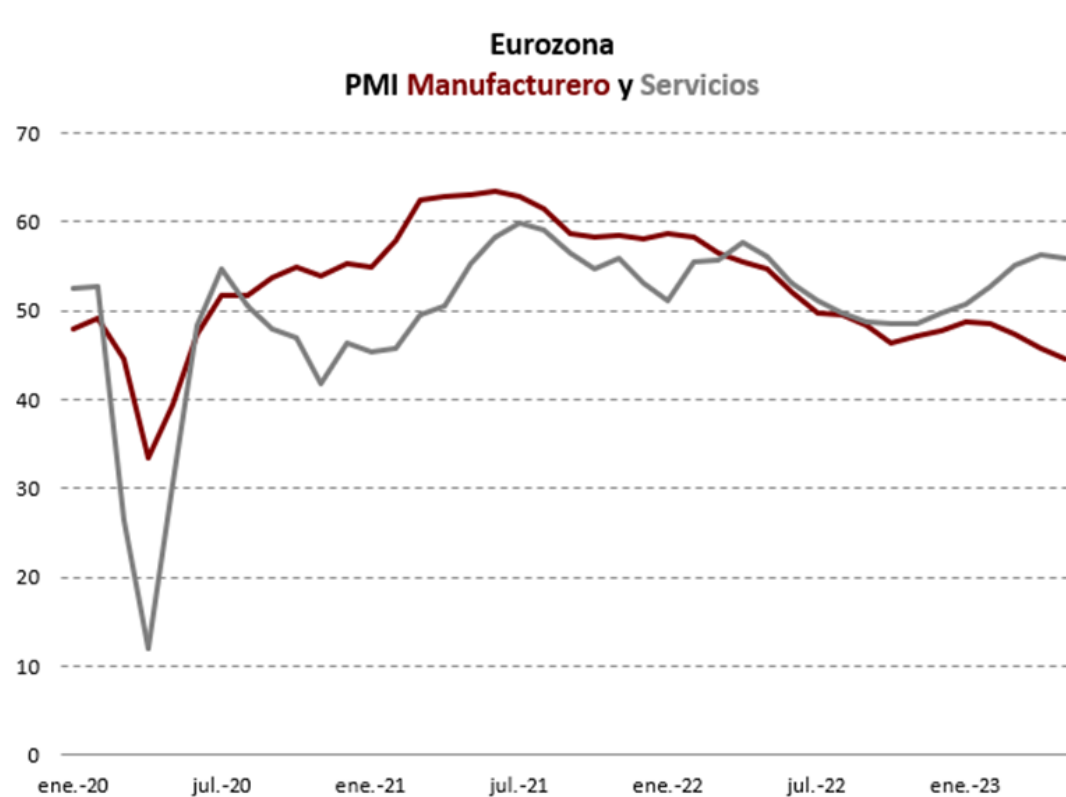
Sorpresas económicas negativas: mayor resiliencia en EEUU vs Eurozona y China



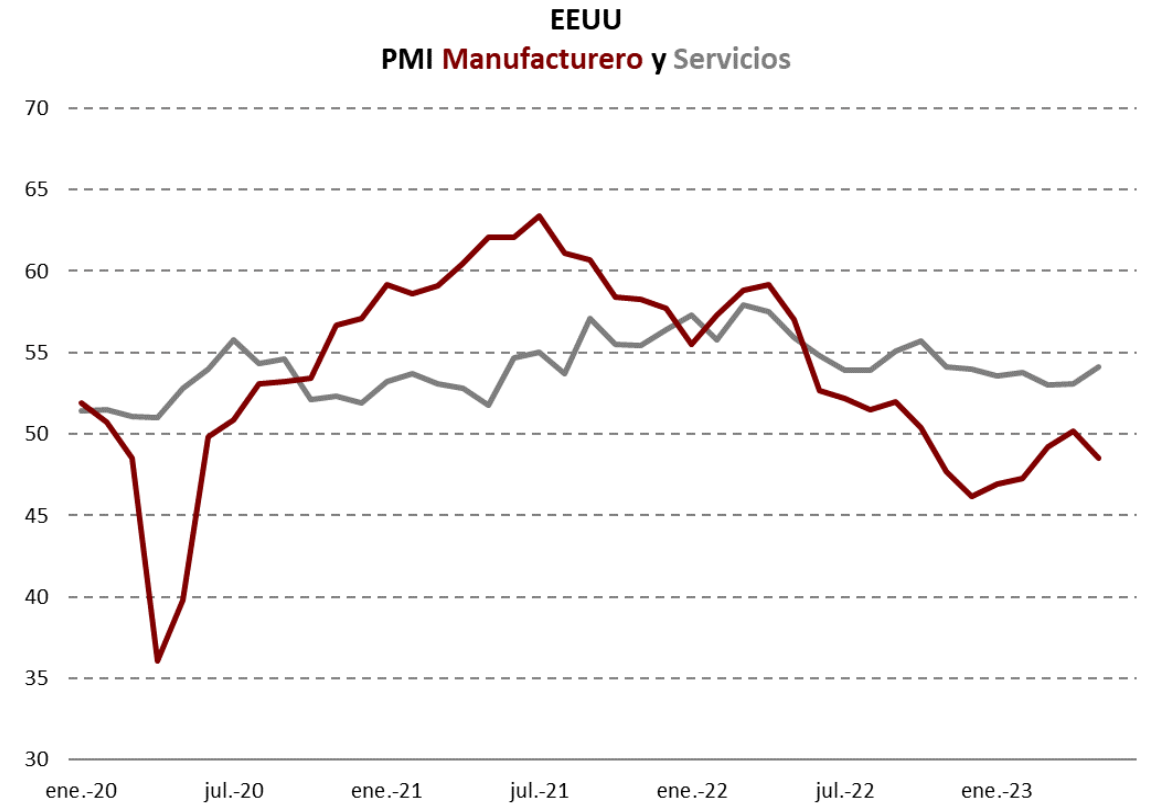
Fuente: índice de sorpresas económicas Citi, Bloomberg y elaboración propia. Datos a 6/6/2023

Aumenta la divergencia entre manufacturas y servicios

- **Manufacturas** en terreno de **contracción** (< 50).
- **Servicios** en desaceleración, pero se mantienen en zona de **expansión**. **Presión sobre los precios.**



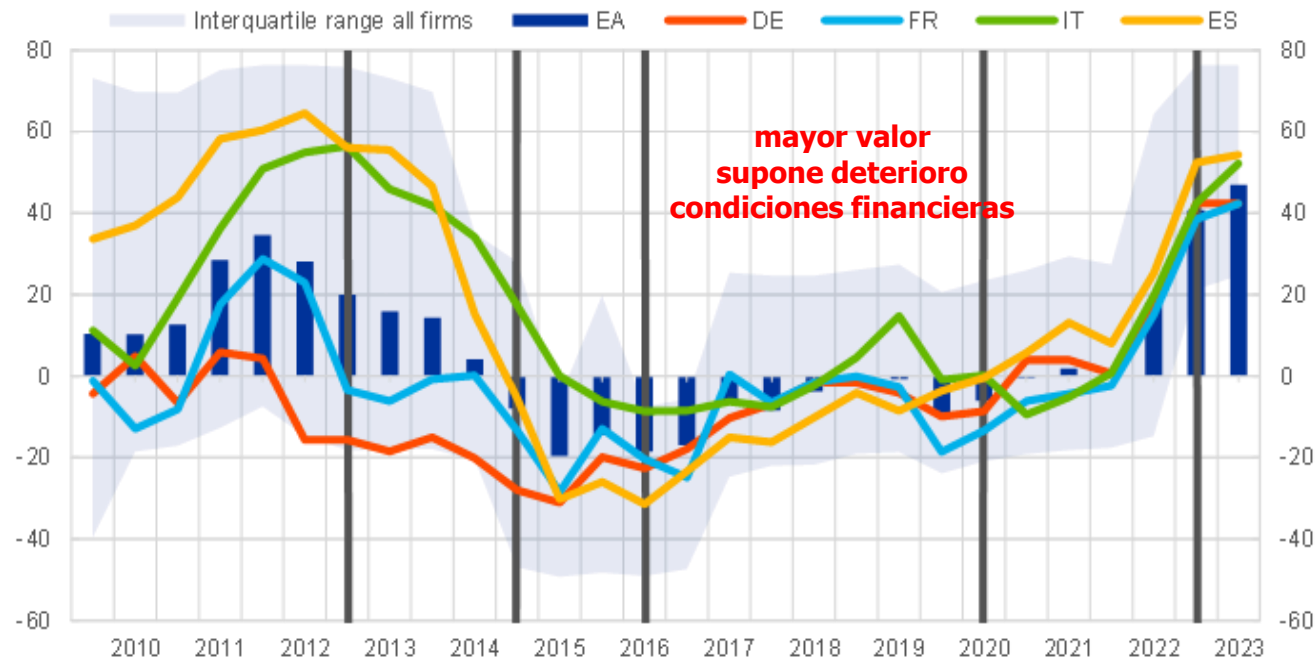
Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

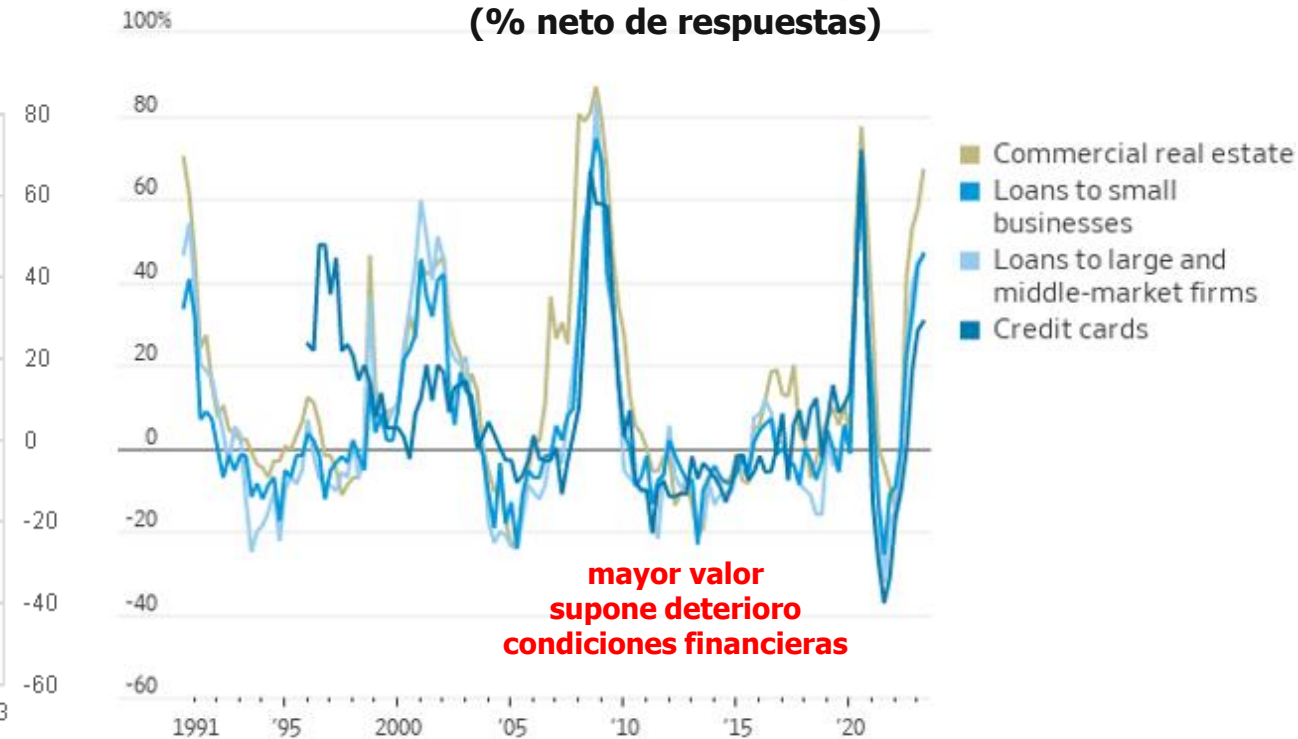
El endurecimiento de condiciones crediticias debería seguir pesando sobre el ciclo (nivel actual coherente con el de pasadas recesiones)

Cambio en condiciones financieras para empresas Eurozona
(% neto de respuestas sobre 6 meses antes)



Fuente: BCE

Condiciones financieras reportadas por bancos EEUU
(% neto de respuestas)



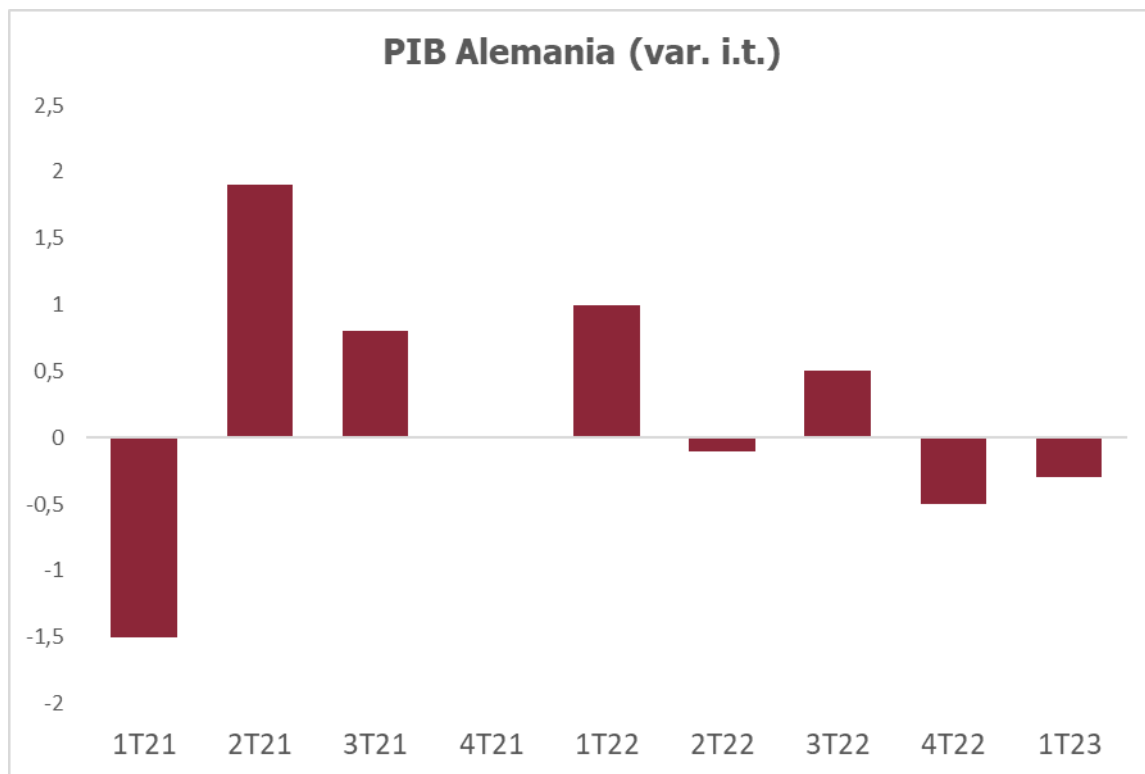
Fuente: Fed

Menos crédito y más caro = menor crecimiento económico

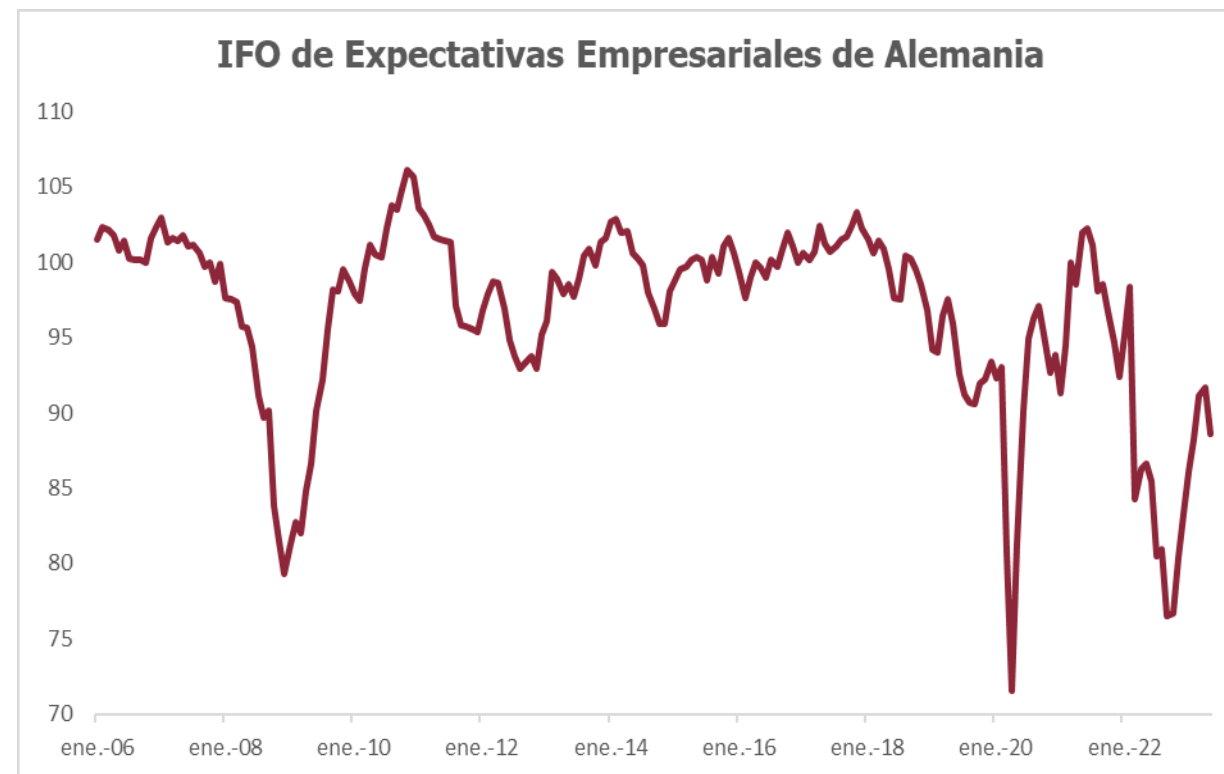
Alemania en recesión técnica

La economía alemana entra en recesión técnica tras dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo trimestral: 4T22 -0,5%, 1T23 -0,3%.

Indicadores adelantados de ciclo como el **IFO se deterioran, especialmente en su componente de expectativas, anticipando más debilidad en próximos meses.**

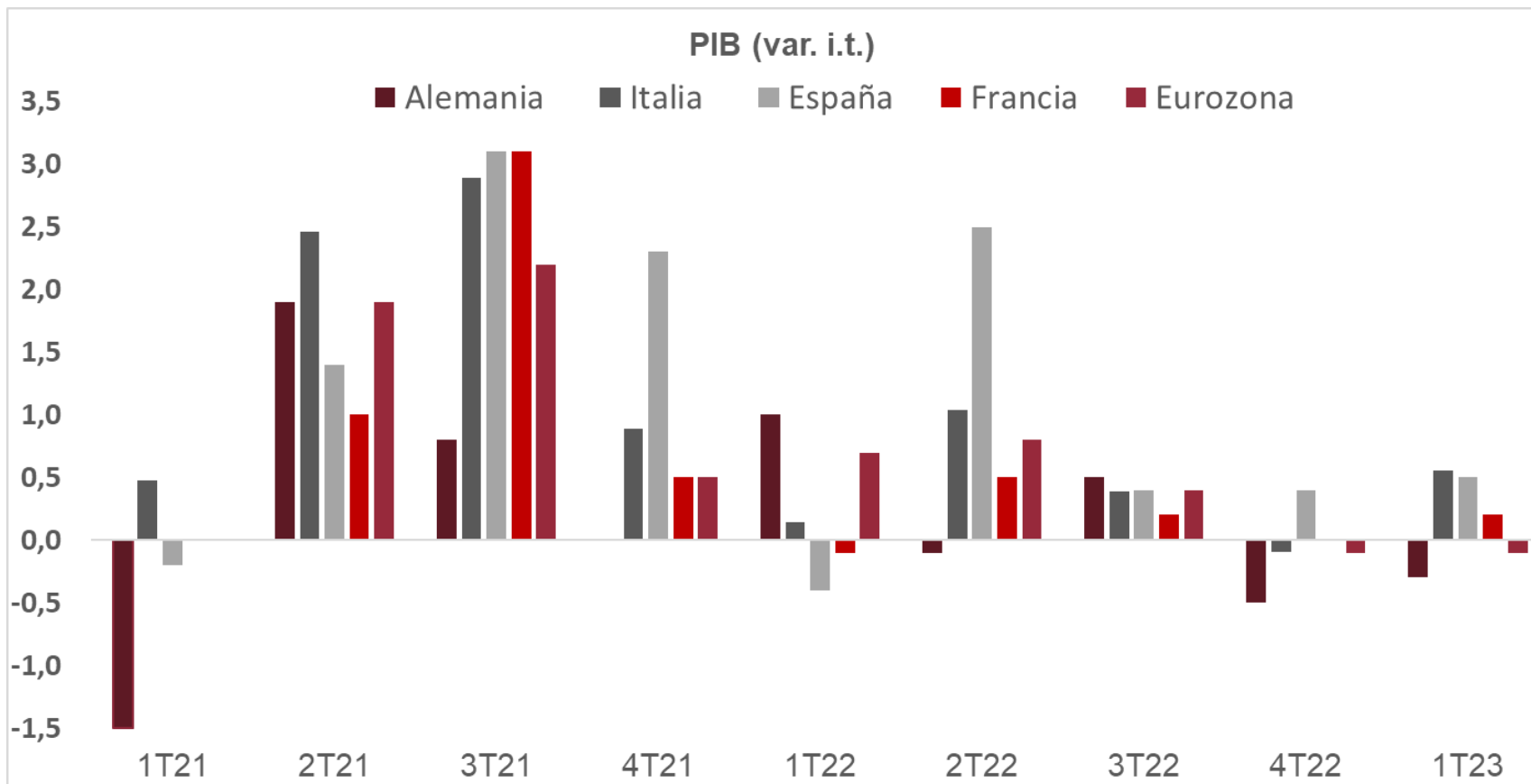


Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Y con ella la Eurozona



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El **PIB final 1T23** confirma la **recesión técnica en la Eurozona**, al marcar dos trimestres consecutivos de crecimiento trimestral negativo (-0,1% 1T23 y -0,1% 4T22)...

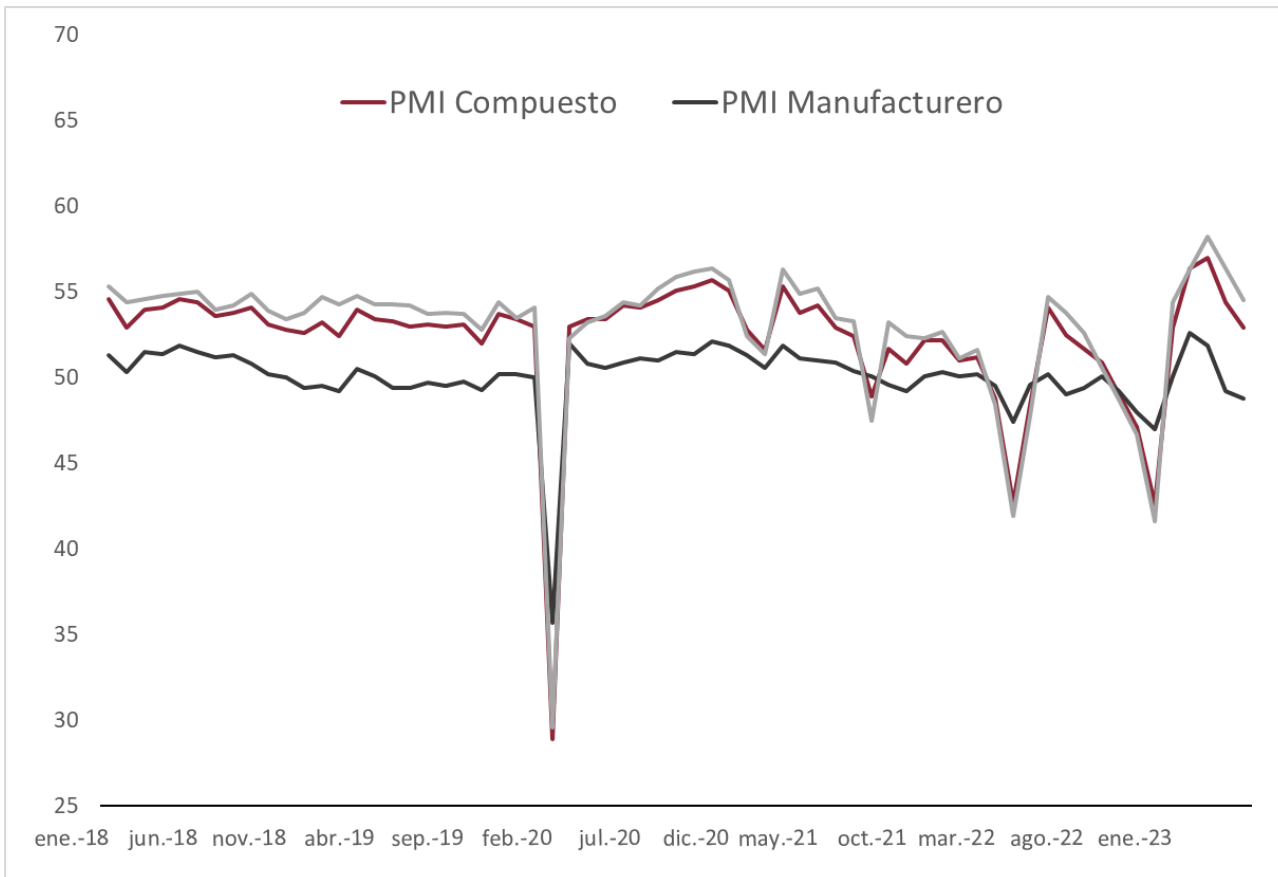
...aunque realmente lo más correcto, dada la reducida magnitud de las variaciones, sería hablar de **estancamiento...**

...siendo previsible que esta **debilidad se mantenga en 2T23** ante la desaceleración tanto de la **demanda doméstica** como de la **global**.

China, una recuperación post-Covid más débil de la esperada

PMIs oficiales de mayo:

- Manufacturas en contracción por segundo mes consecutivo.
- Servicios moderándose, aún en zona de expansión.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Riesgo de revisión a la baja PIB 2023 +5,6% (consenso) a +5% ante una reapertura económica menos fuerte de lo previsto.

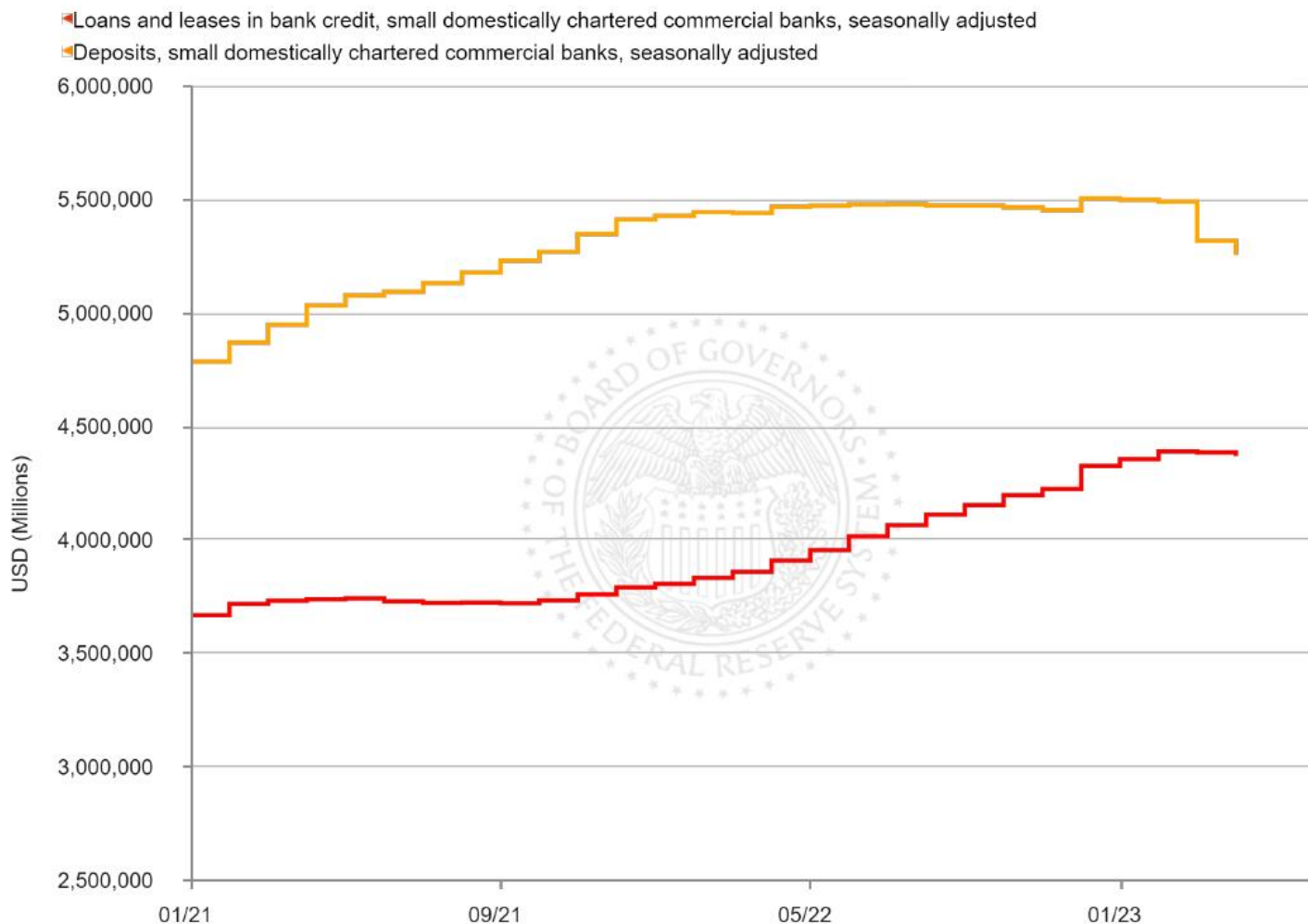
Sector inmobiliario y ventas desacelerándose tras rebote inicial.

Presión en Bolsa China... ¿Habrá nuevos estímulos monetarios?



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

EEUU: de momento, esquivando el “credit crunch”...



Fuente: Federal Reserve Board 2023, datos a 2-junio

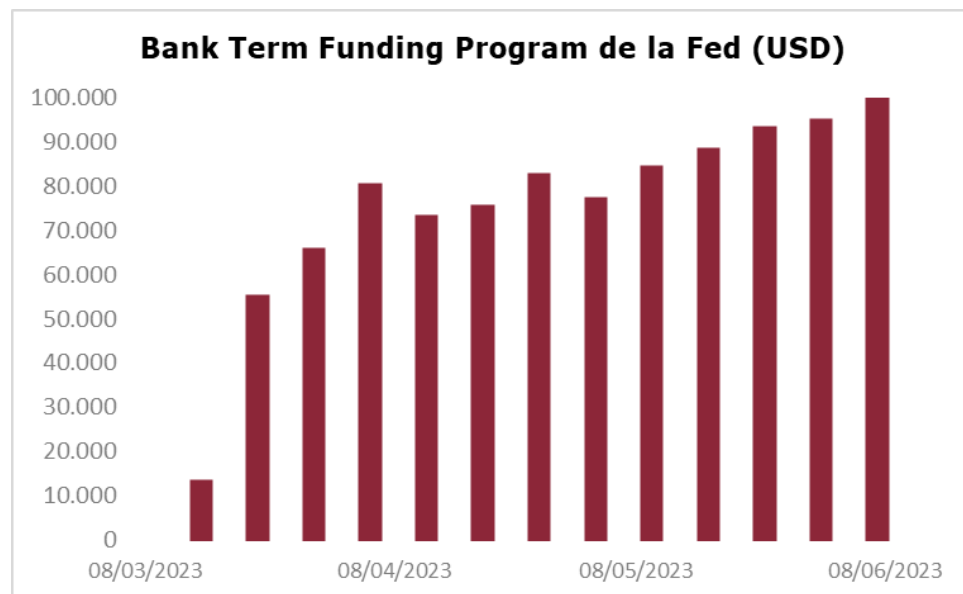
A pesar del **temor a un empeoramiento de las condiciones crediticias en EEUU** tras la reciente crisis en la banca regional americana, artífice de buena parte del crédito al sistema (28% comercial e industrial, 53% Real Estate, 67% Commercial Real Estate, 28% financiación consumo)...

...por el momento los préstamos de los “pequeños bancos comerciales estadounidenses” se mantienen resilientes...

...aunque prestaremos atención a la evolución en los próximos meses y ante la **previsible exigencia de mayores requerimientos de capital.**

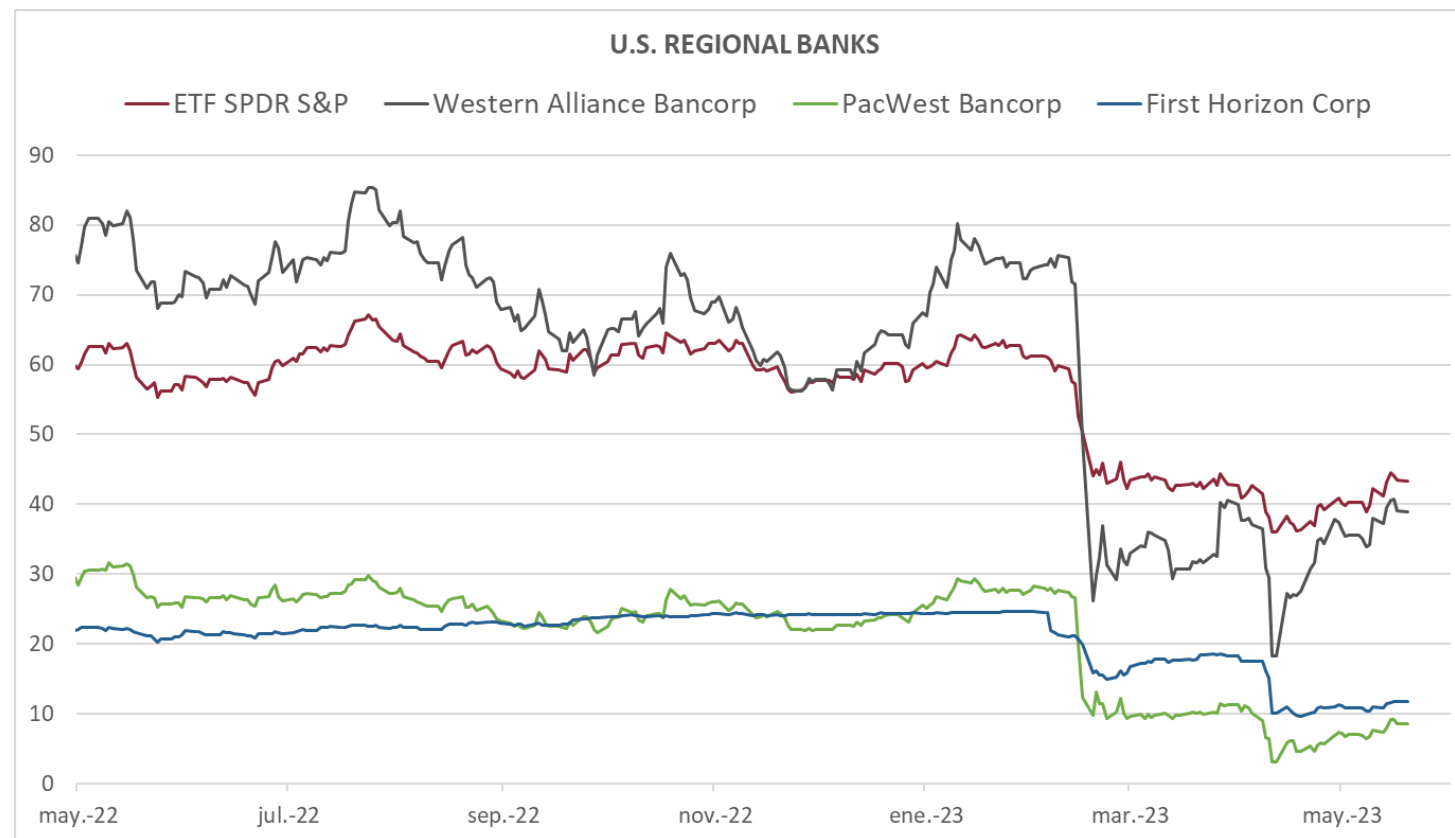
...aunque seguimos pendientes de la banca regional

Crece a máximos el recurso a la Fed vía **Bank Term Funding Program**, el programa diseñado a raíz de la quiebra del SVB para aceptar papel al nominal...



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

...mientras las **cotizaciones de los bancos regionales se mantienen alejadas de los niveles previos a las turbulencias financieras** (principios de marzo).



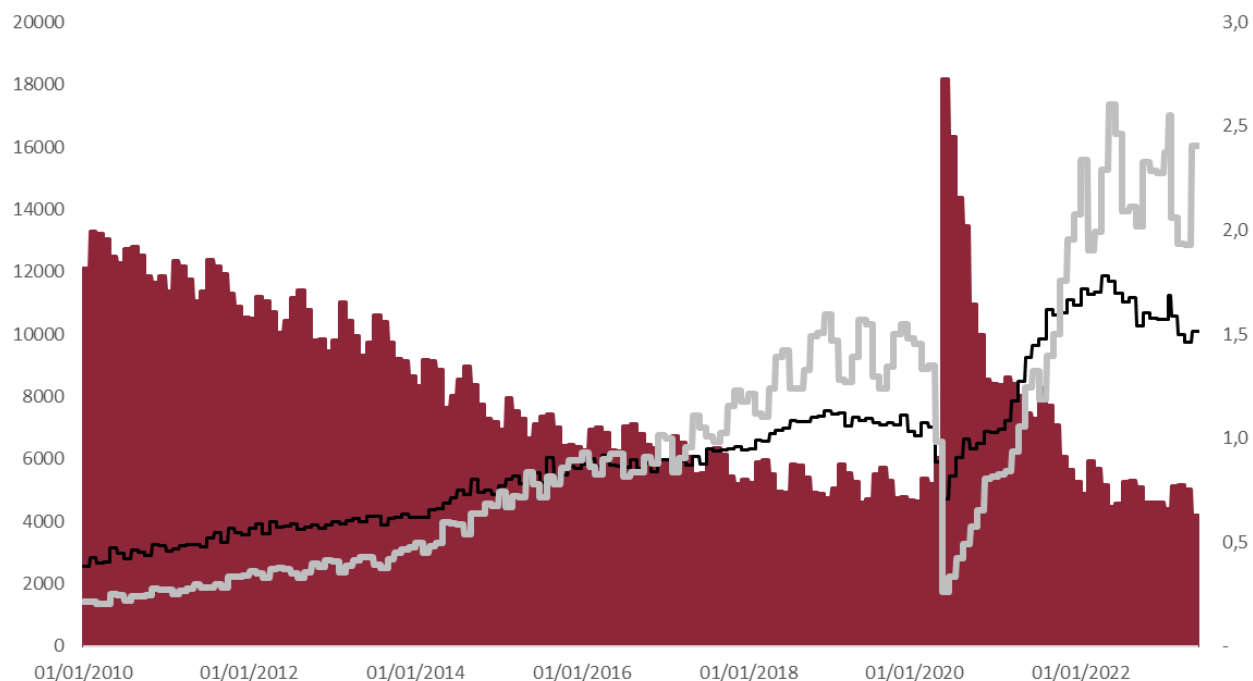
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

EEUU mantiene un mercado laboral resiliente...

Sólidos JOLTS (10,1 mln vs 9,7 anterior y rompiendo con dos meses de recorte)
2,4 vacantes por cada desempleado

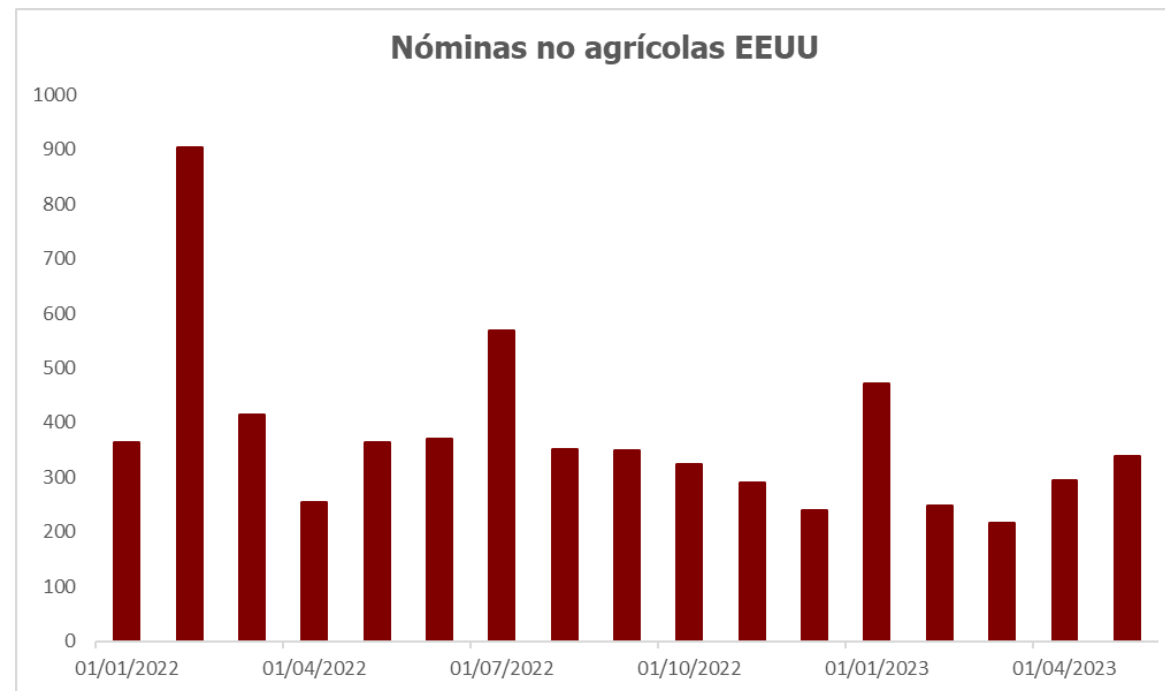
Nóminas no agrícolas mayo 339.000 vs 195.000e y 294.000 anterior, aun a pesar de cierto repunte en la tasa de paro (3,7% vs 3,4% anterior) y moderación en salarios (+4,3% vs +4,4% previo).

Desempleo vs. Vacantes EEUU (miles) y ratio



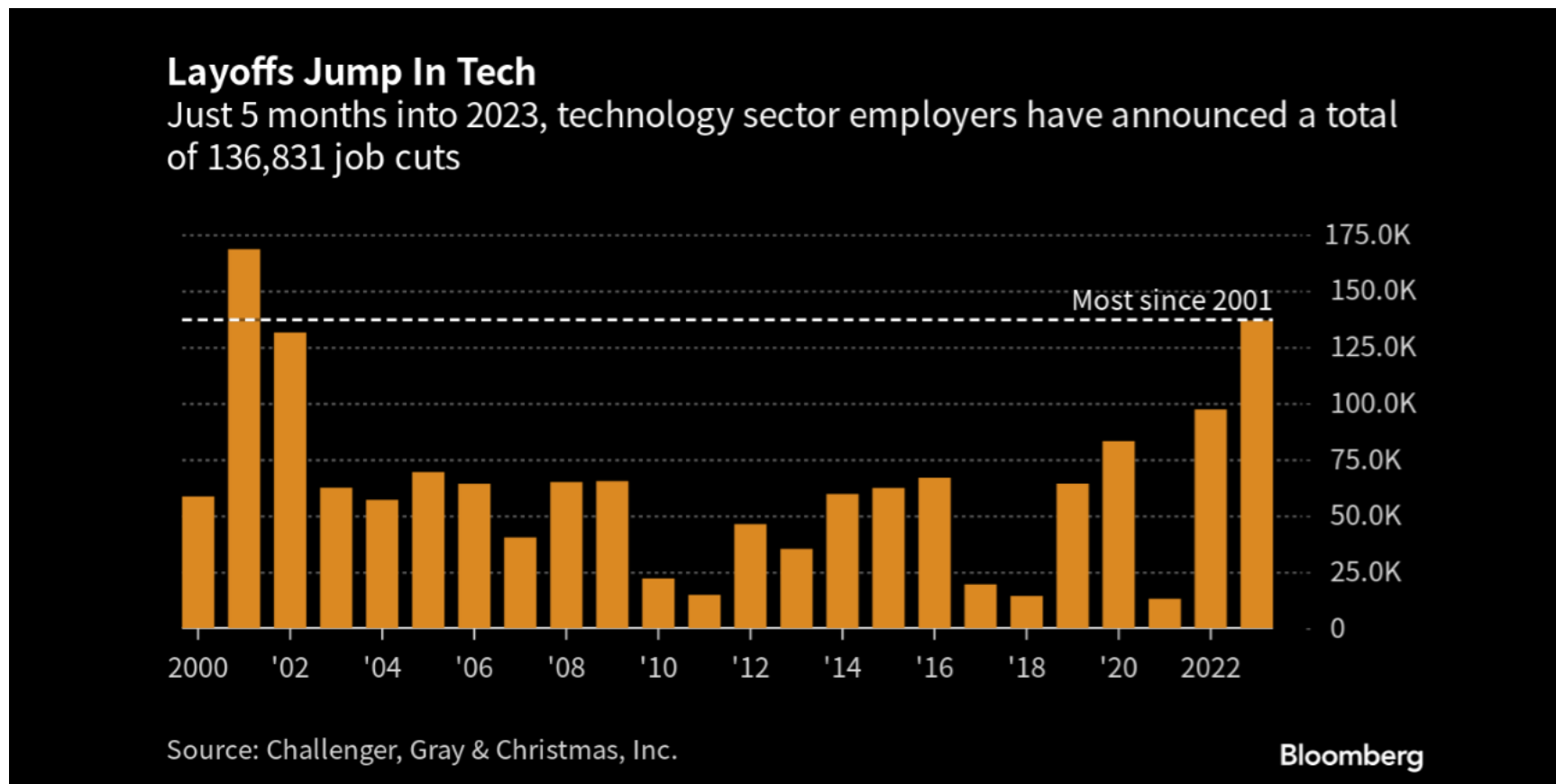
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Nóminas no agrícolas EEUU



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

...su solidez a futuro será clave para la evolución de tipos de interés



Fuente: Bloomberg

Fed 14-junio

Lo que ocurrió en la reunión de mayo

Fed 3-mayo: +25 pb hasta 5%-5,25%. Pausa data-dependiente: próximos movimientos de tipos dependerán de **evolución de economía** (vs guía anterior de más subidas de tipos) e **inflación** (efecto retardado de subidas tipos). **Total subidas +500 pb desde marzo 2022.**

Fed 14-junio:

- a) **pausa en la subida de tipos** ante deterioro en los más recientes indicadores adelantados de ciclo (PMIs, ISMs), o
 - b) **+25 pb hasta 5,25%-5,5%** ante un mercado laboral aún muy resiliente (JOLTS, ADP, informe oficial de empleo), una inflación todavía alejada del objetivo del 2% y una mayor estabilidad financiera (banca regional) después de la volatilidad vivida en marzo y abril.
- **Escenario más probable, pausa hasta julio** (declaraciones de Jefferson, próximo vicepresidente de la Fed), el mercado otorga apenas 10% de probabilidad a +25 pb en junio y 70% para la reunión del 26-julio.
 - El **IPC de mayo (general 4% i.a. vs 4,1%e y 4,9% anterior, subyacente 5,3% i.a. vs 5,2%e y 5,5% previo)** refuerza la opción de pausa "hawkish" (supone previsiblemente retrasar la subida a julio).
 - Atentos a **actualización del cuadro macro** (crecimiento, empleo e inflación) **y a las expectativas de QT** (reducciones de balance mensuales de 60.000 mln usd en Treasuries y 35.000 mln usd en MBS).

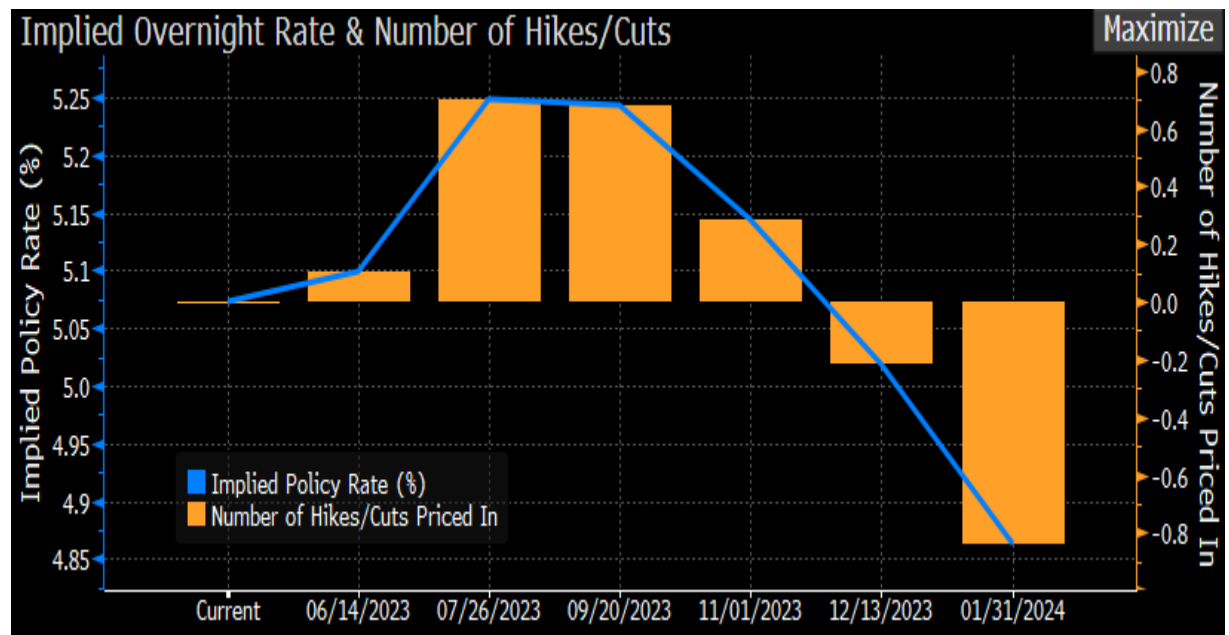
Expectativas a futuro de tipos Fed

Esperamos techo en 5,25%-5,5% y mantenimiento de tipos altos por un tiempo para controlar la inflación.

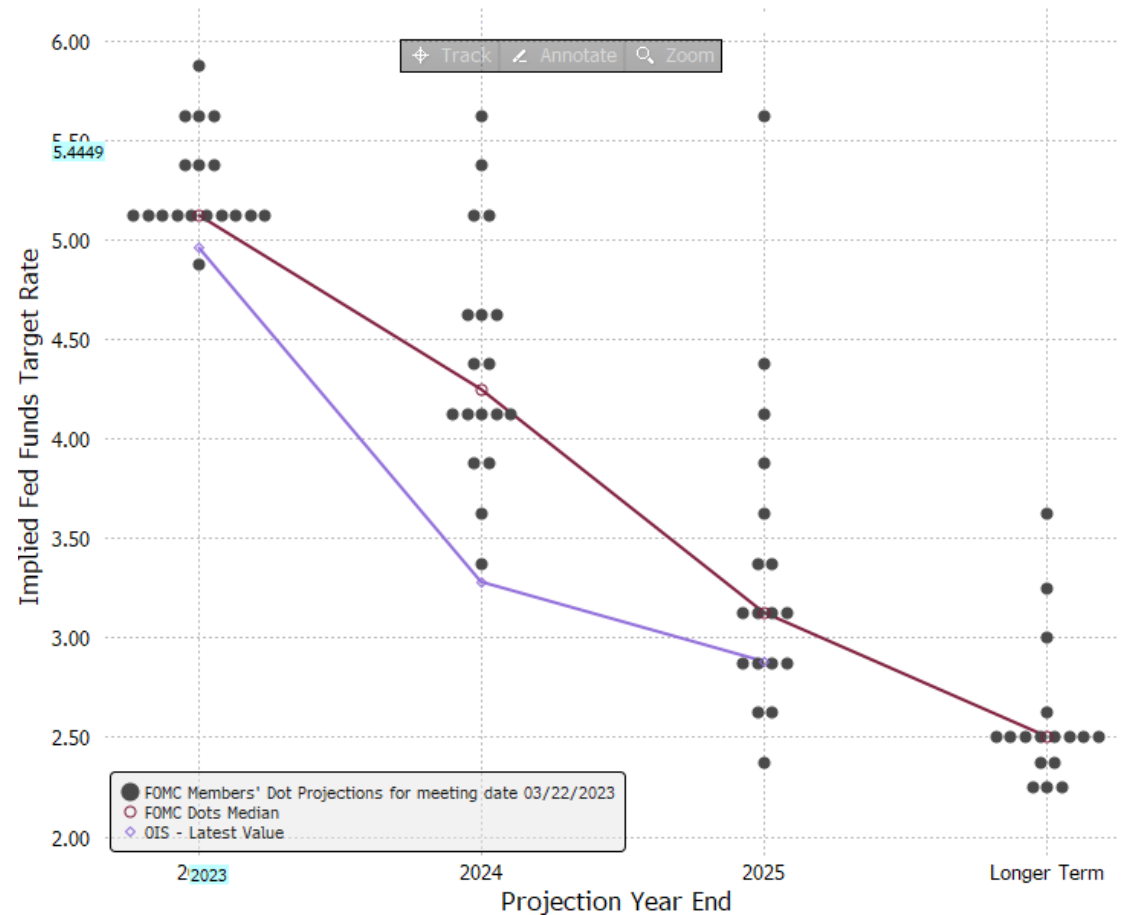
El mercado ha eliminado ya las expectativas de bajadas de tipos para final de año (que llegaron a ser de -100 pb).

Atención al dot plot

En marzo: 5,1% dic-23, 4,25% dic-24, 3,125% dic-25 y 2,5% a largo plazo. Entonces, cuatro miembros de la Fed eran partidarios de situar los tipos de interés por encima del 5,5% a cierre de año. ¿Y ahora, con un mercado laboral aún muy resiliente y una inflación aún elevada?.



Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg, Fed



BCE 15-junio

Lo que ocurrió en la reunión de mayo

BCE 4-mayo: +25 pb hasta 3,25% (tipo depo), supone moderar subidas anteriores (+50 pb). **Total subidas +375 pb desde julio 2022.**

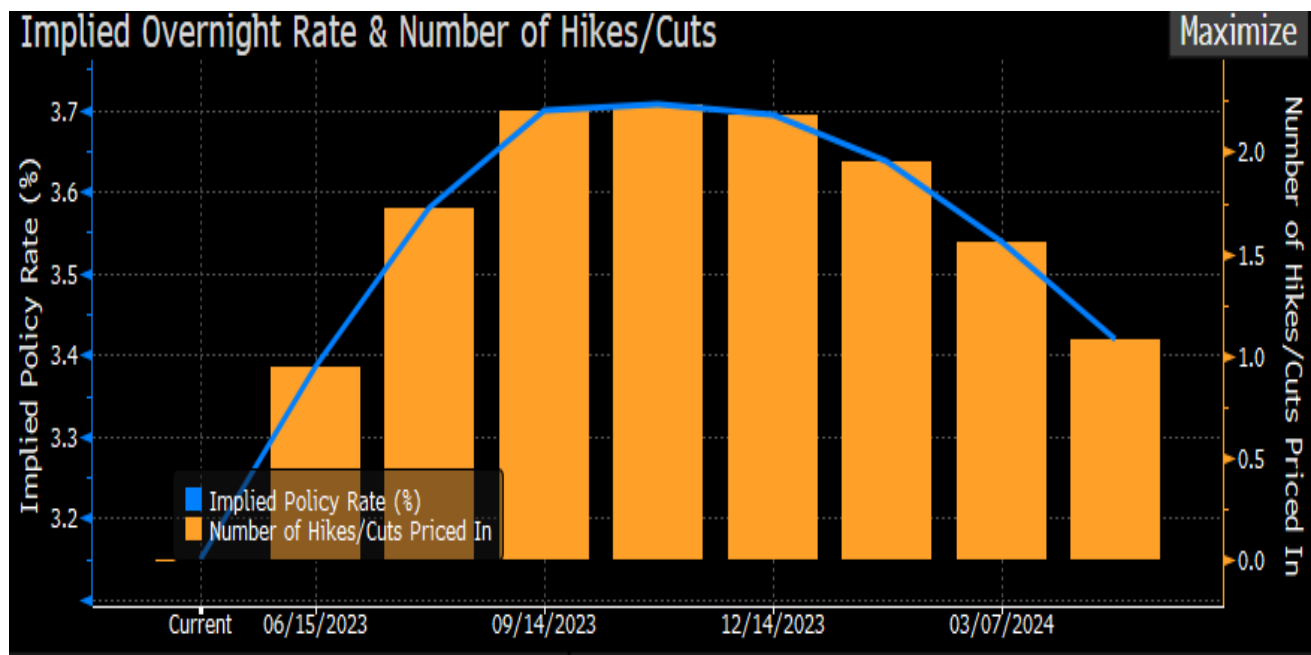
Próximos movimientos de tipos de interés data-dependientes, aunque **aún hay trabajo por hacer**. Persistente foco de riesgo en **alimentos y servicios**.

BCE 15-junio. Esperamos +25 pb hasta 3,5%.

- **Inflación aun claramente por encima del objetivo del 2%** (general mayo 6,1% y subyacente 5,3%, muy próxima al pico de 5,7% de marzo).
- Necesidad de continuar subiendo los tipos de interés para **controlar el nivel de precios**.
- **Actualización del cuadro macro:**
 - Atención a **previsiones de inflación**, no esperamos grandes variaciones respecto a marzo (retornar al objetivo del **2% a finales de 2025**), lo que justificaría una segunda subida de **+25 pb hasta 3,75% en el tipo depo**.
 - Crecimiento, **posible ligera revisión a la baja del PIB estimado**, los datos de marzo (PIB 2023 +1%, 2024 y 2025 +1,6%) apuntaban a que la economía europea recuperase su potencial (crecimiento trimestral +0,4%) a partir del 3T23, optimistas (**impacto de las subidas de tipos de interés acumuladas**).
- En lo que respecta al **QT**, esperamos que el BCE reitere que **seguirá reduciendo la cartera de APP** mediante la no reinversión de vencimientos por importe de 15.000 mln eur/mes hasta finales de jun-23, estimando que la reinversión finalizará en jul-23 (-25.000 mln eur/mes). En cuanto al **PEPP**, se reinvertirán los vencimientos hasta finales de 2024. Asimismo, seguirá de cerca cómo afecta la **devolución de TLTROs** al conjunto de la política monetaria.

Tipos europeos altos por un tiempo

Tipos descontados por el mercado para el Tipo de Depósito del BCE



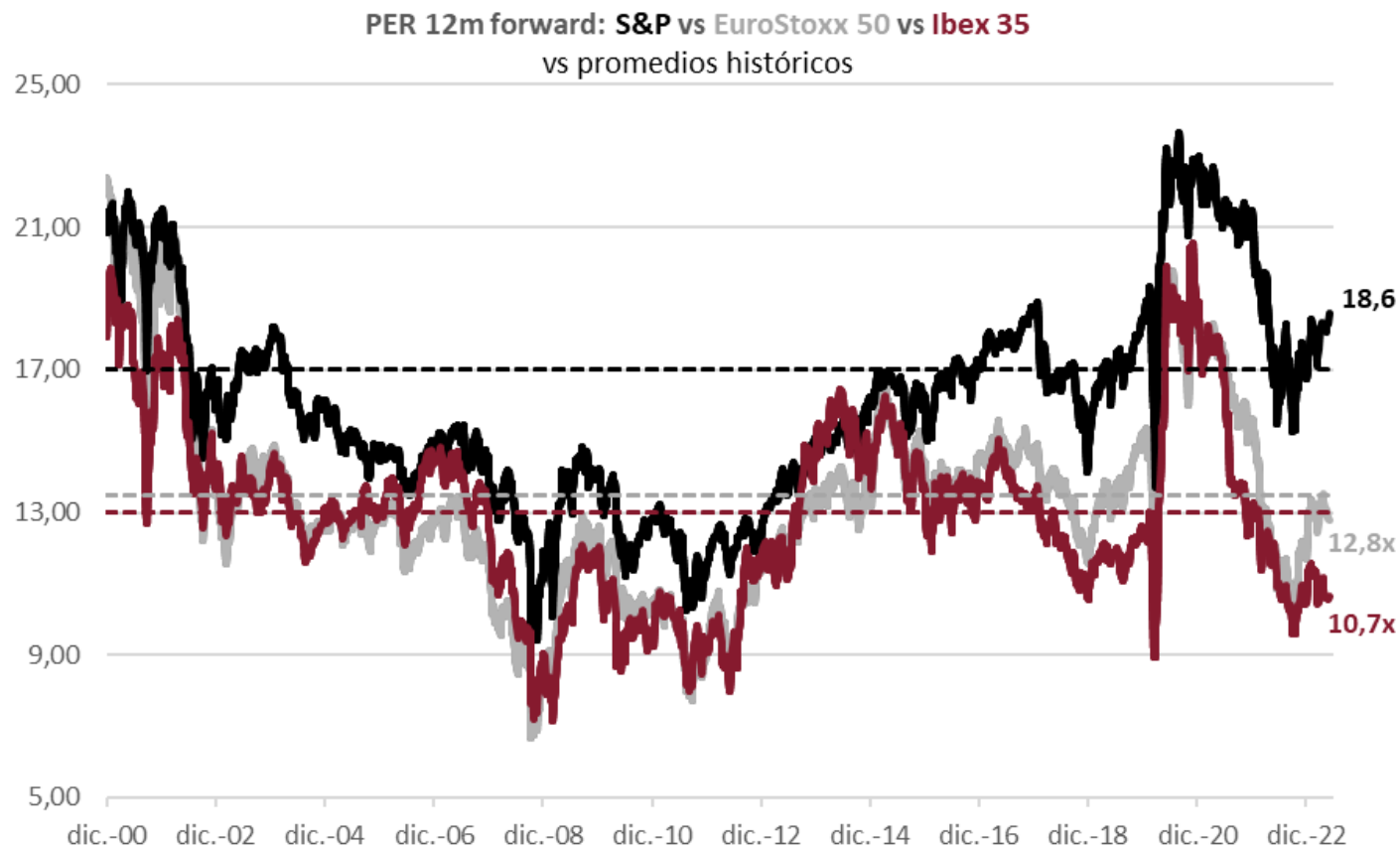
Fuente: Bloomberg

- **Firme compromiso con devolver la inflación a su objetivo del 2%**, para lo que llevará los tipos al nivel necesario y los mantendrá en dicho nivel durante una buena temporada.
- El **endurecimiento de las condiciones financieras** podría hacerle parte del trabajo.
- **Mercado descuenta un nivel de llegada del 3,75% y primeras bajadas para la primavera de 2024.** La evolución de la inflación será clave.

Aún quedan subidas de tipos.

Sin expectativas de pronto recortes.

Valoraciones exigentes, especialmente si se revisan a la baja BPAs 2024



Fuente: Factset y elaboración propia

1) Los múltiplos (PER) se han expandido desde sept-22:

**EEUU +22% a 18,6x vs mín 15x.
Prima 9% vs media 2000-hoy (17x)**

**Europa +26% hasta 12,8x vs mín 10x.
Descuento 5% vs media 2000-hoy (13,5x)**

**España +11% hasta 10,7x vs mín 9,6x.
Descuento 18% vs media 2000-hoy (13x)**

2) La **desaceleración económica prevista presionará los BPAs 2024 a la baja, y haría las valoraciones más exigentes.**

Precaución ante subidas lideradas por sólo unos pocos: IA, nueva revolución tecnológica

Revalorización S&P 500 en 2023 (+11%) se explica:

- en un **87% por los Mega-cap** ("los 7 Magníficos" >+50%)
 - 0% para 493 valores restantes

as of June 1, 2023 **Contribución a revalorización 2023 del S&P 500**



Fuente: Factset, Goldman Sachs Global Investment Research

	Rev 2023 (%)	% Rev S&P
Apple Inc	38 %	20 %
Microsoft Corp	36 %	18 %
NVIDIA Corp	157 %	16 %
Amazon.com Inc	46 %	10 %
Meta Platforms Inc	116 %	9 %
Tesla Inc	83 %	8 %
Alphabet Inc	39 %	6 %
S&P 500	11%	87%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

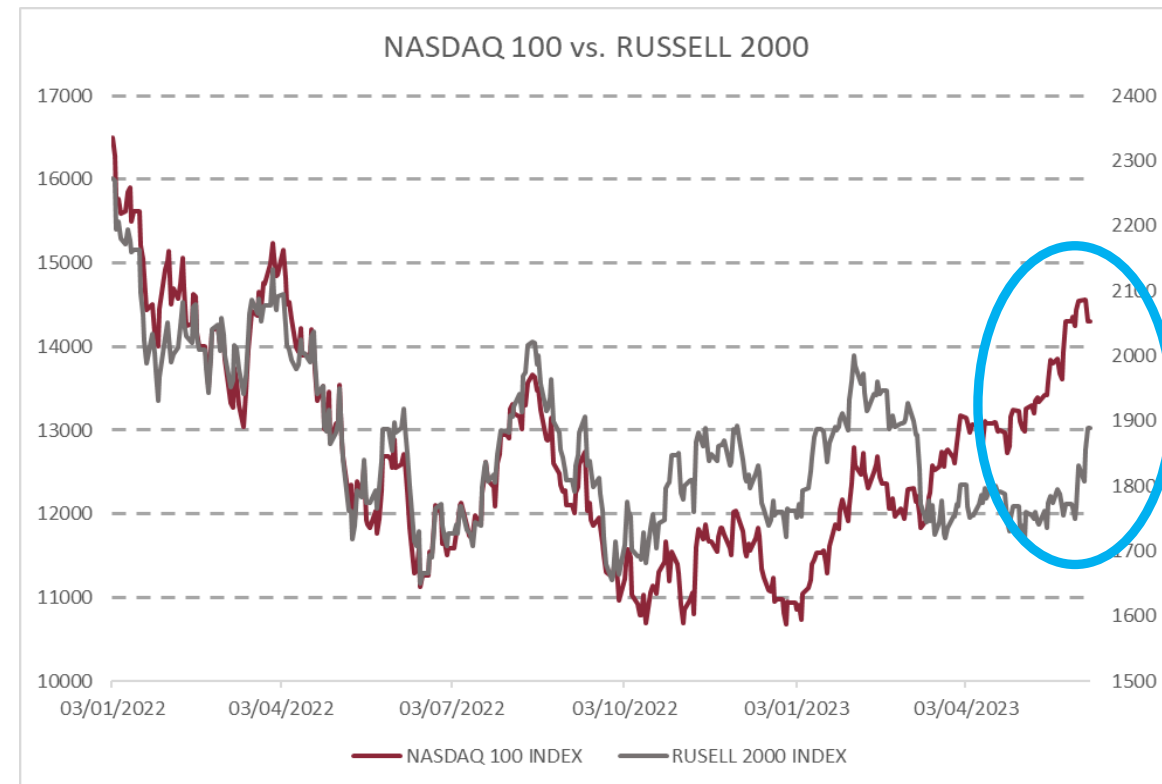


Fuente: True Insights, Bloomberg

¿Rotación de tecnológicas a Small Caps? Aterrizaje suave, la clave

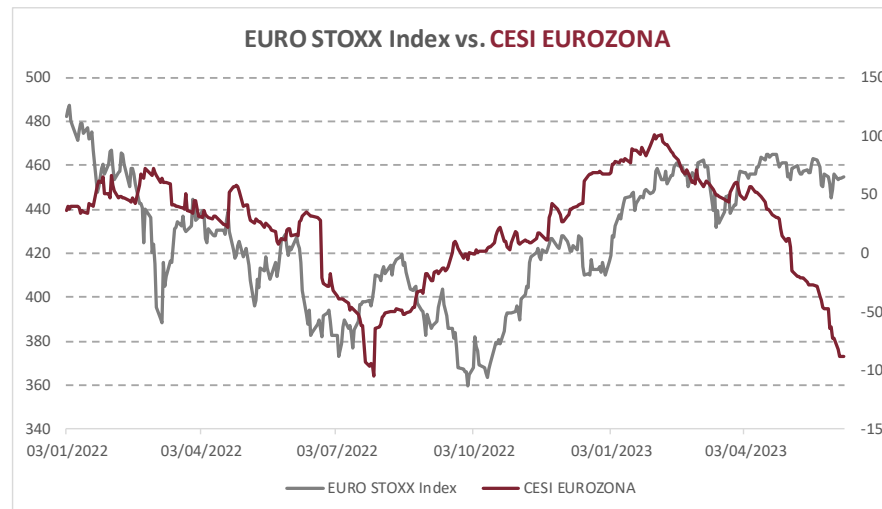
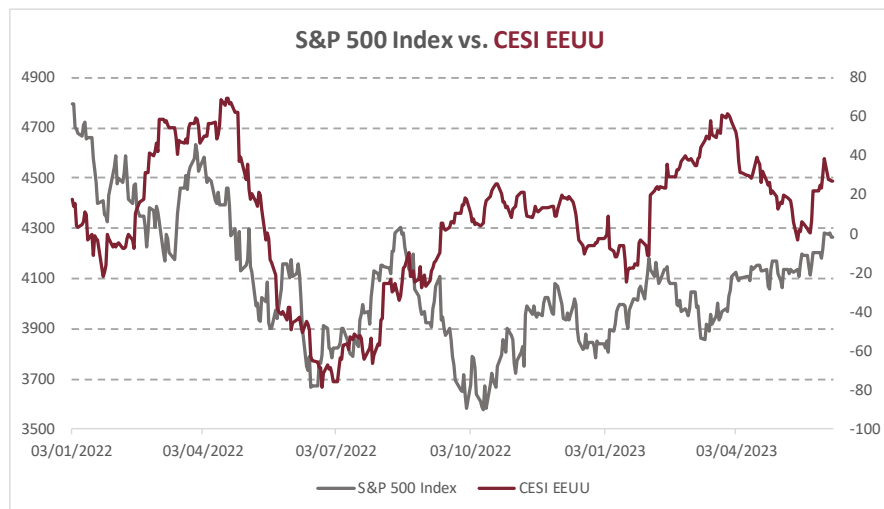


Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Precaución ante desaceleración del ciclo: bolsas vs sorpresas económicas



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Recomendaciones de inversión

Ahora se empiezan a ver los **efectos secundarios de las subidas de tipos y freno a la liquidez** tras el ciclo monetario ultraexpansivo de los últimos 10-15 años. **Creciente presión sobre el crecimiento económico, vía menor crédito y a un coste más alto.**

Renta fija:

- Seguirá habiendo presión en crédito por tensionamiento de condiciones financieras, **más defaults, centrarse en IG.**
- **Deuda pública: aumentar duraciones a medida que nos vayamos acercando al techo de tipos.** Más cercano en EEUU que en Europa.

Bolsa: se mantendrá la volatilidad. Esperamos **puntos de entrada más atractivos. Mantener sesgo defensivo, infraponderar ciclo.**

- **Impacto negativo de condiciones crediticias más duras en el ciclo económico.** Atención a impacto en actividad económica, inflación, tipos. **Las bolsas descuentan una recuperación económica que no compartimos.**
- Expectativas de menores tipos dependen totalmente de evolución de **inflación** (que previsiblemente seguirá **elevada a corto plazo**), **por lo que los recortes de tipos tardarán en llegar** (salvo daño importante al ciclo económico y fuerte caída de la inflación).

1. Información objetiva

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/re analisis/empresas.html>) podrá consultar, para este valor y sobre las recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses: (i) la fecha y la hora en la que se finalizó cada uno de los informes publicados; (ii) la recomendación y (iii) el precio objetivo. Nota: la fecha y hora se identifican con las de la primera difusión de la recomendación a la que hacen referencia.

2. Certificación de analistas

El Departamento de Análisis de Renta 4 Banco está integrado por los siguientes analistas: Natalia Aguirre y César Sánchez-Grande (Directores), Álvaro Arístegui, Javier Díaz, Alfonso Batalla, Pablo Fernández, Nuria Álvarez, Eduardo Imedio, Ángel Pérez e Iván San Felix (Analistas).

El/los analista/s que participan en la elaboración de la recomendación o recomendaciones de este informe de análisis, identificados en el mismo, certifican por la presente que las opiniones que se expresan reflejan fielmente sus opiniones personales.

Además, certifican que no han recibido, reciben ni recibirán, directa o indirectamente, remuneración alguna a cambio de ofrecer una recomendación determinada en este informe.

El sistema retributivo del/los analista/s del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por Renta 4 Banco, aunque éstos no reciben compensación directamente vinculada a operaciones relativas a servicios de inversión o auxiliares prestados por Renta 4 Banco a cualquier otro tipo de operaciones o comisiones de negociación que Renta 4 Banco o cualquier otra persona perteneciente al Grupo Renta 4 (en adelante "el Grupo") realice o reciba.

3. Información importante

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe 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 éstos no han sido tomados en cuenta 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.

El contenido del presente documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por el departamento de Análisis de Renta 4 Banco con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso.

Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por ninguna de las personas del Grupo por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las entidades del Grupo no asumen compromiso alguno de comunicar cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Las entidades del Grupo no asumen 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 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 incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores.

De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas.

Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier entidad del Grupo o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, 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 del Grupo pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento. Salvo que se indique lo contrario en el presente informe, no existe intención de actualizar esta información.

4. Información respecto a la comunicación de intereses o conflictos de intereses

No aplicable: El analista que firma el presente informe de análisis mantiene posiciones en la compañía analizada.

Las entidades del Grupo cuentan con barreras de información, conforme a la normativa vigente.

El Grupo dispone de medidas organizativas y técnicas para evitar y gestionar los conflictos de intereses. Entre otras, cuenta con un Reglamento Interno de Conducta, así como con una Política de Conflictos de Interés, ambos de obligado cumplimiento para todos los empleados. En estos documentos se recogen, entre otros, los procedimientos de control aplicables al departamento de Análisis (normas para evitar el uso de información privilegiada, la independencia en la elaboración de los informes o el régimen de incentivos, de operaciones personales o de remuneraciones).

Aplicable: las entidades del Grupo poseen una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por el emisor: Making Science

No aplicable: el emisor posee participaciones que sobrepasan el 5 % de su capital social total emitido.

No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación.

No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo ha sido gestor principal o adjunto durante los doce meses anteriores a cualquier oferta de instrumentos financieros del emisor comunicada públicamente.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con atSistemas (asesor registrado), Clínica Baviera, Grupo Ecoener, Castellana Properties (asesor registrado), Izertis (asesor registrado), Llorente y Cuenca (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene contratos de análisis esponsorizado con Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios.

Don Juan Carlos Ureta, Presidente Ejecutivo de Renta 4 Banco S.A., es miembro del Consejo de Administración de GRUPO ECOENER S.A. y de IZERTIS S.A.

5. Sistemas de recomendaciones

La información que se incluye en este informe se ha obtenido de fuentes fiables y, aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye y en la que se basa el presente informe no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no podemos acreditar que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

En este sentido indicamos las principales fuentes que se han utilizado: Compañías objeto de análisis, CNMV, Bloomberg, Factset, Prensa económica (entre otros Expansión, Cinco Días, El Economista, FT, etc.), Prensa General (El Mundo, El País, ABC, La Razón, etc.), Webs de Información económica (Bolsa de Madrid, Sociedad de Bolsas, BME Growth, versiones digitales de prensa económica y general, etc.), Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, BCE, FED, Bank of England, Bank of Japan.

Los precios objetivos y recomendaciones se establecen de acuerdo con la evolución esperada hasta el final del año natural, salvo indicación contraria en el propio informe. A partir del mes de diciembre se ofrecerán los precios objetivo y recomendaciones para el final del año siguiente. La metodología de cálculo del precio objetivo está basada, por regla general, en el descuento de flujos de caja, VAN, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo.

Se establecen tres categorías o tipos de recomendación: Sobreponderar, potencial de revalorización mayor al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Infraponderar, potencial de revalorización inferior al del índice de referencia (Ibex35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Mantener, potencial de revalorización similar al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe). Estas definiciones son indicativas. Las recomendaciones pueden diferir de estas guías cuando esté justificado por factores de mercado, tendencias de la industria, eventos específicos de la compañía, etc.

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/re analisis/empresas.html>) podrá consultar, a fecha actual, de las recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco para el universo de compañías en cobertura: (i) la cotización del último informe; (ii) el precio objetivo; (iii) el tipo de recomendación; (iv) la fecha y hora del último informe; (v) el analista; (vi) la validez del precio objetivo y (vi) el porcentaje de las categorías de recomendación (sobreponderar, infraponderar, mantener o en revisión) sobre el total de las recomendaciones realizadas en los últimos 12 meses.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. 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.

Renta 4 Banco es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

La información contenida es confidencial y privilegiada. Si usted no es personal autorizado por favor destruya este documento y notifique inmediatamente a Renta 4 Banco S.A. (900 92 44 54), absteniéndose de comunicar el contenido a cualquier otra persona, usarlo con algún propósito o reproducirlo por cualquier medio.

