

# Análisis Macroeconómico y de mercados

Natalia Aguirre Vergara

Septiembre 2023

 renta4banco



# Bolsas

## Pausa en subidas anuales ante:

### 1. Señales mixtas del ciclo:

- **creciente presión a la baja sobre ciclo en China** (sector inmobiliario, dudas sobre cumplimiento de objetivo PIB 2023 +5%) **y Europa** (PMIs servicios se suman a contracción de manufacturas)
- mayor resiliencia de la economía **EEUU**, **aumentan probabilidades de aterrizaje suave**

### 2. Inflación que sigue demasiado alta y alejada del objetivo del 2% (que bancos centrales se resisten a modificar):

- **IPC subyacente se resiste a bajar** (sobre todo en **Europa**)
- **IPC general con nuevas presiones al alza (energía)**

INDICES	2022	1T23	2T23	Julio	Agosto	Septiembre	Variación 2023	Pre-Inestab. bancos (9/3)	Pre-Invasión Rusa (23/02)
IBEX 35	-5,6%	12,2%	3,9%	0,5%	-1,4%	0,5%	16,0%	1,3%	13,1%
EUROSTOXX 50	-11,7%	13,7%	1,9%	1,6%	-3,9%	0,0%	13,2%	0,2%	8,1%
DAX	-12,3%	12,2%	3,3%	1,9%	-3,0%	-0,3%	14,1%	1,7%	8,6%
MSCI ITALY	-12,1%	12,0%	5,3%	4,8%	-2,4%	0,5%	21,3%	5,5%	11,5%
MSCI UK	3,0%	2,1%	-1,6%	2,1%	-3,5%	3,9%	2,8%	-2,5%	3,2%
SMI	-12,7%	2,9%	3,3%	2,3%	-1,6%	0,7%	7,7%	5,9%	1,8%
MSCI EUROPE	-11,9%	8,0%	0,9%	1,9%	-2,7%	0,9%	9,0%	0,7%	2,3%
S&P 500	-19,4%	7,0%	8,3%	3,1%	-1,8%	-1,3%	15,9%	13,6%	5,3%
NASDAQ 100	-33,0%	20,5%	15,2%	3,8%	-1,6%	-1,9%	39,0%	26,7%	12,5%
RUSSELL 2000	-21,6%	2,3%	4,8%	6,1%	-5,2%	-2,8%	4,9%	1,1%	-5,0%
NIKKEI 225	-9,4%	7,5%	18,4%	-0,1%	-1,7%	2,8%	28,5%	17,2%	26,8%
HANG SENG	-15,5%	3,1%	-7,3%	6,1%	-8,5%	-1,1%	-8,1%	-8,7%	-23,2%
MSCI CHINA	-23,5%	5,3%	-10,8%	9,3%	-8,5%	-1,0%	-7,0%	-7,2%	-25,7%
MSCI ASIA PACIFIC	-19,4%	4,1%	0,7%	4,6%	-5,1%	1,1%	5,3%	2,4%	-11,6%
MSCI EM LATIN AMERICA	-0,1%	3,1%	11,2%	5,0%	-7,9%	1,3%	12,3%	7,5%	0,4%
MSCI WORLD	-19,5%	7,3%	6,3%	3,3%	-2,6%	-0,8%	13,8%	10,0%	1,8%
MSCI ACWI	-19,8%	6,8%	5,6%	3,6%	-3,0%	-0,7%	12,5%	9,1%	-0,7%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 15/9/2023

Lo que implica que, **aunque el fin de las subidas de tipos esté próximo, el inicio de las bajadas se hará aún esperar (mediados 2024 como pronto) y su cuantía será menor de lo previsto a principios de 2023.**

# Deuda, commodities, divisas

	1T23	2T23	Julio	Agosto	Septiembre	Variación 2023	Pre-Inestab. bancos (9/3)	Pre-Invasión Rusa (23/02)
EUR/USD	1,3%	0,6%	0,8%	-1,4%	-1,7%	-0,4%	0,7%	-5,7%
BRENT	-7,1%	-6,1%	14,2%	1,5%	8,1%	9,3%	15,1%	-3,0%
ORO	8,0%	-2,5%	2,4%	-1,3%	-0,8%	5,5%	5,1%	0,8%
VIX (S&P 500)	-13,7%	-27,3%	0,3%	-0,4%	1,6%	-36,4%	-39,0%	-55,5%
V2X (Eurostoxx)	-7,0%	-29,9%	19,2%	-1,0%	-8,3%	-29,5%	-18,3%	-56,0%
GOB. EURO 1-3 AÑOS	0,7%	-0,3%	0,4%	0,4%	-0,3%	1,0%	1,4%	-3,1%
GOB. GLOBAL (€HDG)	2,3%	-0,9%	-0,7%	-0,4%	-1,1%	-0,8%	-0,6%	-12,9%
CORP. GLOBAL (€HDG)	2,0%	-0,3%	0,3%	-0,7%	-0,6%	0,7%	0,5%	-10,9%
US AGGREGATE	3,0%	-0,8%	-0,1%	-0,6%	-1,1%	0,3%	0,0%	-9,0%
GOB. EMERG. USD (€HDG)	1,5%	1,2%	1,6%	-2,1%	-1,0%	1,1%	1,3%	-13,6%
GOB. EMERG. LC	3,1%	1,9%	1,4%	-1,3%	0,0%	5,3%	2,9%	-1,7%
US HIGH YIELD	3,6%	1,7%	1,4%	0,3%	-0,1%	7,0%	4,8%	-0,7%
EUROPEAN HIGH YIELD	2,9%	1,8%	1,3%	0,3%	0,7%	7,2%	3,7%	-1,2%
GOB. ALE 10 Y	2,2%	-1,5%	-0,6%	0,1%	-2,2%	-2,0%	-1,0%	-21,5%
GOB. ESP 10 Y	3,6%	-1,0%	-0,4%	0,3%	-2,5%	-0,2%	-0,8%	-19,2%
GOB. ESP 5 Y	2,1%	-0,7%	0,4%	0,5%	-0,9%	1,5%	1,7%	-9,6%
GOB. ESP 2 Y	1,1%	-0,4%	0,4%	0,5%	-0,2%	1,3%	1,5%	-4,8%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 15/9/2023

**El dólar capitaliza la resiliencia de la economía americana.**

**El crudo, apoyado por nuevos recortes de oferta** por parte de los países productores (Arabia Saudí, Rusia).

**TIRes** se vuelven a aproximar a máximos.

# TIRes en máximos

## TIRes 10 años



- Economía EEUU robusta

- Inflación Eurozona que se resiste a moderarse

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

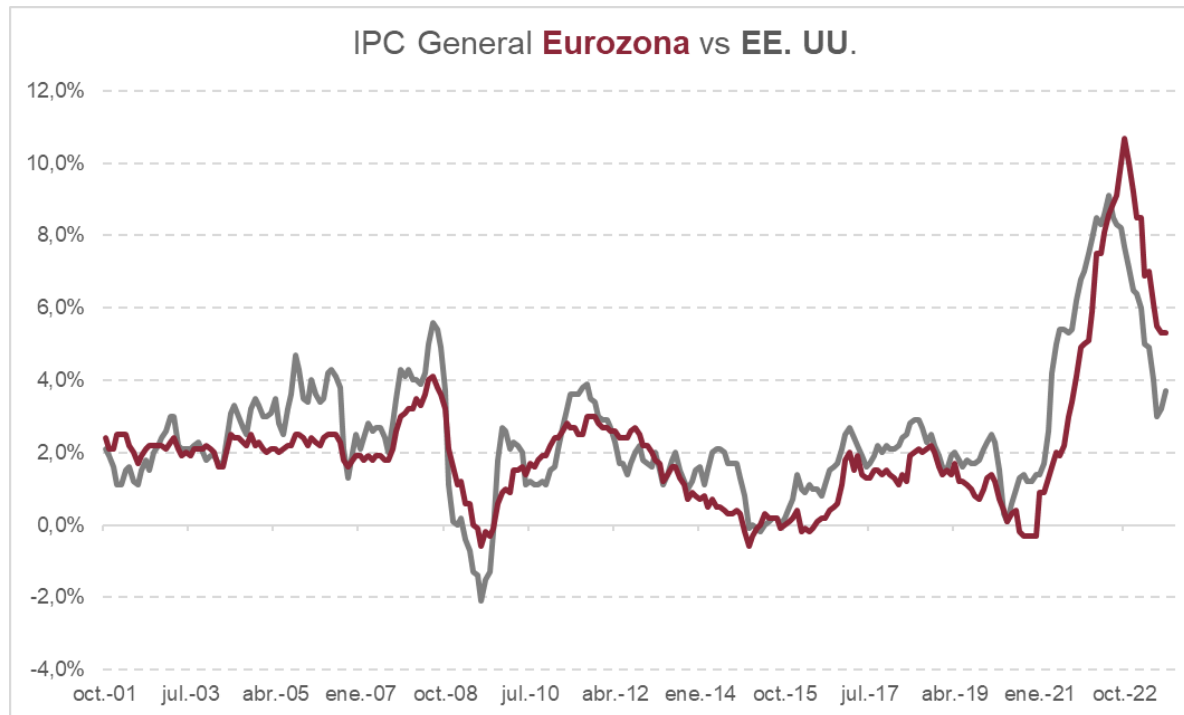
# Inflación sigue alta, sobre todo en Europa

La **inflación**, tanto general como subyacente, **modera en mayor medida en EE.UU. que en Europa** (mayor crecimiento de salarios, menor productividad)...

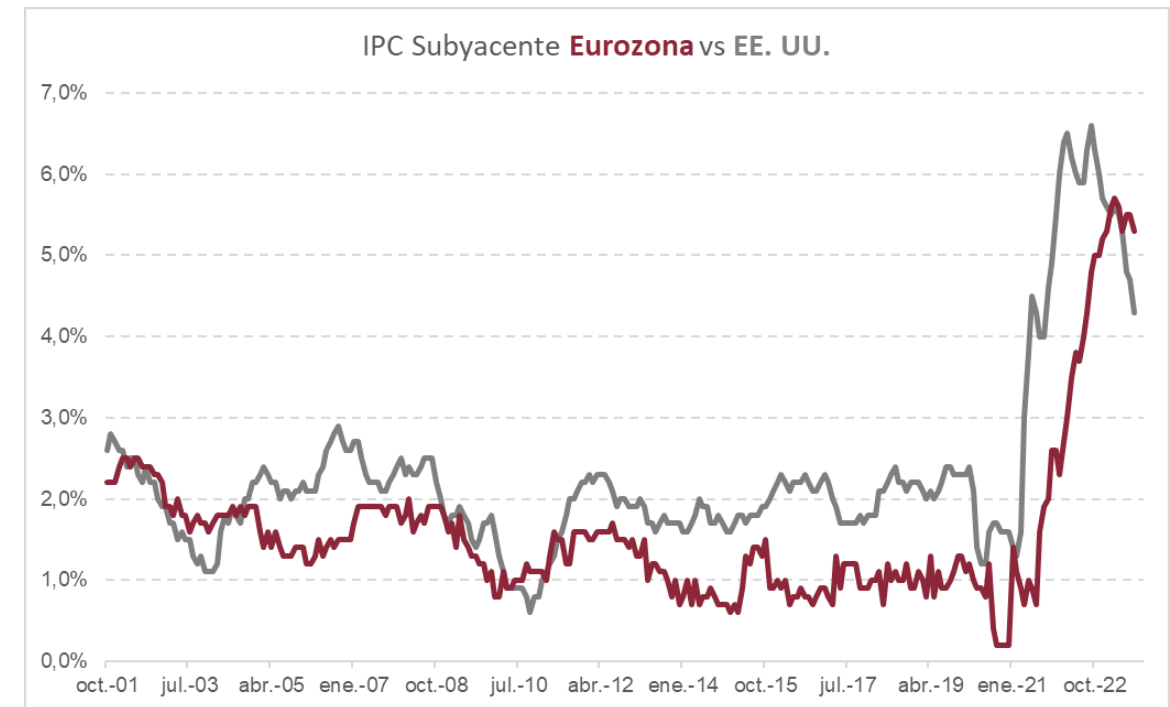
**...aunque en ambos casos sigue lejos del 2% objetivo** en tasa subyacente (presión en servicios).

	IPC subyacente		var desde máx
	Máx. 2022-23	Último 2023	
<b>EUROZONA</b>	5,7%	5,3%	-0,4%
<b>ESPAÑA</b>	7,6%	6,1%	-1,5%
<b>EE. UU.</b>	6,6%	4,7%	-1,9%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

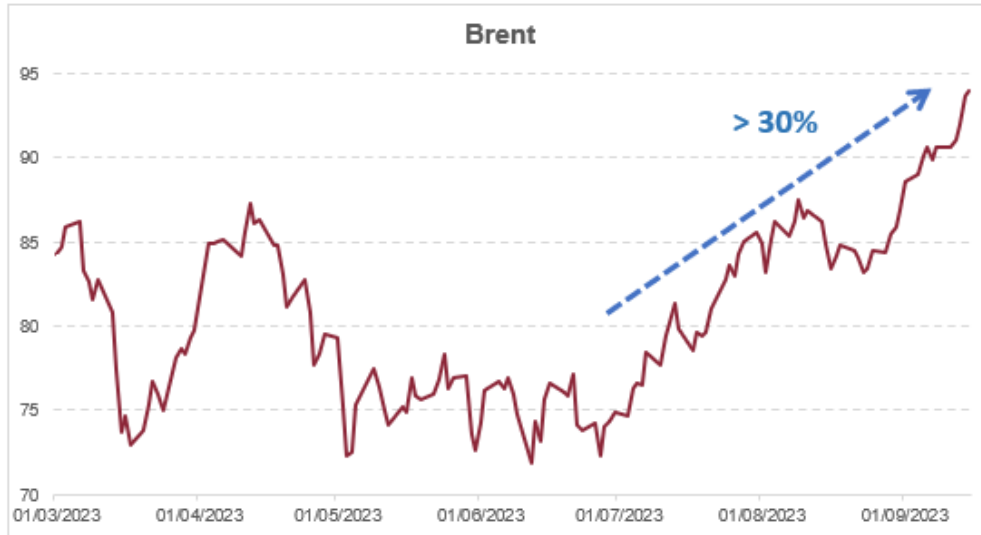


Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Nuevas presiones por el lado de la energía: crudo y gas



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

## Precio del crudo (Brent)

	2022	2023	var i.a.
enero	85,6	84,0	-2%
febrero	94,2	83,5	-11%
marzo	112,5	79,2	-30%
abril	106,0	83,4	-21%
mayo	112,0	75,7	-32%
junio	117,5	75,0	-36%
julio	105,2	80,1	-24%
agosto	97,6	85,2	-13%
septiembre	90,5	89,9	-1%
octubre	93,7	89,9	-4%
noviembre	90,8	89,9	-1%
diciembre	81,6	89,9	10%

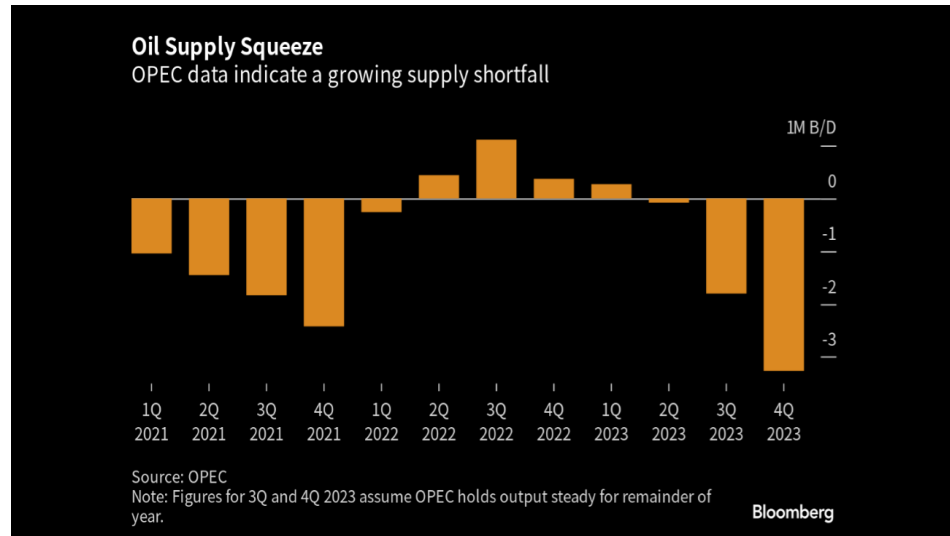
\* hipótesis de mantenimiento del precio actual

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**Arabia Saudí (-1 mln b/d) y Rusia (-300.000 b/d) extienden recortes de producción hasta final de año...**

**...aumentando el déficit de oferta y presionando el precio al alza...**

**...haciendo la comparativa interanual cada vez menos favorable.**



## Precio del gas (TTF)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

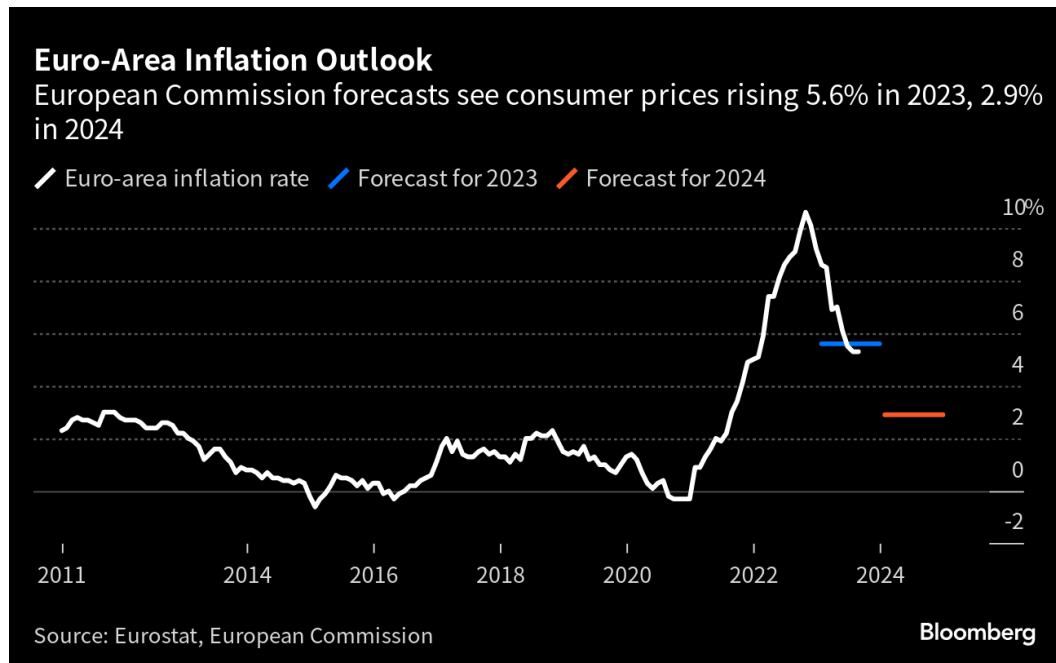
**7% de la oferta global de GNL en riesgo por huelgas en instalaciones de Chevron en Australia provoca alzas notables en el precio. Ejemplo claro de mercado en frágil equilibrio.**

# Objetivo de inflación del 2% no se alcanzaría hasta 2025

**La Comisión Europea, a pesar de revisar a la baja las previsiones de crecimiento 2023-24, mantienen elevadas las estimaciones de inflación, y sin volver al objetivo del 2% hasta 2025.**

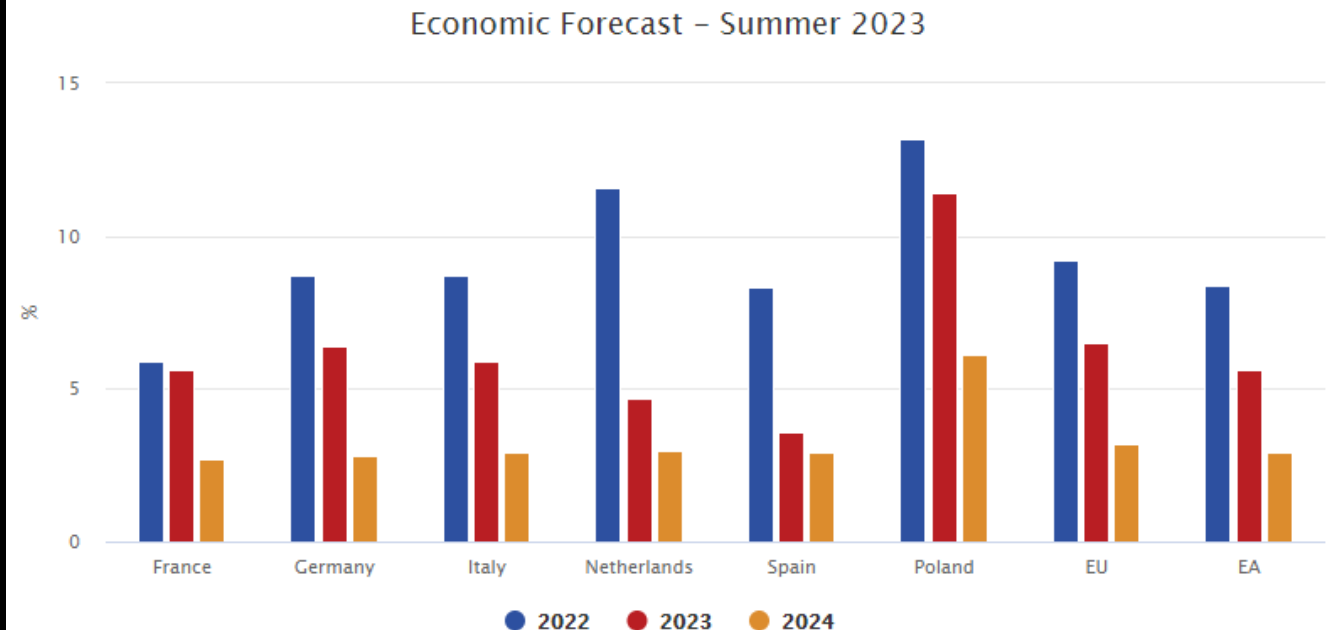
- **IPC 2023e +5,6%** con ligera moderación (anterior +5,8%) por impacto de condiciones financieras más restrictivas.
- **IPC 2024e +2,9%** (vs +2,8% previo), aún por encima del 2% en todas las economías (ligero incremento previsto del precio del crudo se compensaría con menores precios de alimentos y bienes industriales no energéticos).

## Previsiones de inflación Comisión Europea (sept-23)



Fuente: Bloomberg

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.



Fuente: Comisión Europea



# Jackson Hole (agosto 2023): discursos “hawkish”

- **Powell (Fed)**

- **Inflación sigue demasiado alta**, mantendrá los **tipos de interés en niveles restrictivos hasta que se aprecie una tendencia sostenible hacia el objetivo del 2%** (objetivo para el que no hay cambios).
- **No descarta alguna subida adicional de tipos** en caso de que la economía se mantenga resiliente, en tanto en cuanto considera **necesario** un periodo de crecimiento por debajo del potencial y **cierta moderación en el mercado laboral** para alcanzar la estabilidad de precios.

- **Lagarde (BCE)**

- **Vuelve a priorizar el control de una inflación incómodamente alta** (los precios vuelven a subir, especialmente en el sector **servicios** y ante mayores salarios y costes de combustibles) aún **a pesar de la manifiesta y creciente fragilidad de la economía europea**.
- **Mayor inflación estructural** respecto al pasado: **mercados laborales tensionados, transición verde y fragmentación de la economía en bloques competidores**.

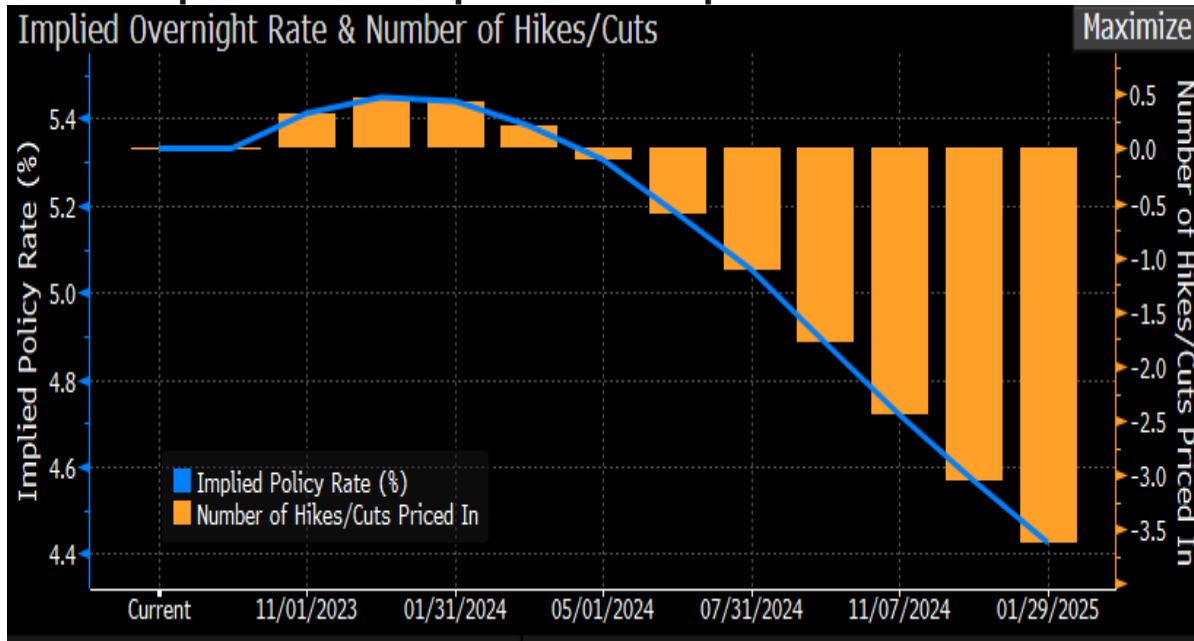
**Aún no se puede cantar victoria sobre la inflación.  
Movimientos de tipos data-dependientes.**



# Cerca del techo de tipos, pero niveles restrictivos durante un tiempo

Aun a pesar de situarnos **en techo de tipos (o muy cerca) en EEUU y la Eurozona**, estimamos que **tanto Fed como BCE los mantendrán en niveles restrictivos (>3% en EEUU y >2-2,5% en Eurozona) durante una buena temporada**.  
Mercado descuenta inicio de bajadas a finales de 2T24 (data-dependiente).

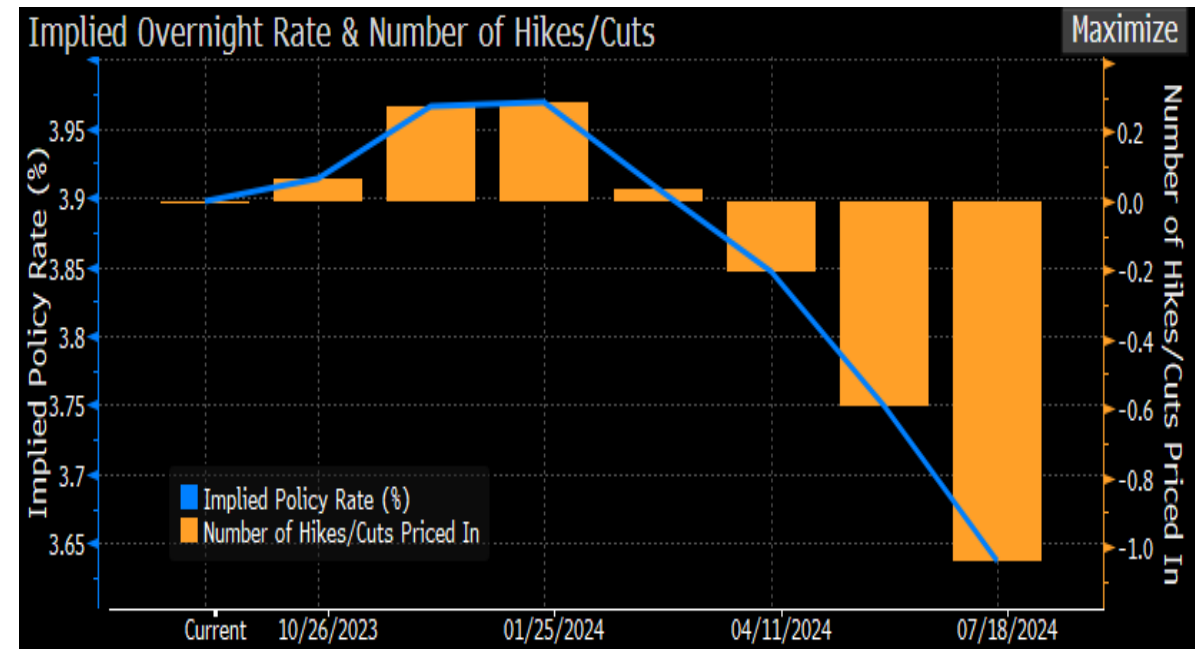
**Tipos descontados por el mercado para los Fed Funds**



Fuente: Bloomberg

**Fed 26 julio +25 pb a 5,25%-5,5%** tras pausa "hawkish" de junio. **Dot plot** apunta a **+25 pb** hasta techo 5,5-5,75%. Según mercado **probabilidad jula de subida 20-sept y 35% 13-dic**, data-dependiente (empleo, inflación). A futuro, el mercado se ajusta al **dot plot -100 pb en 2024 (4,6%)** vs -150 pb estimados a principios de año.

**Tipos descontados por el mercado para el BCE**



Fuente: Bloomberg

**BCE 14 sept+25 pb a 4% (tipo depósito)**, próximos movimientos data-dependientes. El **mercado interpreta que estamos en el techo, pero los datos tienen la palabra**. Esperamos **tipos restrictivos por largo tiempo** para devolver la inflación al objetivo del 2%.

# El ciclo sigue cuestionado, con brecha geográfica creciente

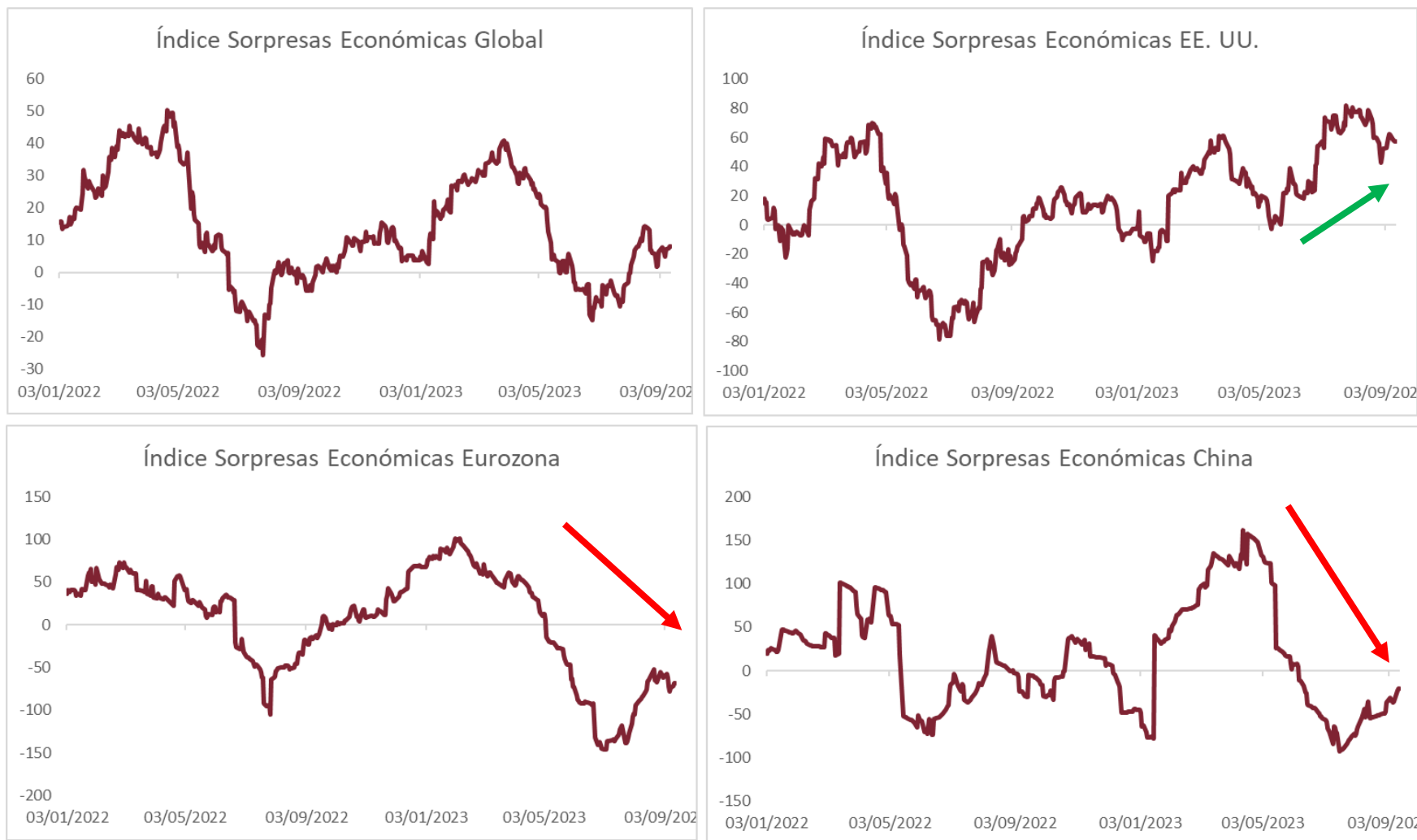
PIB	% anual	FMI (JUL 23)		OCDE (JUNIO 23)		CE (SEPT 23)	
		2022	2023	2024	2023	2024	2023
Mundo	3,4	3,0	3,0	2,7	2,9	-	-
Desarrolladas	2,6	1,5	1,4	-	-	-	-
EEUU	2,1	1,8	1,0	1,6	1,0	-	-
Área Euro	3,5	0,9	1,5	0,9	1,5	0,8	1,3
<i>Alemania</i>	1,9	-0,3	1,3	0,0	1,3	-0,4	1,1
<i>Francia</i>	2,5	0,8	1,3	0,8	1,3	1,0	1,2
<i>Italia</i>	3,8	1,1	0,9	1,2	1,0	0,9	0,8
<i>España</i>	5,5	2,5	2,0	2,1	1,9	2,2	1,9
Japón	1,1	1,4	1,0	1,3	1,1	-	-
Reino Unido	4,0	0,4	1,0	0,3	1,0	-	-
Emergentes	3,9	4,0	4,1	-	-	-	-
Brasil	2,9	2,1	1,2	1,7	1,2	-	-
México	3,1	2,6	1,5	2,6	2,1	-	-
Rusia	-2,1	1,5	1,3	-	-	-	-
India	6,7	6,1	6,3	6,0	7,0	-	-
China	3,0	5,2	4,5	5,4	5,1	-	-

Divergencia creciente en ciclo:

- **EEUU resiliente**
- **Europa y China desacelerando**

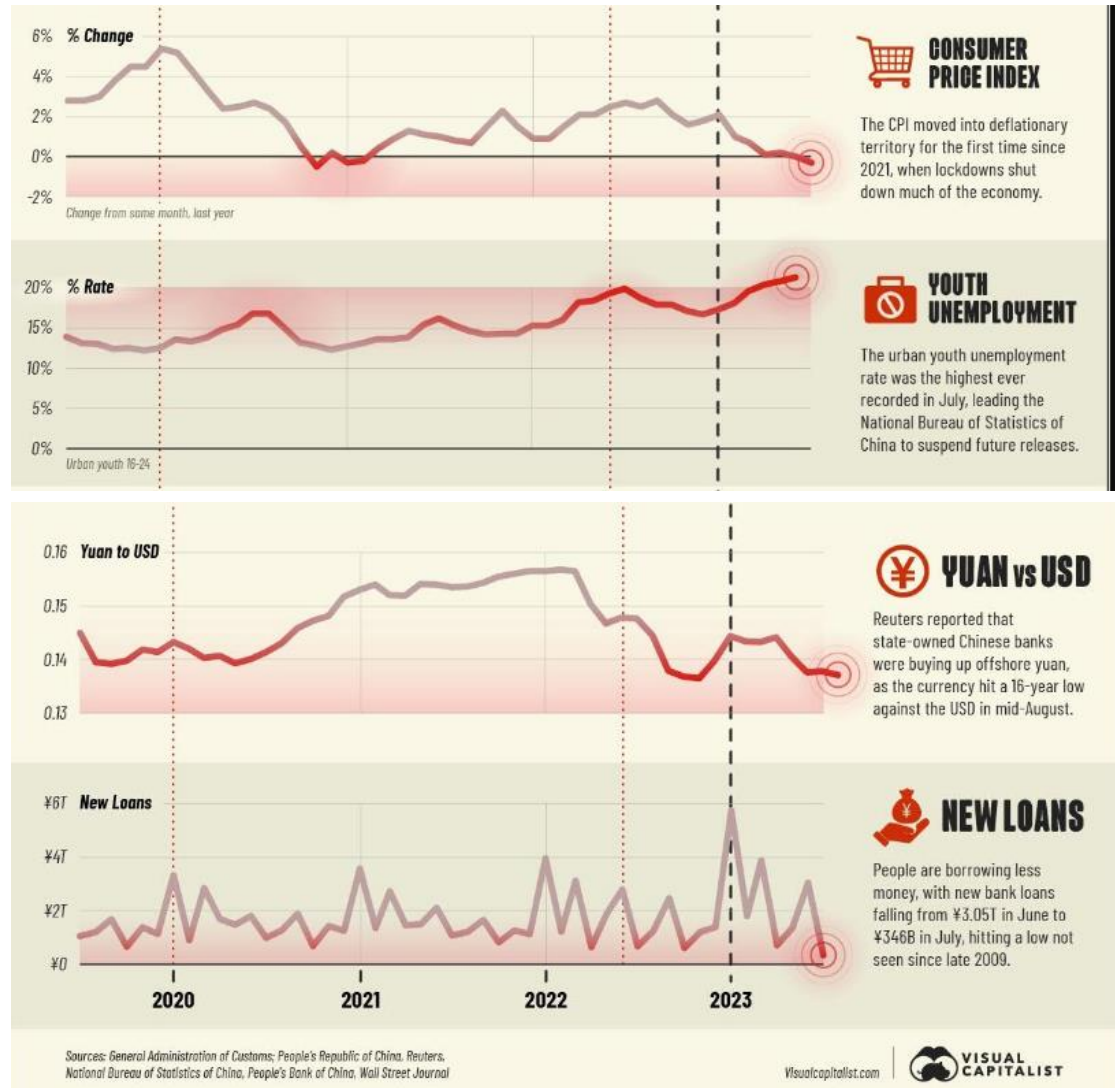
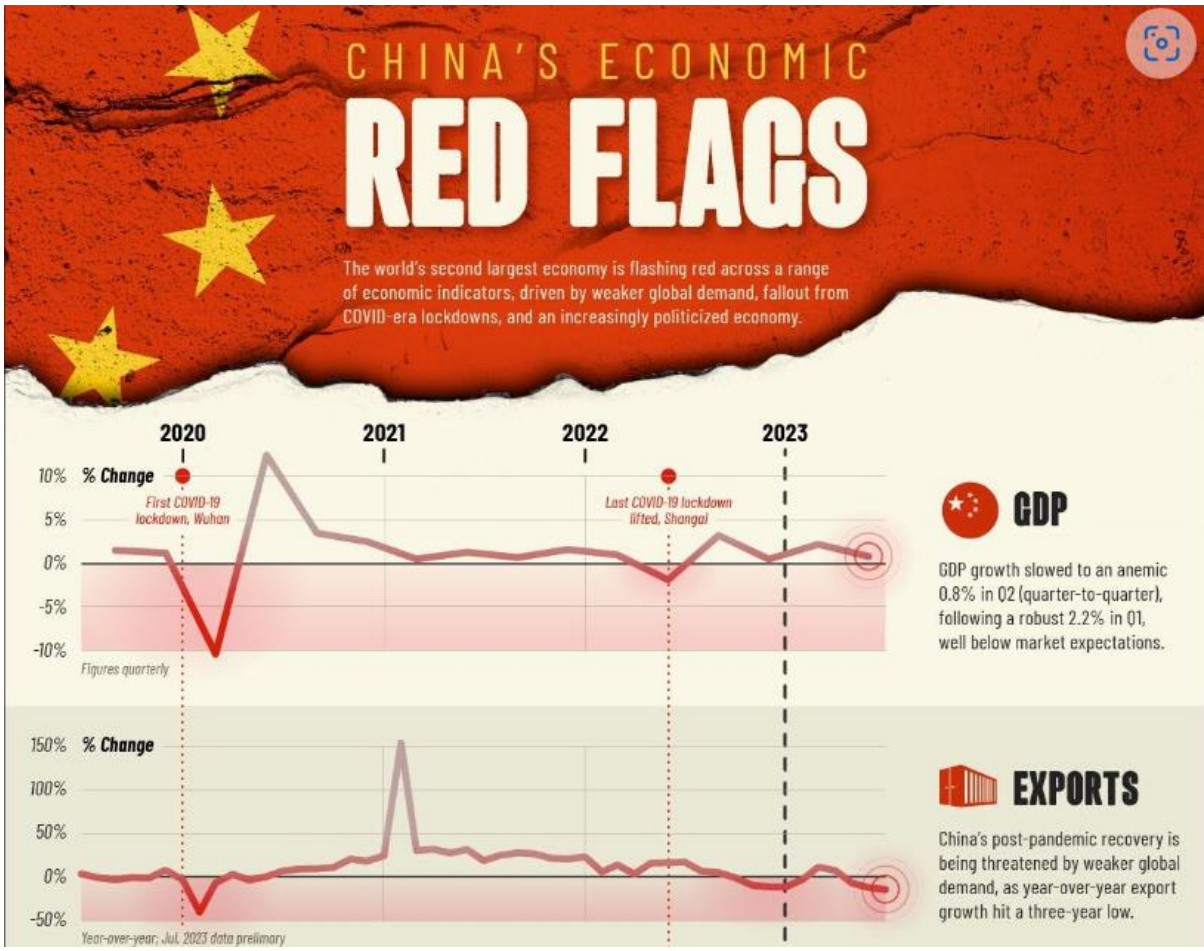
Fuente: FMI, OCDE, CE y elaboración propia

# Evolución divergente por áreas geográficas

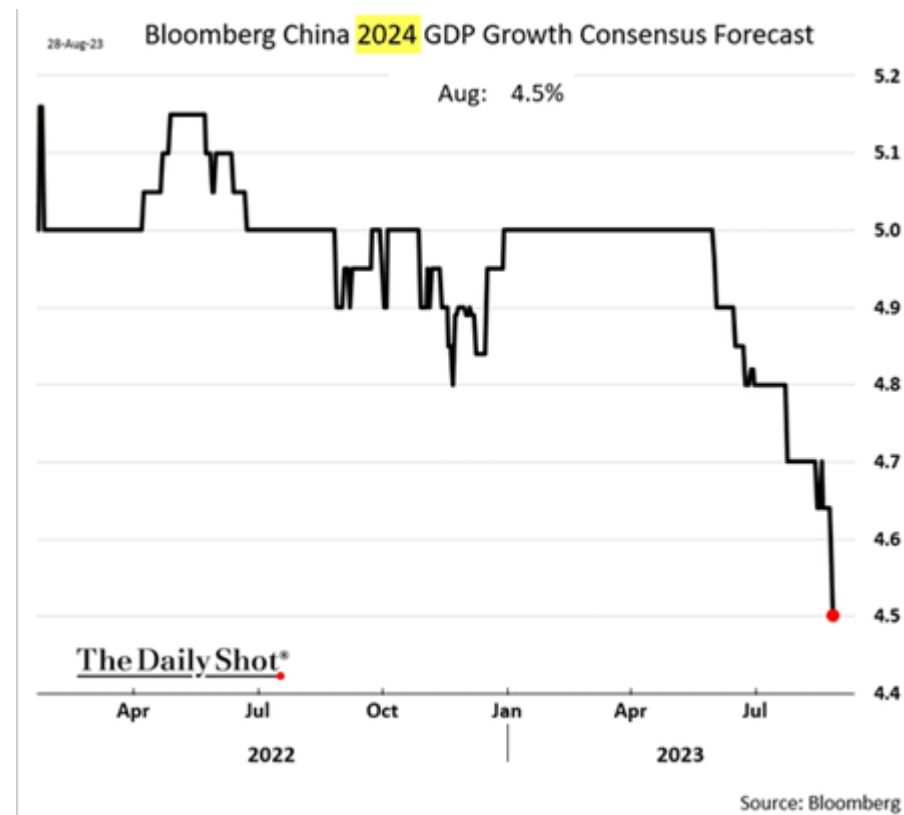
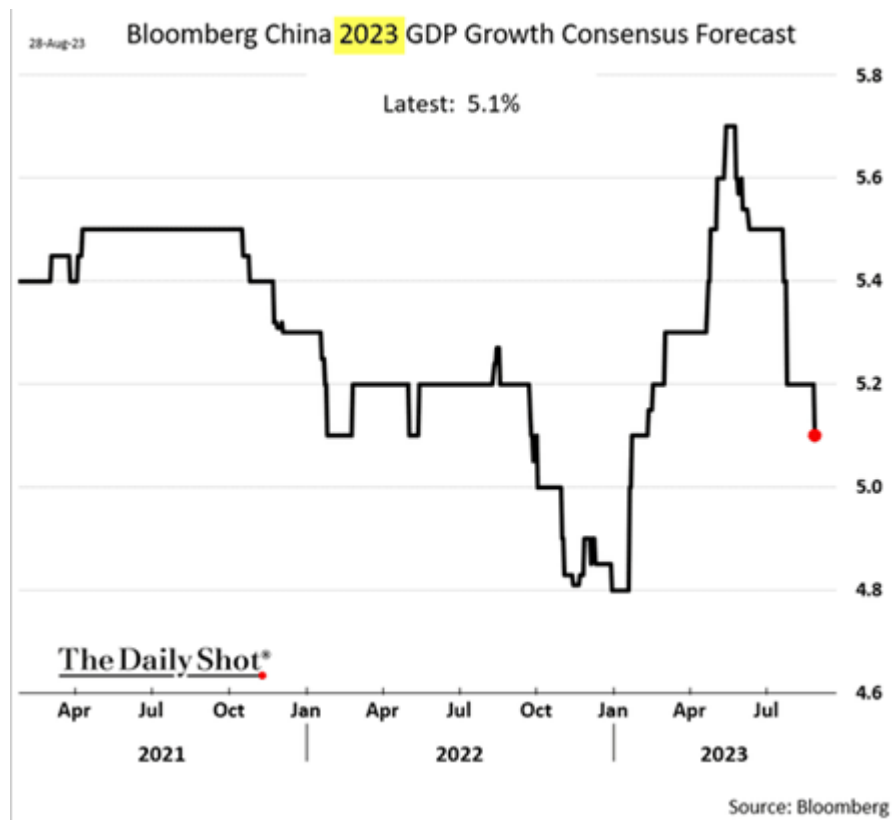


Fuente: Bloomberg

# China: señales de debilidad...



## ...que cuestionan el objetivo de crecimiento 2023 (+5%)



Source: The Daily Shot

**Dudas sobre la suficiencia de las últimas medidas de estímulo** para impulsar bolsas (rebaja de impuestos) y sector inmobiliario (hipotecas más asequibles en ciudades más grandes).

Como factores de presión sobre la desaceleración económica (**lastres estructurales**): **débil confianza consumidora, elevado paro juvenil, alta deuda.**

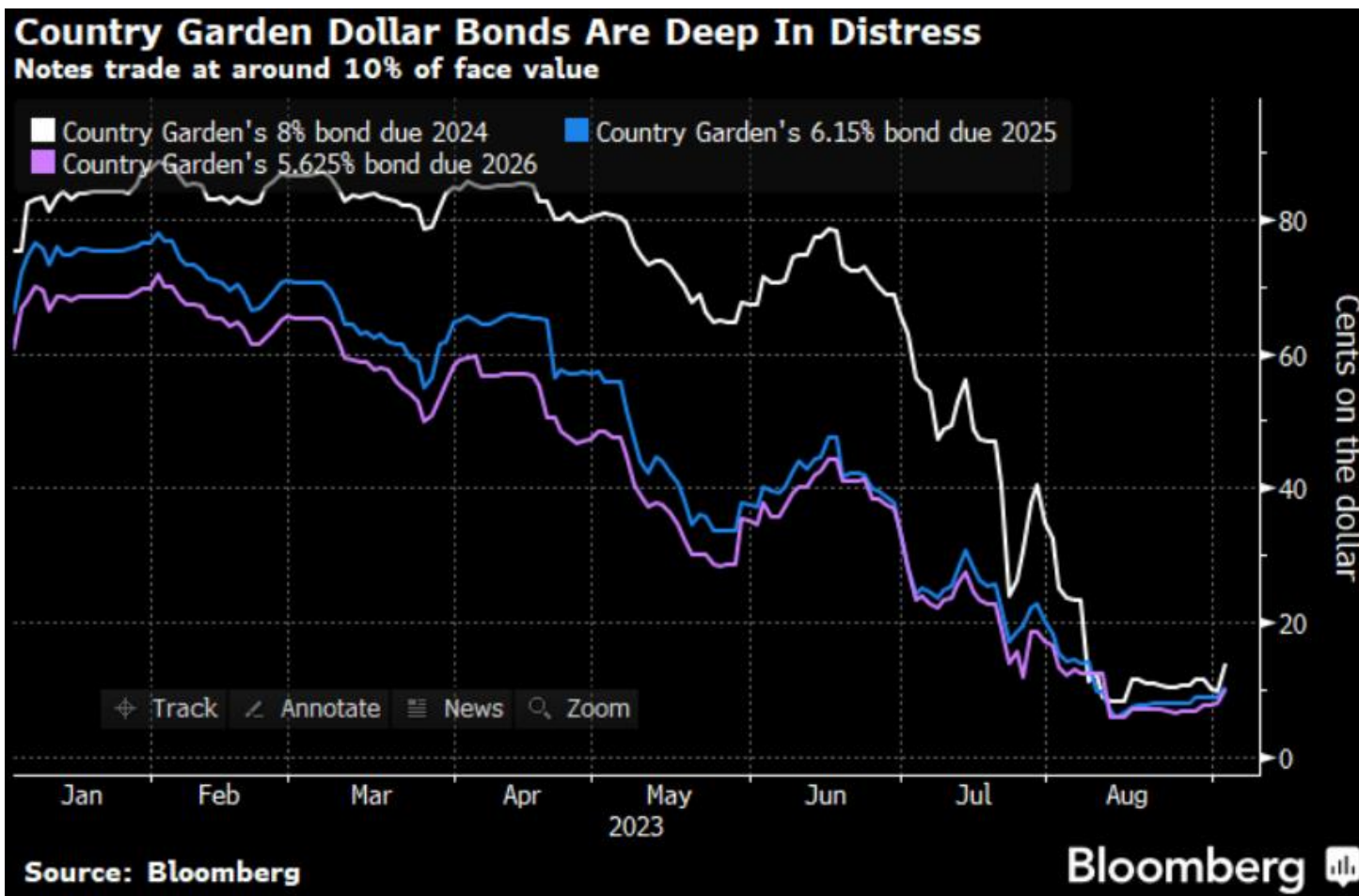


# Señales de desaceleración económica

**Recuperación post-Covid más débil de lo esperado.** PMI Servicios se debilita, sumándose a manufacturas.



# Delicada situación del sector inmobiliario chino



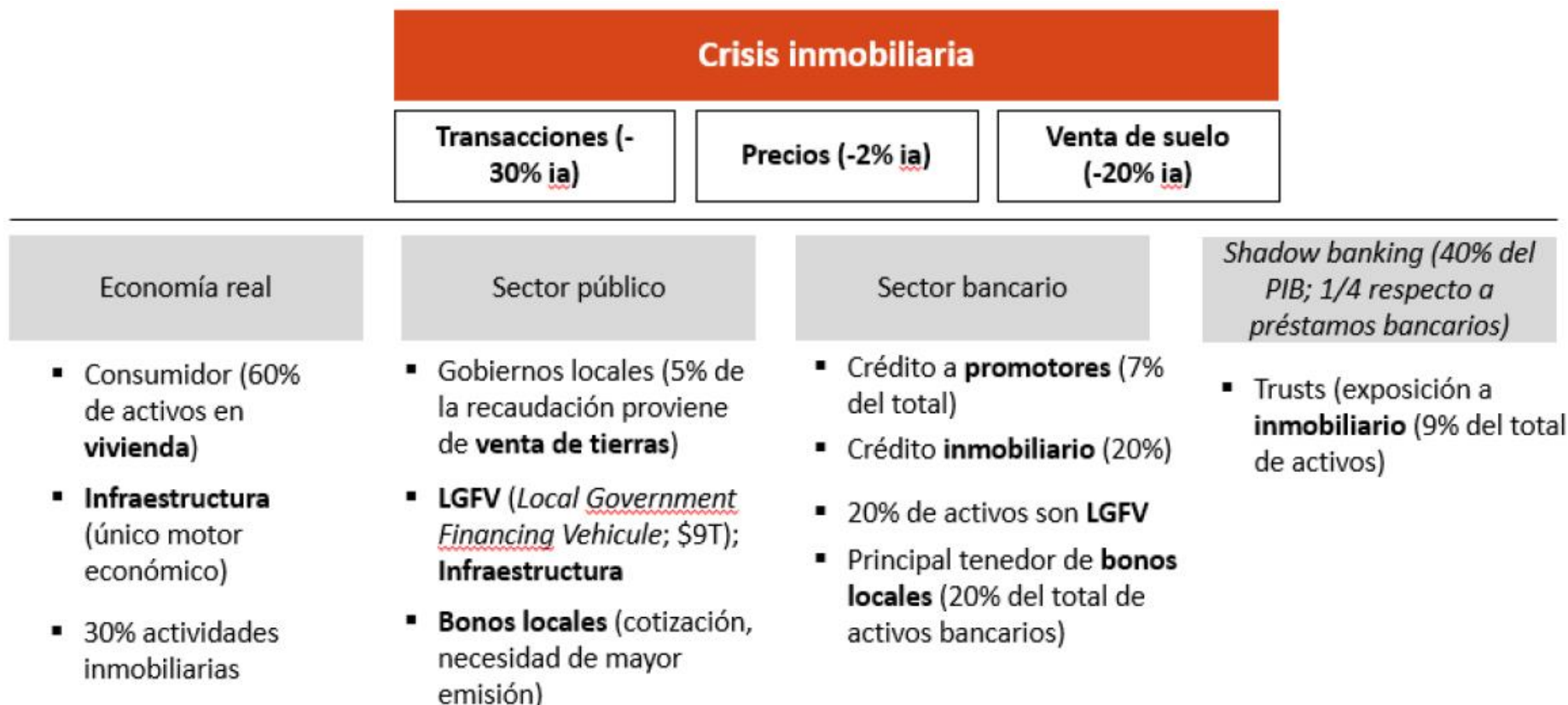
**Country Garden (4 veces más grande en número de proyectos que Evergrande)**, va extendiendo el pago de cupones, pero se mantiene el riesgo (bonos cotizando al 10% del nominal) ante unas ventas débiles y elevados vencimientos en próximos 12—18 meses.

**Riesgo de contagio de crisis de liquidez de promotoras inmobiliarias al sistema financiero** (promotoras se financian a través de bonos y préstamos bancarios, pero también a través de banca en la sombra, sobre todo productos de gestión de patrimonios).



# Sector inmobiliario: complejo entramado

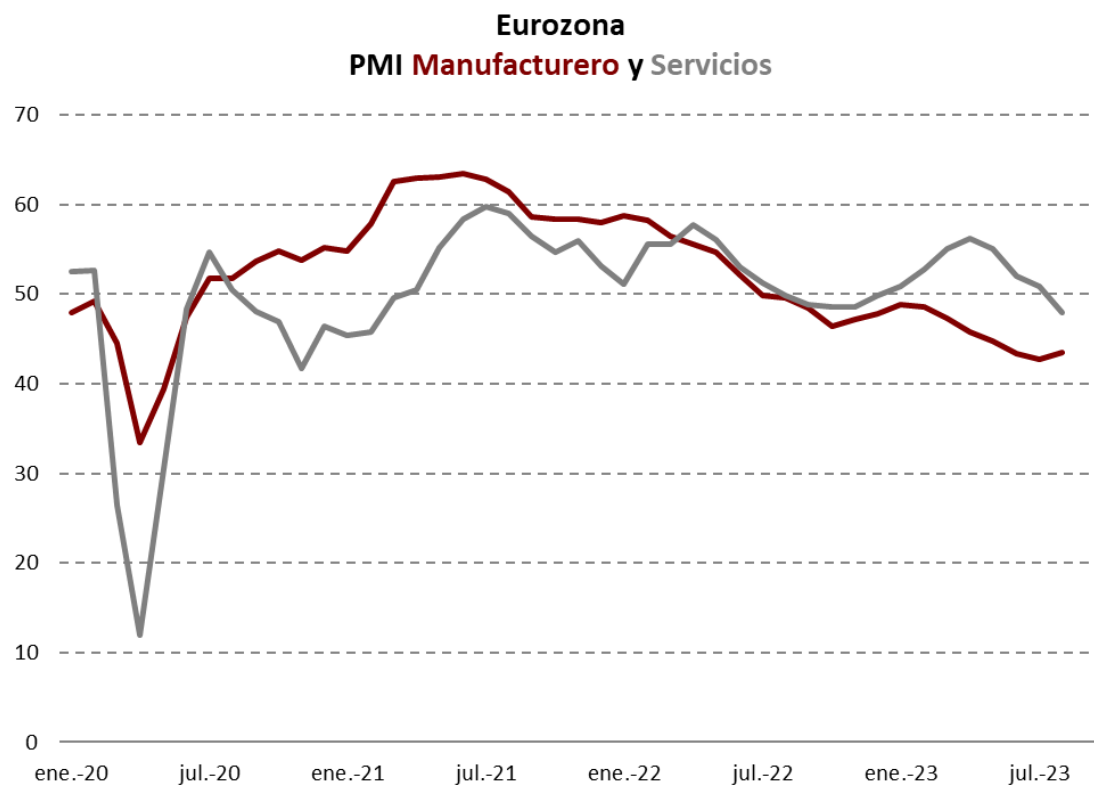
**Complicadas interconexiones con economía real y financiera doméstica, pero el ajuste de China debería ser controlado (limitada exposición a mercados internacionales).**



Fuente: AFI

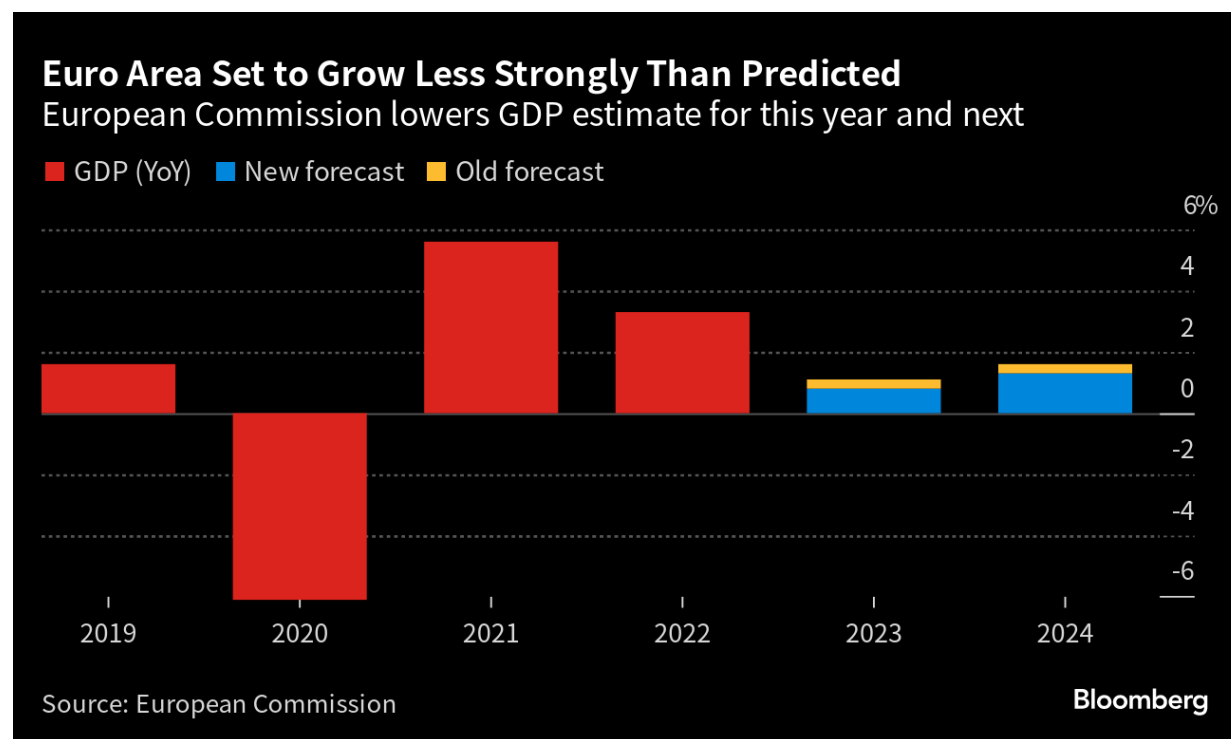
# Eurozona: ¿hacia la estanflación?

El **sector servicios**, que hasta ahora aportaba positivamente al crecimiento, se suma a las manufacturas en zona de **contracción (<50)**. El mercado espera **caída del PIB 3T 23**.

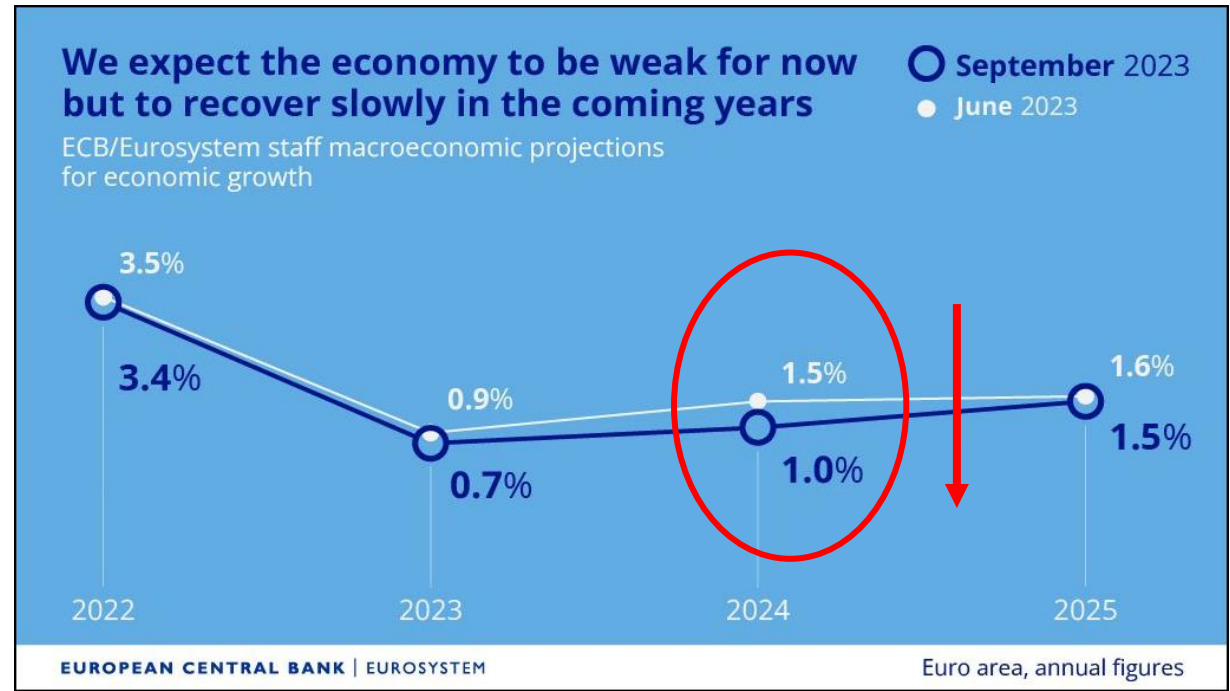
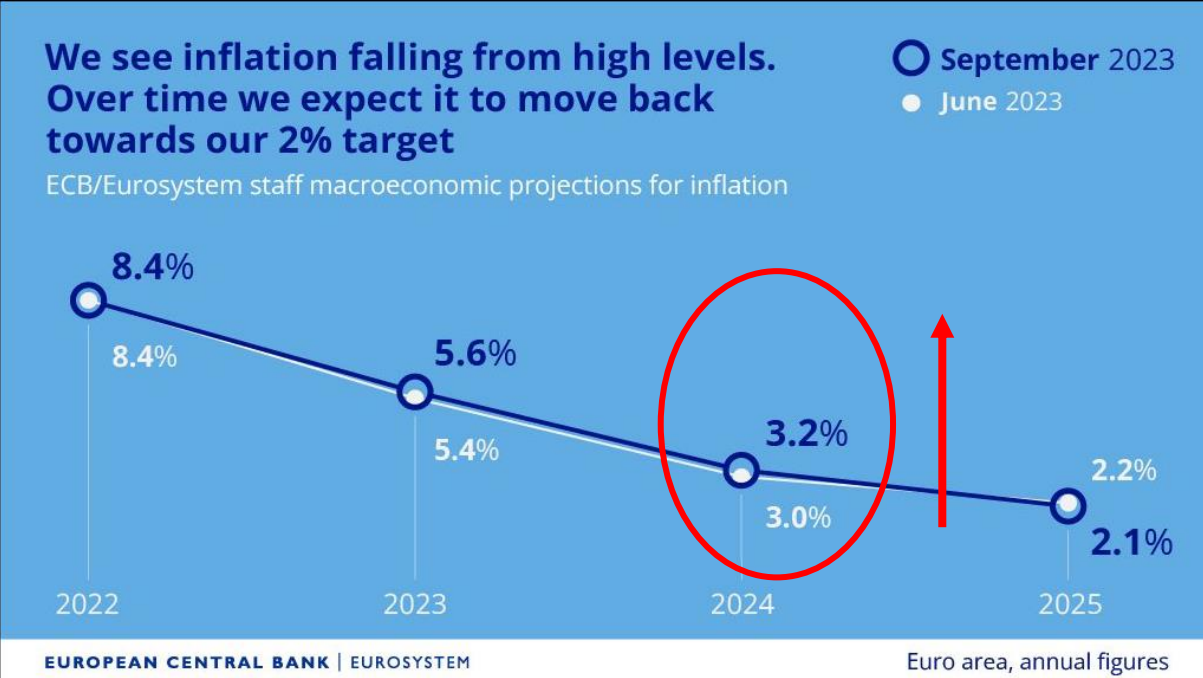


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

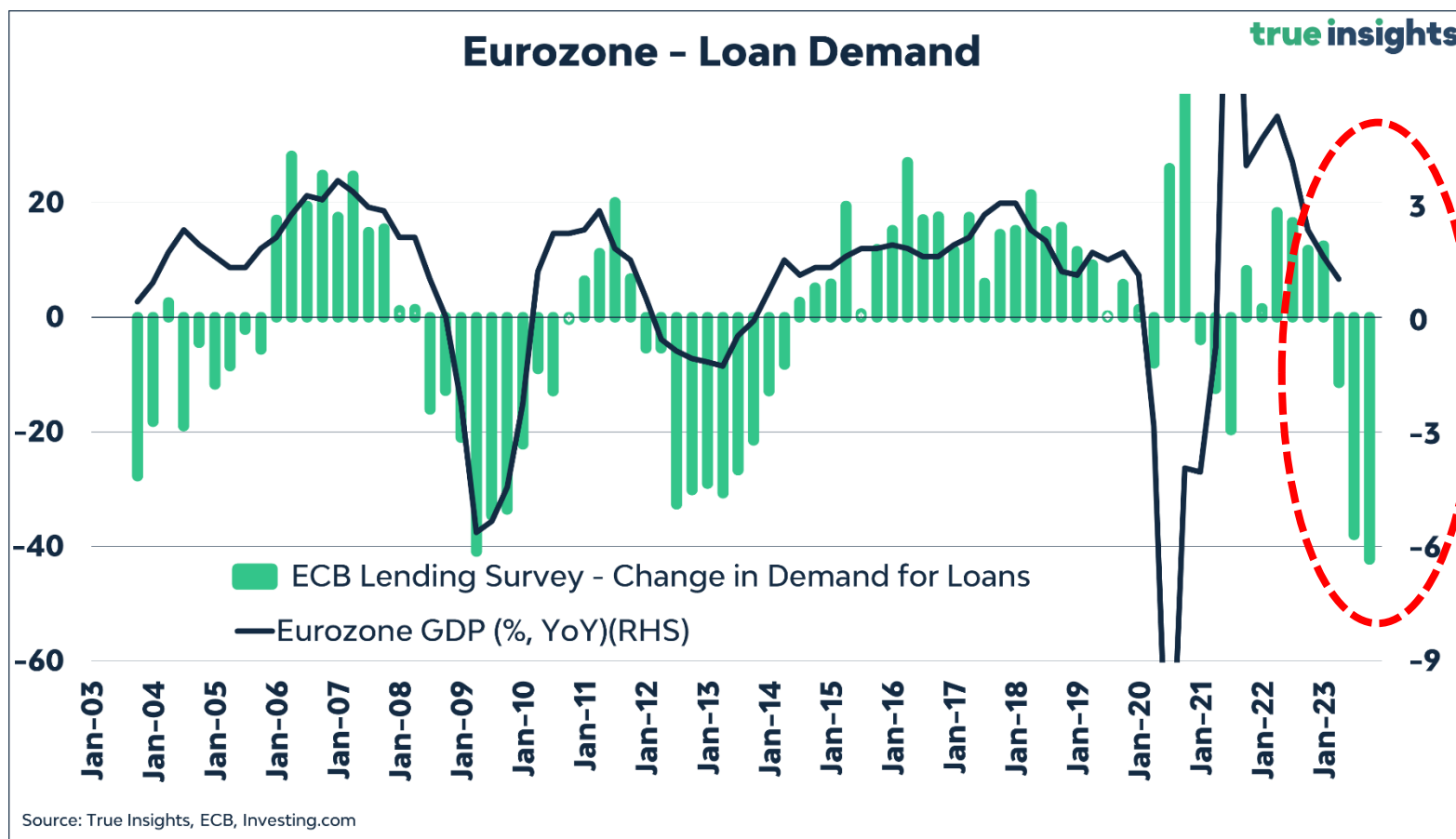
**Comisión Europea revisa a la baja sus previsiones PIB 2023 (+0,8% vs +1,% anterior) y 2024 (+1,3% vs +1,6%), riesgos sobre el crecimiento siguen siendo a la baja.**



# Cuadro macro BCE septiembre: inflación al alza, crecimiento a la baja



# El endurecimiento de condiciones financieras pesará sobre el ciclo



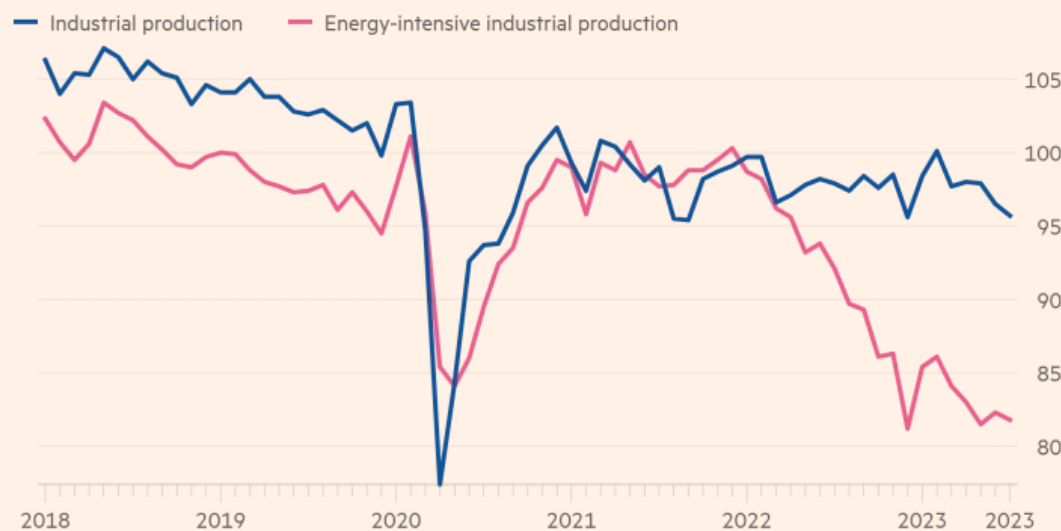
# Alemania, en recesión en 2023e

Dos dependencias que presionan a Alemania:

1. **Dependencia energética** (presión sobre sector industrial)
2. **Dependencia de China**

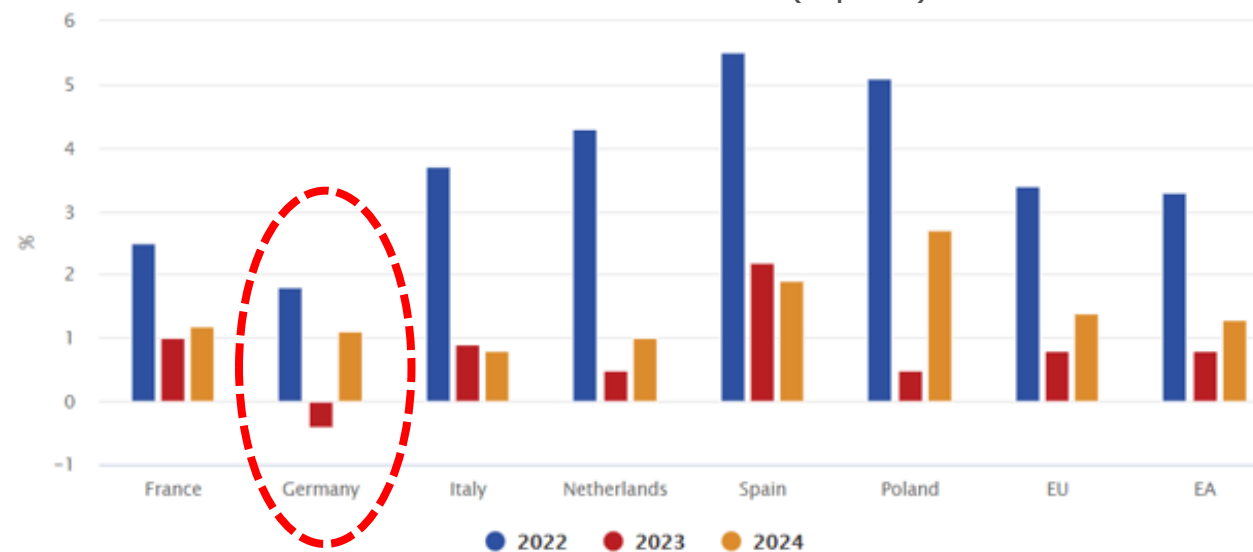
## Higher energy costs have hit parts of German industry hard

Official data measuring Germany's industrial output (index 2015 = 100)



Seasonally and calendar adjusted  
Source: Federal statistical agency (Destatis)  
© FT

## Previsiones crecimiento CE (sept-23)



Fuente: Comisión Europea

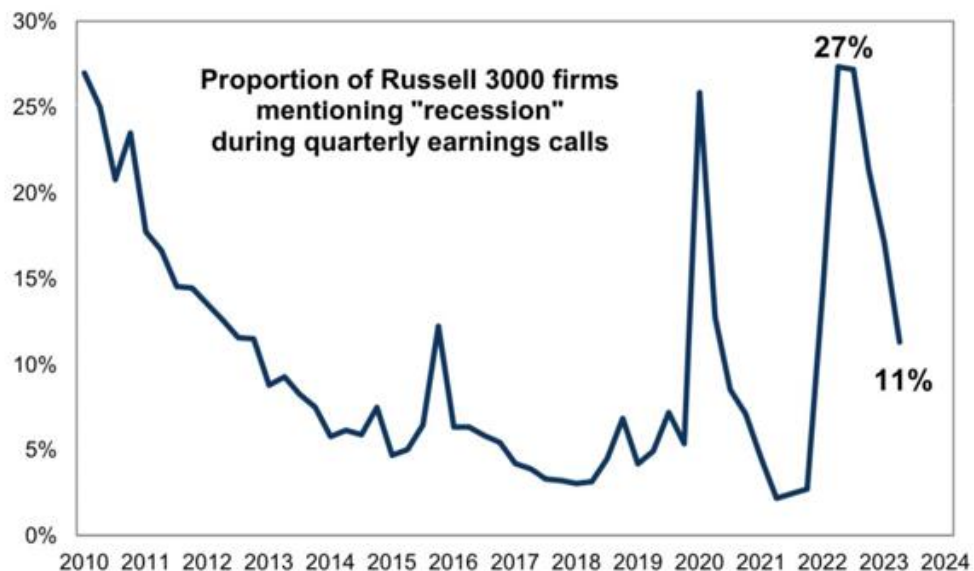
## Exportaciones (totales y hacia China) e importaciones totales de Alemania (% interanual)



Fuente: AFI, Destatis

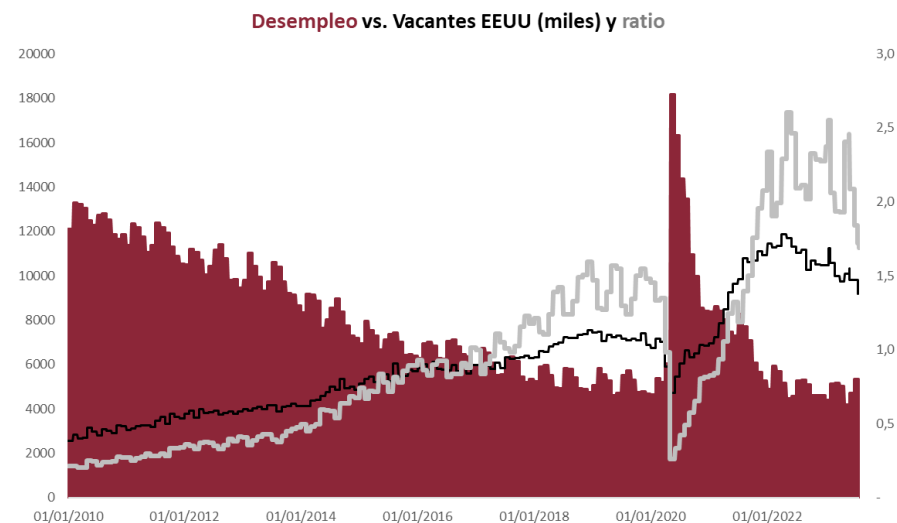
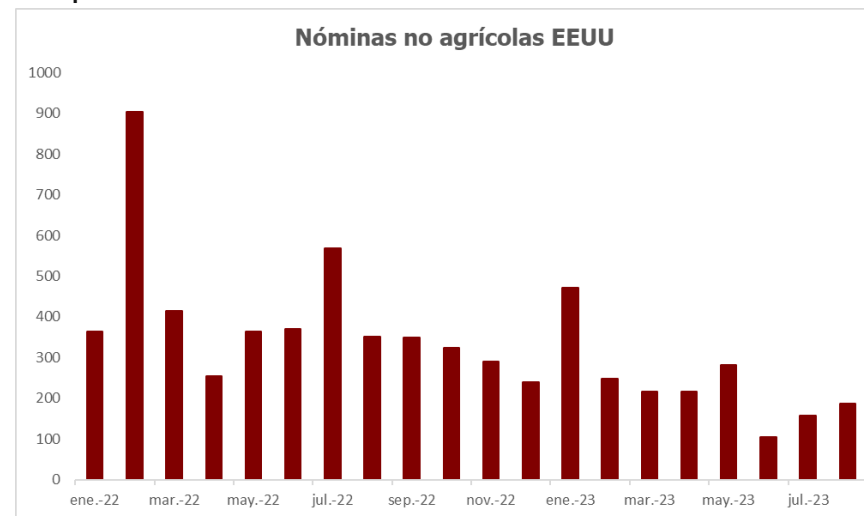
# EE.UU.: resiliencia (aumentan las expectativas de aterrizaje suave)...

**EE.UU. muestra una mayor resiliencia** (estabilización de manufacturas, consumo resiste), y hace que **la opción de aterrizaje suave gane enteros.**



Fuente: Goldman Sachs Global Investment Research

**Consumo privado** apoyado por mercado laboral aún fuerte, aunque moderando.

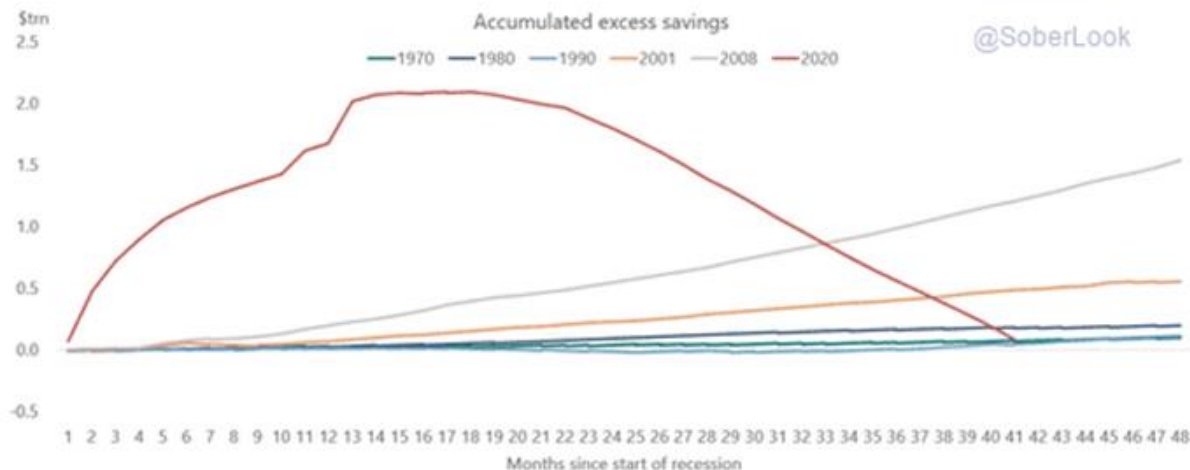


Fuente: Bloomberg y elaboración propia



# ...aunque con moderación prevista a futuro (1)

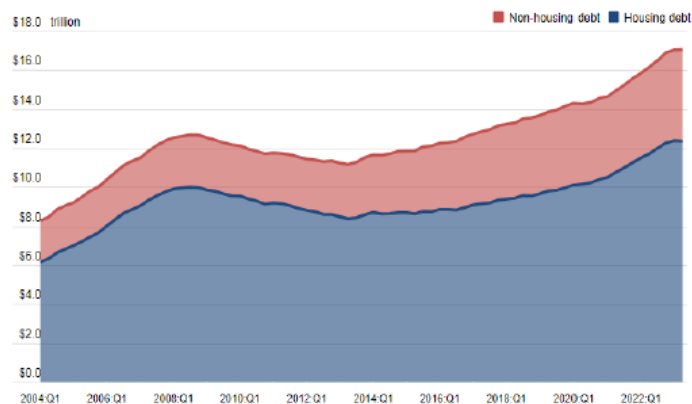
US households running out of excess savings



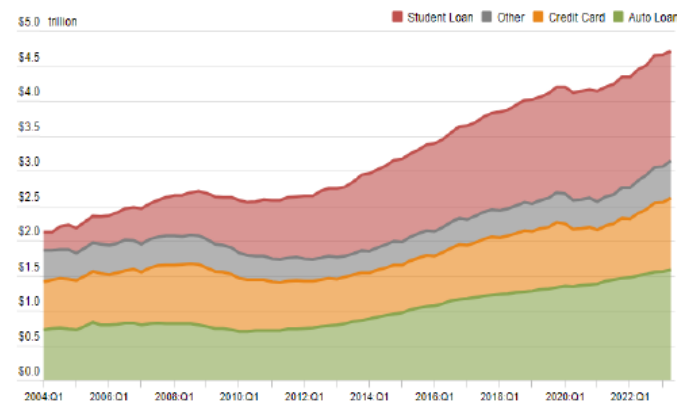
Previsible **moderación del consumo privado a partir de 4T23:**

- **Moderación del mercado laboral.**
- **Agotamiento de ahorro acumulado** en la pandemia (2,1 bln usd) supondría mayor recurso a crédito, ahora con condiciones más restrictivas.

Deuda total de los hogares: hipotecaria y no hipotecaria



Deuda no hipotecaria de los hogares: desglose por categorías



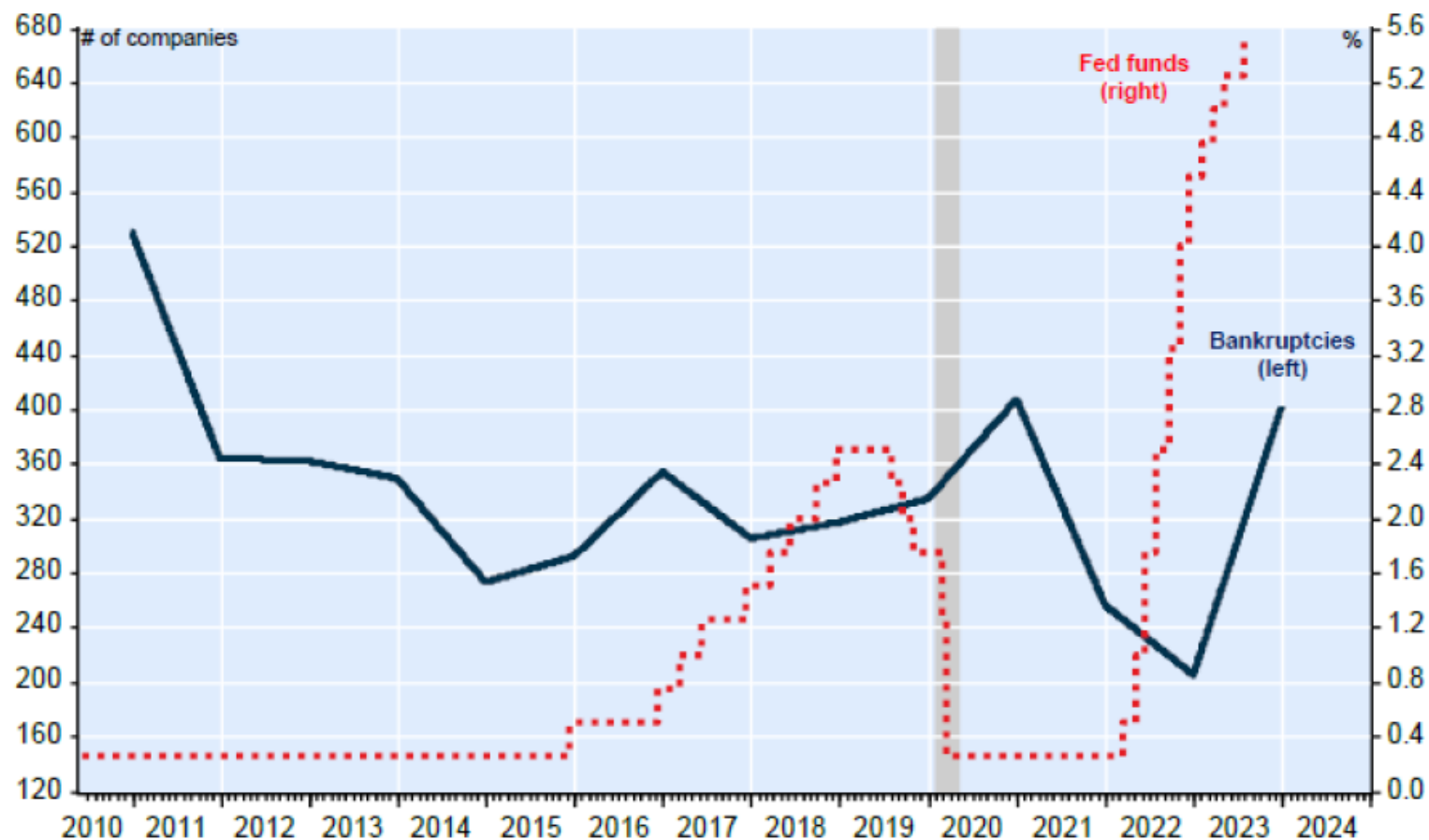
- **Reanudación del pago de préstamos estudiantiles en octubre-23** (suspendidos desde 2020 por la pandemia).
- **Deuda estudiantil 1,6 bln usd (10% del total de deuda de los hogares).**



## ...aunque con moderación prevista a futuro (2)

### U.S.: Corporate bankruptcies are surging

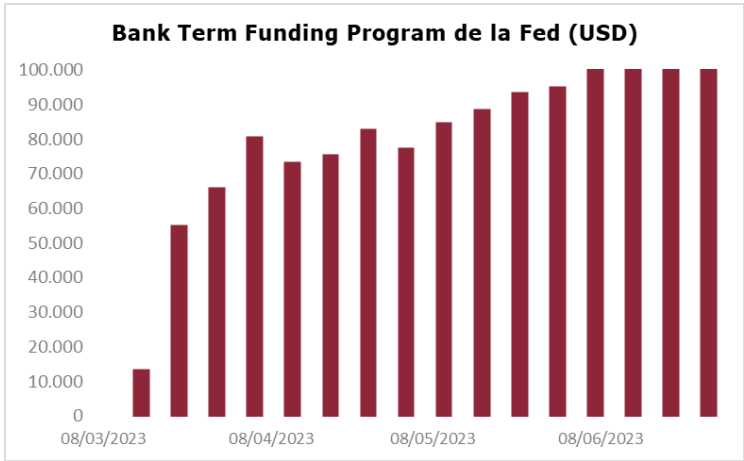
Fed funds rate vs. U.S. corporate bankruptcies (year-to-date as of July of every year)\*



\* Public or private companies covered by S&P global with public debt equal or greater than \$2 million (\$10 million for private companies)  
NBF Economics and Strategy (data via Refinitiv and [S&P Global](#))

El endurecimiento de condiciones de financiación ya se deja sentir (y lo hará en mayor medida a futuro).

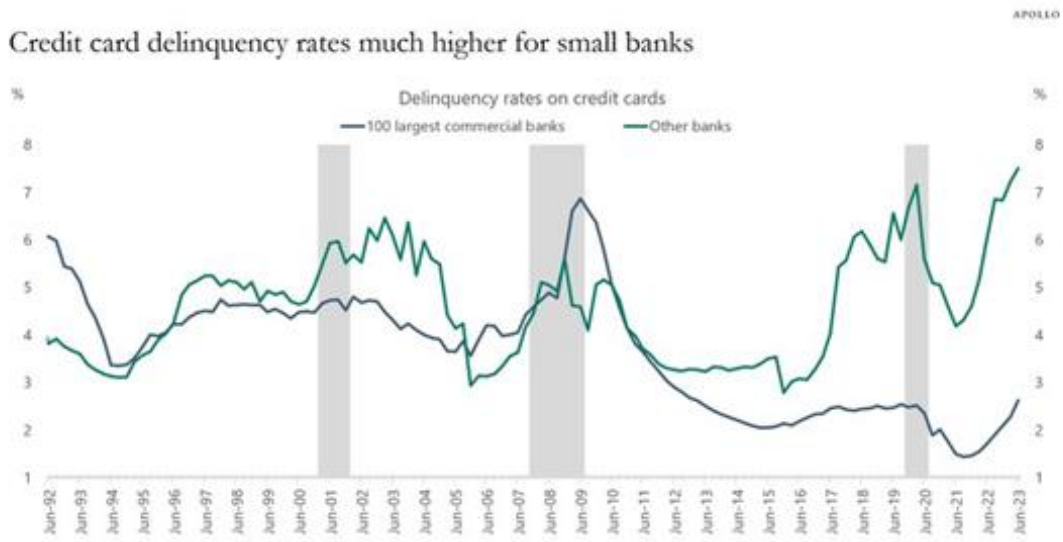
# Sin perder de vista a la banca regional, en un contexto de moderación del mercado laboral con potencial impacto en mora



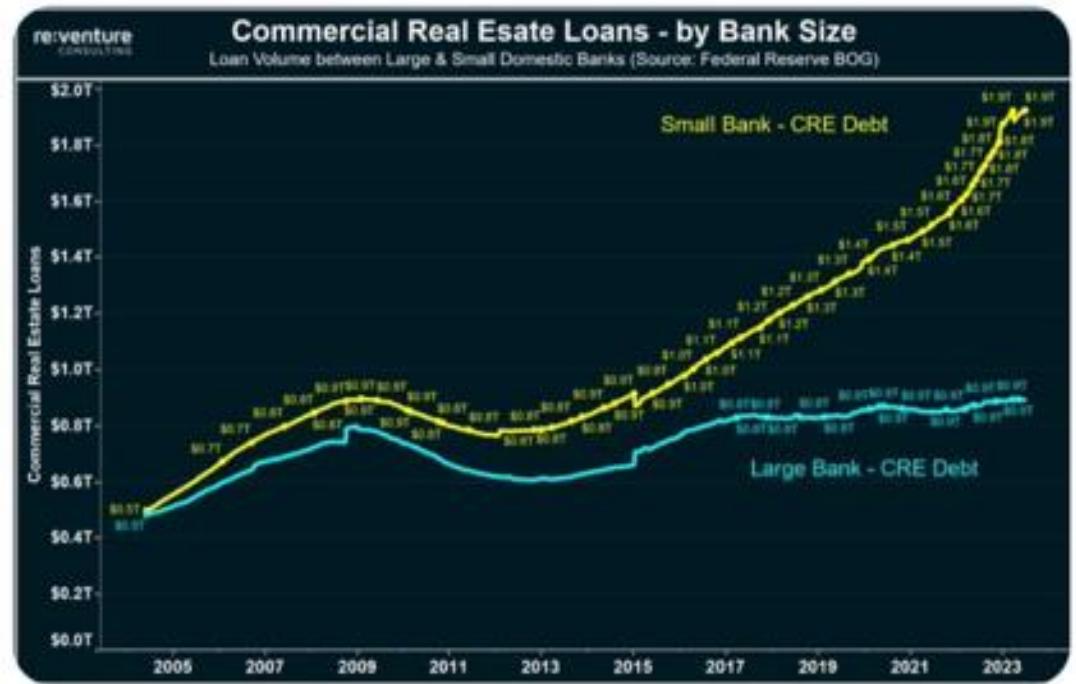
**El recurso a la Fed** vía **Bank Term Funding Program** (programa diseñado tras quiebra SVB para aceptar papel al nominal) **en máximos.**

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

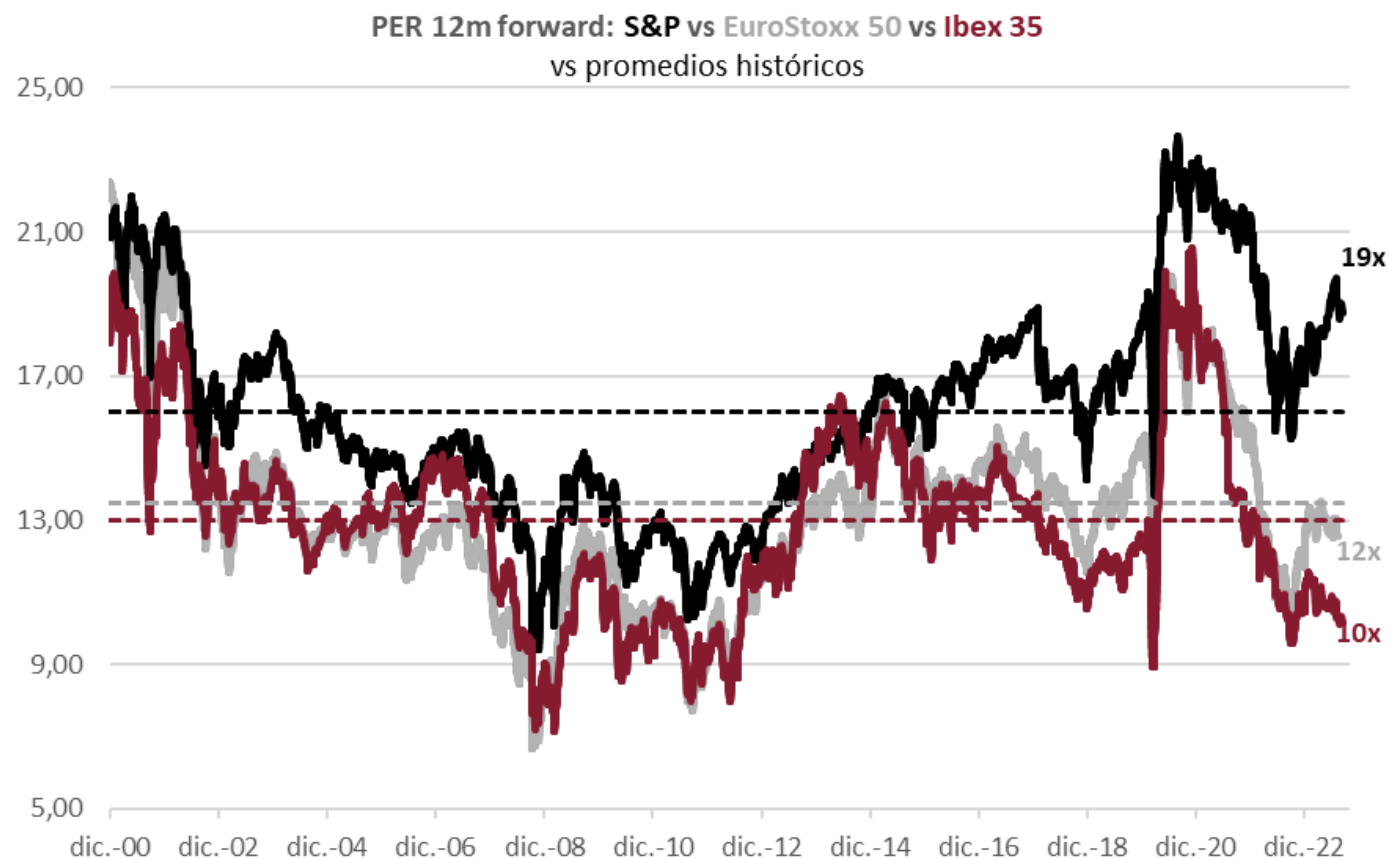
**Riesgo de morosidad mayor** en bancos pequeños.



**Exposición a CRE mayor** en bancos pequeños.



# Valoraciones



Fuente: Factset y elaboración propia

**EEUU PER 19x**  
**Prima 17% vs media 2000-hoy (17x)**

**Europa PER 12x**  
**Descuento 10% vs media 2000-hoy (13,5x)**

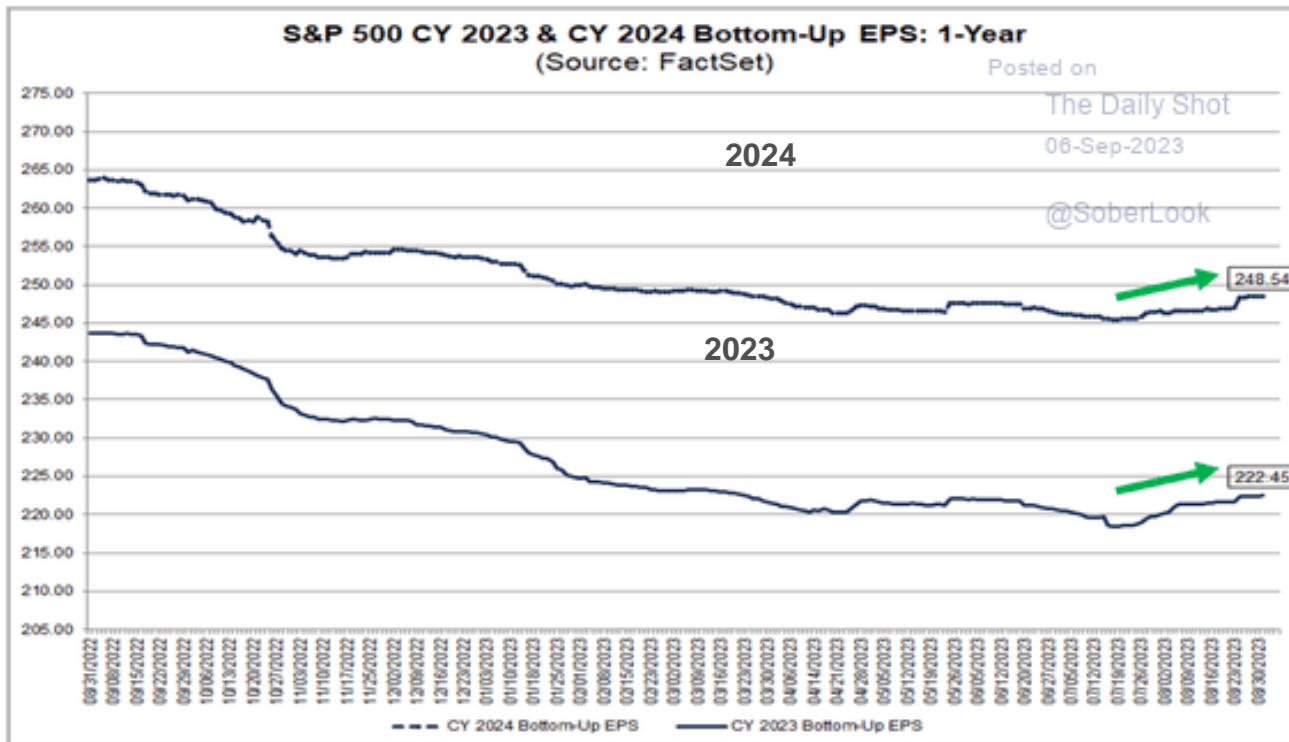
**España PER 10x**  
**Descuento 22% vs media 2000-hoy (13x)**

**Europa más barata que EE.UU.**  
en términos históricos,  
**aunque con mayor presión a la baja**  
**del ciclo y al alza de la inflación.**

# Beneficios empresariales...¿han acabado las revisiones?

**Giro al alza en las revisiones de BPA 2023,**  
gracias al aumento de probabilidades de **aterrizaje suave en EE.UU....**

... veremos si la evolución del ciclo permite cumplir **con el BPA 2024e**

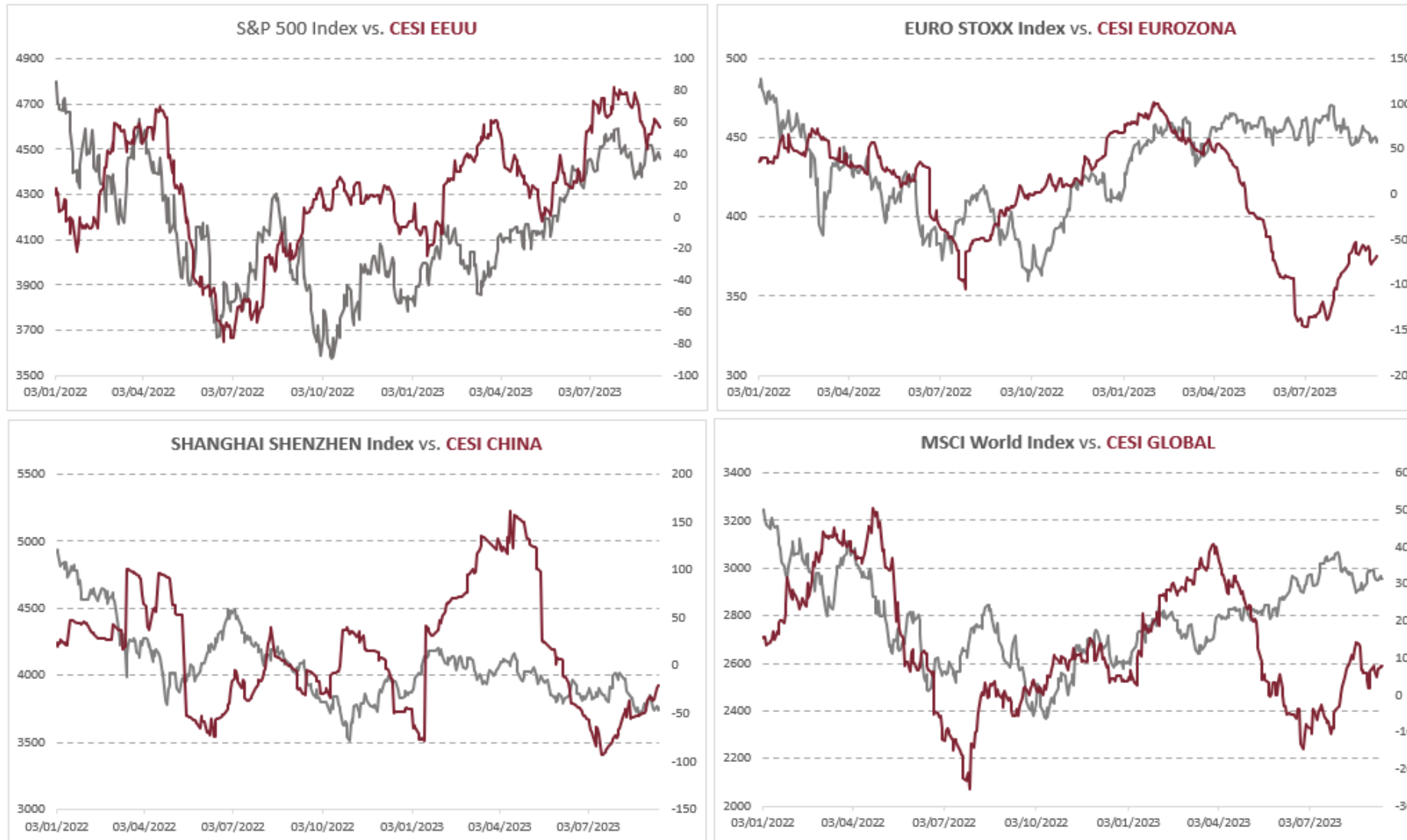


	Variación i.a. BPA						
	2018/17	2019/18	2020/19	2021/20	2022e/21	2023e/22	2024e/23
<b>S&amp;P 500</b>	22%	1%	-14%	50%	5%	2%	12%
<b>Eurostoxx 50</b>	1%	-1%	-32%	72%	22%	3%	6%
<b>Ibex 35</b>	-5%	4%	-64%	144%	32%	10%	1%

Fuente: Factset y elaboración propia

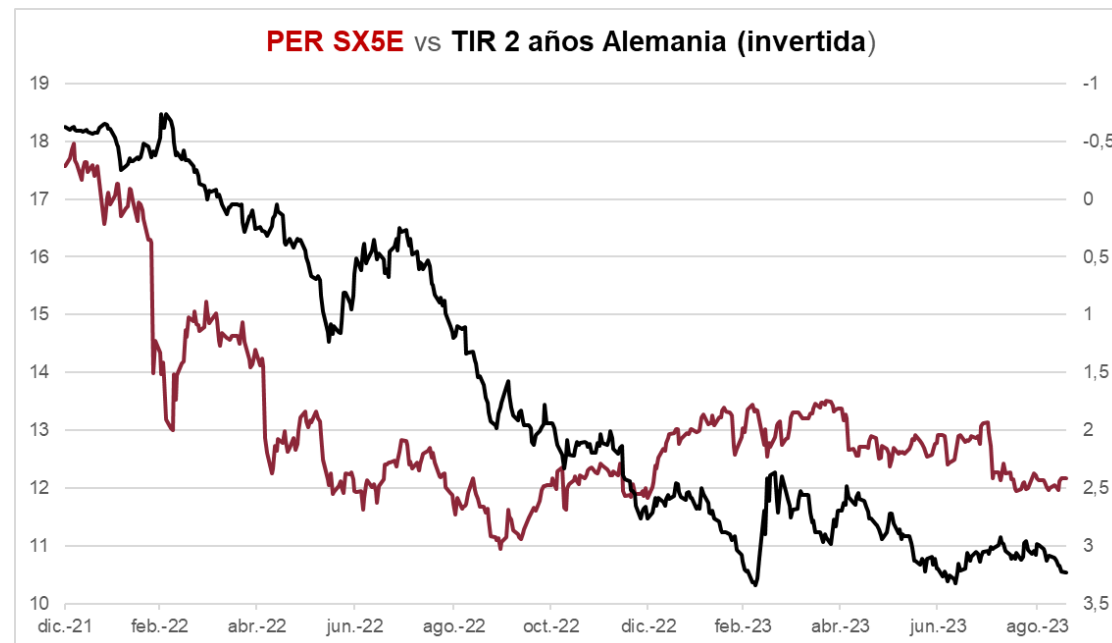
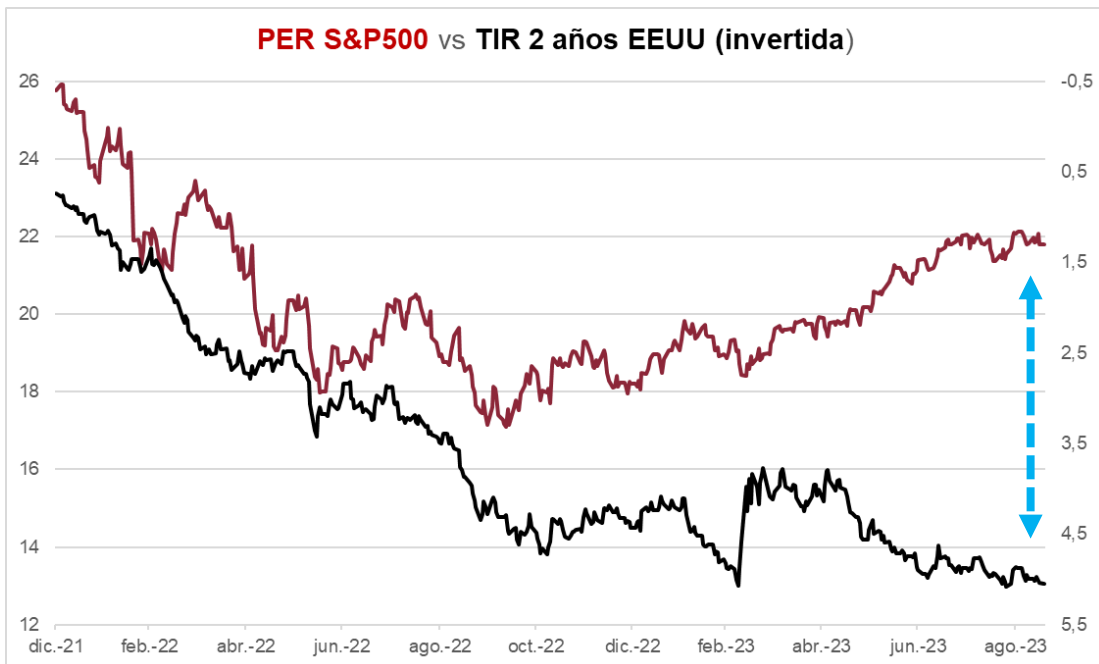
Atención a la **evolución de márgenes 2024**, las **previsiones de expansión de los mismos podrían ser optimistas** (difícil expansión en un contexto de presiones inflacionistas y salariales, así como de desaceleración de la demanda).

# Reiteramos cautela, a la espera de confirmación de aterrizaje suave



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Renta Fija vs Renta Variable. De TINA (“there is no alternative”) a TARA (“there are reasonable alternatives”)



# Recomendaciones de inversión

## **Renta fija: aumentar duraciones Deuda Pública en próximos meses, evitar HY.**

- Esperamos **presión en crédito** por tensionamiento de condiciones financieras, **más defaults ante desaceleración del ciclo**, primeros **"muros de refinanciación" en 2025-26. Centrarse en IG, evitar HY** (los bajos spreads no reflejan la economía real, con incremento de número de bancarrotas).
- **Deuda pública: aumentar duraciones a medida que nos acerquemos al inicio de rebaja de tipos.**

## **Bolsa: nuestro posicionamiento se mantiene defensivo en renta variable a la espera de constatar cuál es el impacto final en la economía real de tipos restrictivos por una larga temporada.**

- **Vigilar impacto de condiciones crediticias más duras** en actividad e inflación.
- 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** y es previsible que los **tipos de interés se mantengan en niveles restrictivos (>3% en EEUU y >2-2,5% en Eurozona) por una larga temporada (al menos hasta 2025).**



### 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, 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.

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 <https://www.r4.com/normativa>, así como con una Política de Conflictos de Interés [https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid\\_conflictos.pdf](https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid_conflictos.pdf), 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 contrato como asesor registrado con Gigas y de análisis esponsorizado con Azkoyen, Inmobiliaria del Sur y Nextil, 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.