

# VISIÓN ECONÓMICA Y DE MERCADO

Agosto 2021

Natalia Aguirre Vergara

**Mayor aversión al riesgo (puntual?) en algunos índices en junio-julio con caídas intermedias** (Ibex y China >-10%, Eurostoxx -6%, S&P -4%) ante **temor a ralentización del ciclo económico** por empeoramiento de la pandemia. **China también preocupa** (temas regulatorios).

### Como apoyos en caídas:

- **Bancos centrales mantienen discurso acomodaticio**, con Fed endureciendo ligeramente su *dot plot* 2023. **BCE muy dovish.**
- Buen inicio de temporada de **resultados 2T21**, que podrían **suavizar la exigencia de los múltiplos bursátiles...**

...aunque el **verano podría ser volátil** (China, pandemia, crecimiento, inflación) y propiciar **mejores puntos de entrada** (la caída en algunos mercados -EEUU sobre todo- ha sido muy limitada).

INDICES	1T-2021	2T-2021	jul-21	Variación 2021	Desde MÁX. 20/21	Fecha Máx. 20/21
IBEX 35	6,3%	2,8%	-1,0%	8,2%	-13,4%	19/02/2020
EUROSTOXX 50	10,3%	3,7%	1,0%	15,5%	-1,3%	17/06/2021
DAX 30	9,4%	3,5%	0,3%	13,5%	-1,4%	12/07/2021
MSCI ITALY	10,2%	1,6%	0,1%	12,1%	-4,0%	19/02/2020
MSCI UK	4,1%	5,0%	-0,2%	9,0%	-10,1%	17/01/2020
S&P 500	5,8%	8,2%	2,4%	17,2%	-0,5%	26/07/2021
NASDAQ 100	1,6%	11,2%	3,2%	16,5%	-0,7%	26/07/2021
RUSSELL 2000	12,4%	4,1%	-3,7%	12,7%	-5,7%	15/03/2021
NIKKEI 225	6,3%	-1,3%	-4,2%	0,5%	-9,5%	16/02/2021
HANG SENG	4,2%	1,6%	-11,6%	-6,5%	-18,1%	17/02/2021
MSCI CHINA	-0,2%	1,4%	-16,0%	-14,9%	-28,8%	17/02/2021
MSCI ASIA PACIFIC	1,8%	2,2%	-5,5%	-1,7%	-11,0%	17/02/2021
MSCI EM LATIN AMERICA	-6,1%	13,8%	-1,8%	5,0%	-13,7%	02/01/2020
MSCI EMERGING MARKETS	1,9%	4,4%	-7,7%	-1,8%	-12,2%	17/02/2021
MSCI WORLD	4,5%	7,3%	1,7%	14,1%	-0,4%	26/07/2021
MSCI ACWI	4,2%	6,9%	0,5%	12,0%	-0,5%	12/07/2021

Fuente: Bloomberg y elaboración propia, datos a 27/07/2021

- **La política monetaria seguirá siendo expansiva por el momento** (persisten riesgos sobre el crecimiento asociados principalmente a nuevas variantes del Covid-19, la inflación sigue considerándose transitoria):
  - **aunque la Fed endurece su dot plot 2023**, lo hace solo ligeramente, y el anuncio de *tapering* dependerá de **la recuperación del mercado laboral (incompleta) y se “telegrafiará” al mercado (evitando sorpresas** y permitiendo a los agentes económicos adaptarse de forma progresiva al nuevo entorno monetario). Detalles adicionales en agosto/septiembre.
  - **el BCE se mantendrá muy acomodaticio** a la espera de una materialización de la recuperación económica y a que la inflación progrese hacia su objetivo del 2% a medio plazo (lo que vemos lejano en el tiempo).
- **La recuperación económica global continúa adelante, aunque probablemente más moderada de lo previsto hace meses y no exenta de baches** (nueva ola de contagios por variante **Delta**: confirmar ruptura del vínculo contagios-hospitalizaciones, que evitaría la imposición de restricciones tan severas que cuestionen la recuperación).
- Previsible **volatilidad al alza en verano asociada a temores sobre**:
  - el impacto de **nuevas cepas** en la evolución de la pandemia,
  - la **situación en China** (intervencionismo regulatorio, nivel de deuda), y
  - **la inflación** (que se mantendrá elevada a corto plazo por efectos base, cuellos de botella), **temores que podrían propiciar mejores puntos de entrada en bolsa** durante el verano (movimientos intensificados por menor volumen en época estival).
- De confirmarse unos buenos **resultados empresariales 2T21 (hasta el momento, superando expectativas)**, los múltiplos rebajarían la exigencia de las valoraciones absolutas de las bolsas. **Europa debería seguir beneficiándose de su mayor sesgo value/cíclico de confirmarse la esperada recuperación.**

**Intervencionismo regulatorio**, especialmente en **tecnológicas**, pero también en otros sectores (inmobiliario, educación), podría traducirse en una **mayor aversión al riesgo**, dañando a los **inversores internacionales (principales accionistas** en compañías chinas como Tencent, BIDU o BABA) que podrían **cubrir pérdidas con cierre de otras posiciones**.

**Ralentización del crecimiento económico**, que ha obligado al banco central chino a recortar tipos.

**Elevado apalancamiento.**

**GOLDEN DRAGON CHINA INDEX (tecnológicas chinas cotizadas en EEUU)**



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. (902 15 30 20), absteniéndose de comunicar el contenido a cualquier otra persona, usarlo con algún propósito o reproducirlo por cualquier medio.

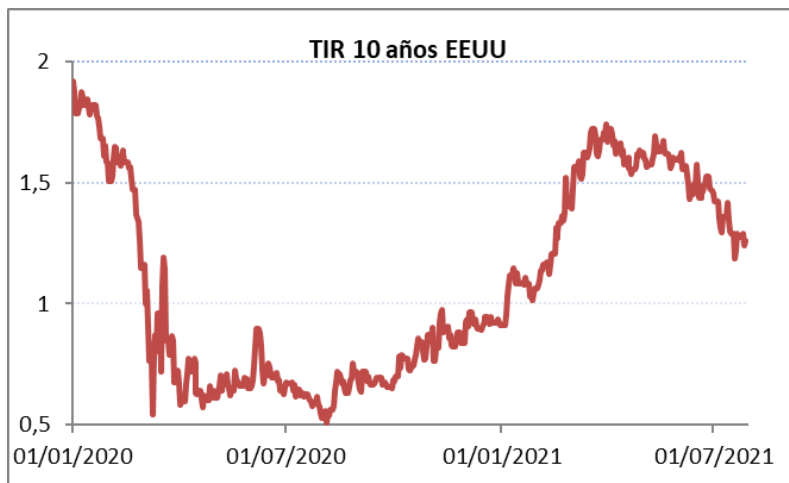
...que podría generar volatilidad a corto plazo

**Riesgo de que problemas locales se contagien a mercados occidentales (2015, 2018).**

Es previsible que **continúe la incertidumbre en China** y que, aunque con impacto limitado en el largo plazo, sí pueda originar **volatilidad en el corto plazo**.



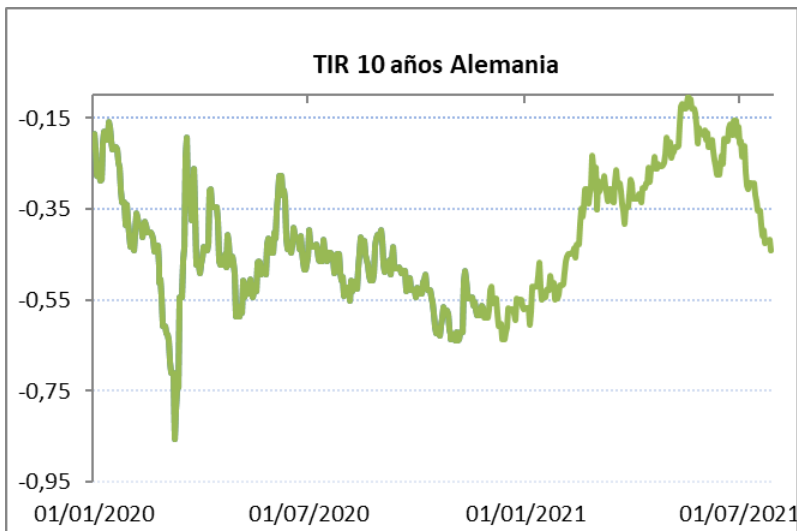
Fuente: Bloomberg



Las TIRes de los bonos (volviendo a niveles de febrero) **descuentan un escenario de recuperación cíclica mucho menor que hace meses.**

**Parecen apuntar a un ciclo más corto y menos intenso** de crecimiento así como a la **transitoriedad del repunte de inflación.**

El rally de la deuda pública también podría en parte deberse a **factores técnicos** (bajo volumen, cierre de cortos).

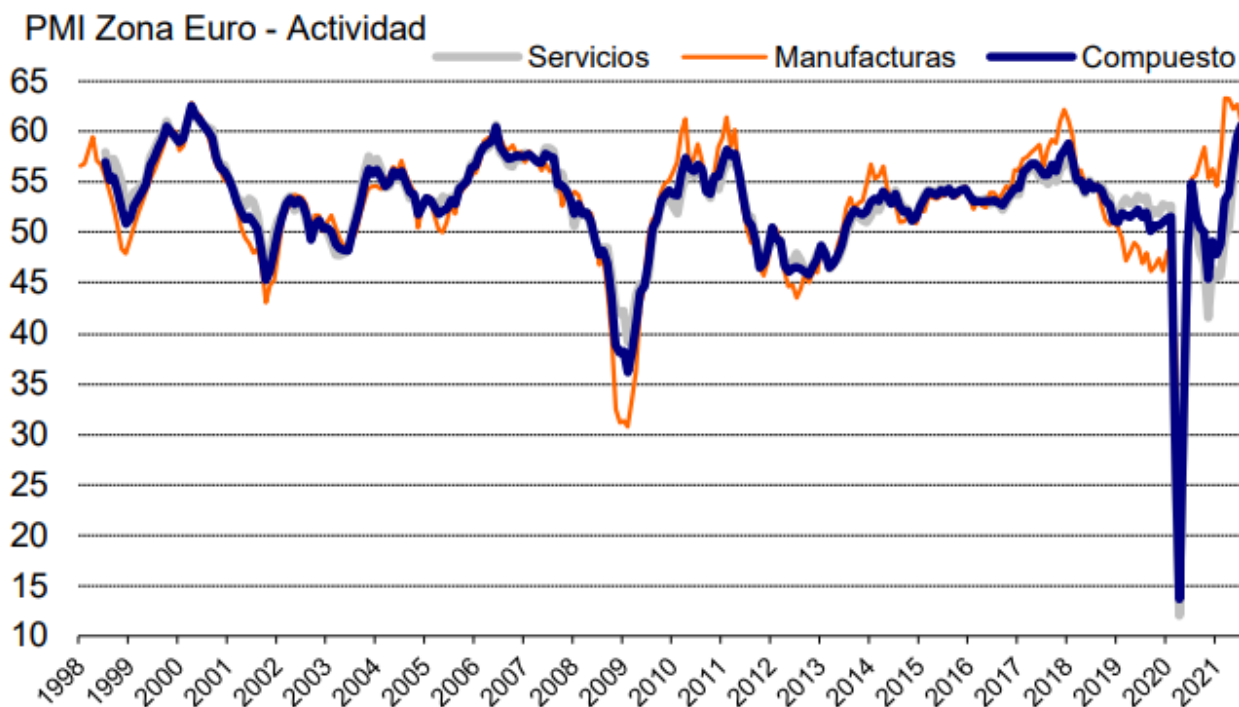


	2 años	5 años	7 años	10 años	30 años	Var 2021 Tipos 10 años
<b>Alemania</b>	-0,73	-0,70	-0,59	-0,42	0,06	0,15
<b>Francia</b>	-0,68	-0,65	-0,38	-0,09	0,70	0,25
<b>España</b>	-0,57	-0,38	-0,15	0,27	1,17	0,22
<b>Italia</b>	-0,45	-0,04	0,22	0,62	1,62	0,08
<b>Portugal</b>	-	-0,46	-0,20	0,19	1,12	0,16
<b>Grecia</b>	-0,41	-0,11	0,44	0,66	1,46	0,03
<b>USA</b>	0,20	0,70	1,00	1,25	1,90	0,34

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Fuente: Bloomberg y elaboración propia, datos a 28/07/2021

# Indicadores adelantados de manufacturas moderándose, pero los servicios siguen mejorando...



Fuente: IHS Markit

Cierto techo en manufacturas ante **cuellos de botella y retrasos en producción...**

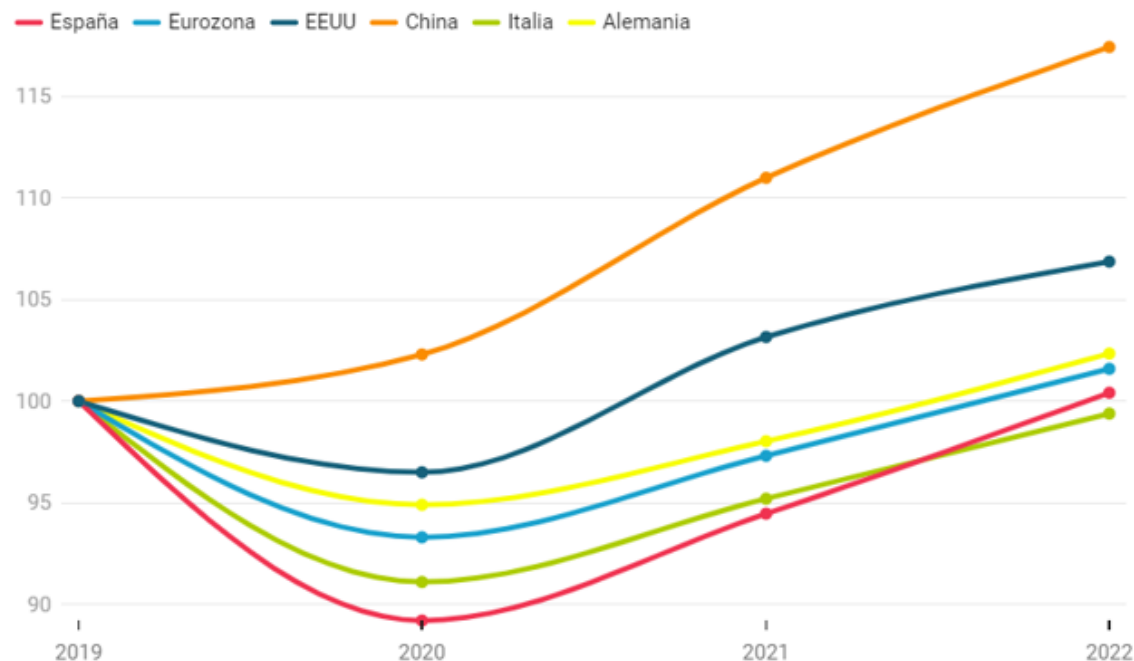
...aunque el progresivo levantamiento de restricciones permite **mejoras adicionales en el sector servicios**, aún **a pesar de** la incertidumbre derivada de la expansión de las nuevas variantes (**Delta**).

...y la recuperación sigue adelante, a distintos ritmos

	FMI		OCDE		CE	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
China	8,4%	5,6%	8,5%	5,8%	7,9%	5,4%
EE.UU.	6,4%	3,5%	6,9%	3,6%	6,3%	3,8%
Eurozona	4,4%	3,8%	4,3%	4,4%	4,3%	4,4%
Japón	3,3%	2,5%	2,6%	2,0%	3,1%	2,5%
Mundo	6,0%	4,4%	5,8%	4,4%	5,6%	4,3%

Fuente: organismos internacionales

Previsión del PIB real, con base 100 en 2019



Fuente: OCDE

**China moderando** tasas de crecimiento tras recuperar niveles pre-pandemia.

**EEUU recuperando en 2021 niveles pre-Covid.**

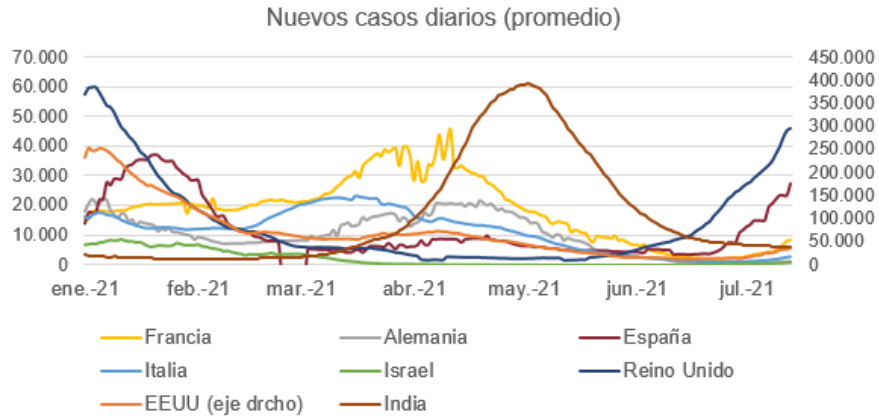
**Eurozona acelerando desde finales del 2021,** dirección a la que apuntan los indicadores más adelantados de ciclo (**PMIs servicios sumándose a la recuperación**).

**El control de la pandemia sigue siendo clave** para la recuperación económica global: atención especial a **nuevas variantes.**

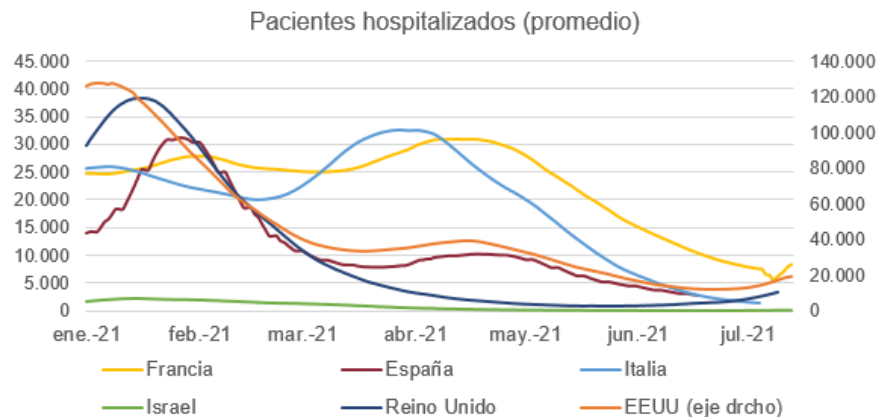


# Dudas por la variante Delta.

## La clave: ruptura del vínculo entre casos y presión hospitalaria



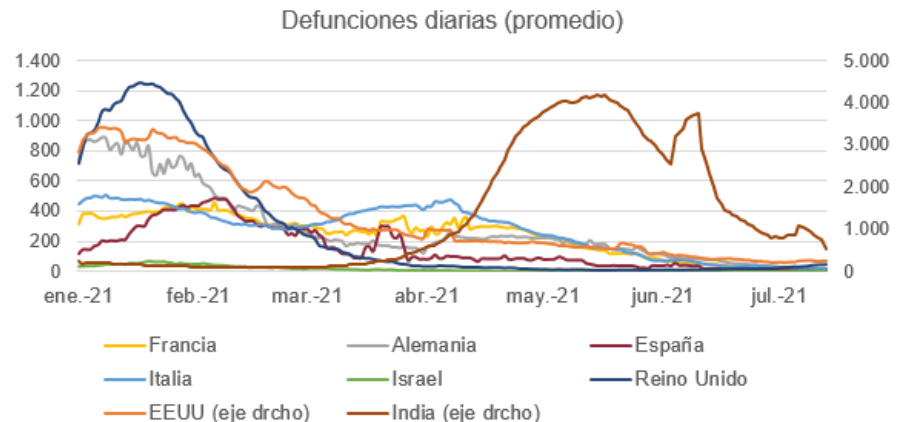
Fuente: Our World in Data



Fuente: Our World in Data

Aunque la variante **Delta** (gran protagonista de la **nueva ola de contagios**) preocupa...

...la clave está en que se consiga romper el vínculo entre **nº casos** y **presión hospitalaria** (hospitalizaciones/defunciones), limitando así nuevas restricciones a la movilidad y su impacto sobre la actividad económica.

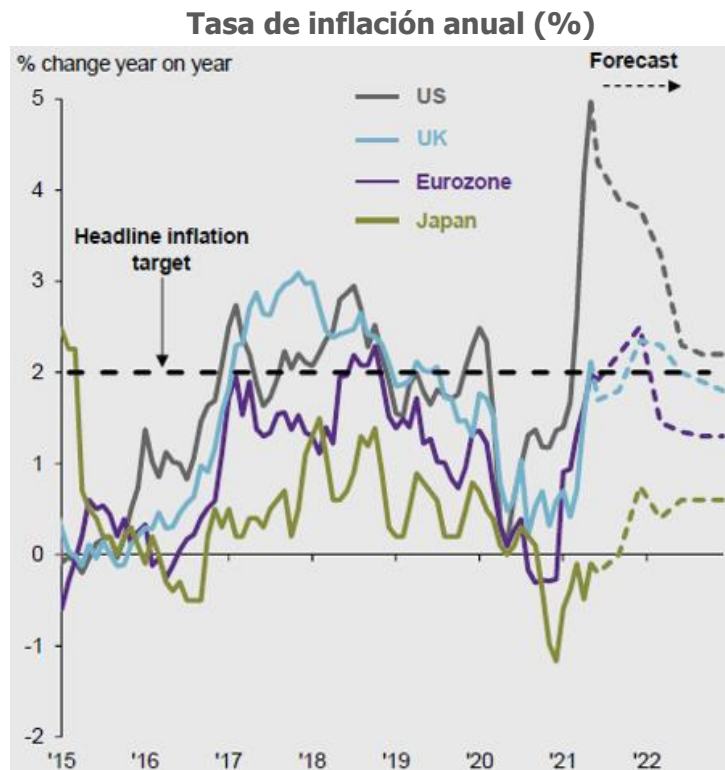


Fuente: Our World in Data

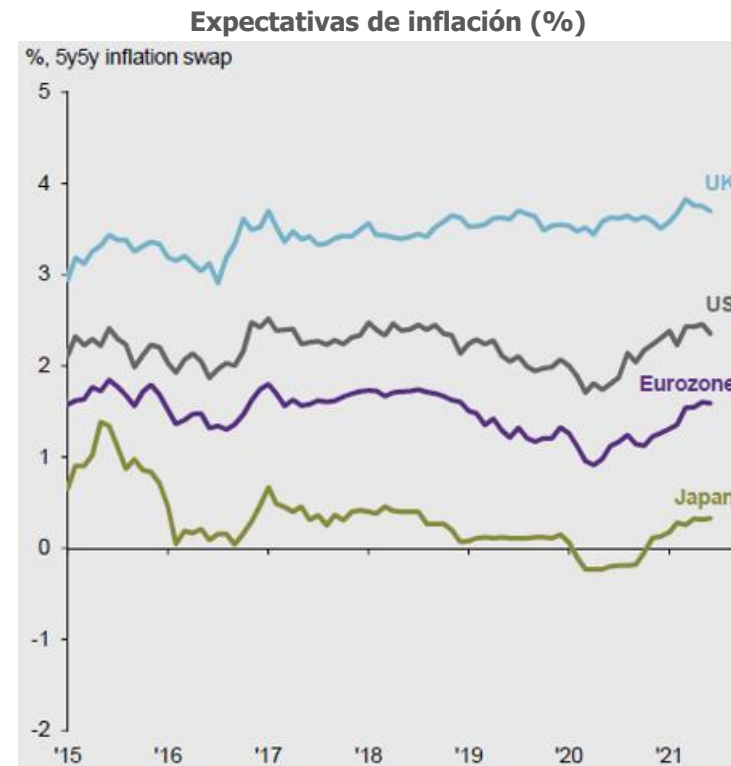
# Persiste el debate sobre la inflación, bancos centrales reiteran moderación a medio plazo...

A pesar del **notable repunte de inflación en el corto plazo**, los bancos centrales reiteran que estamos ante una subida transitoria que **se iría moderando con el tiempo ante**:

- progresiva eliminación de **cuellos de botella** en la cadena de producción,
- reincorporaciones al **mercado laboral** (fin apoyos públicos, vuelta al cole),
- ralentización del **crédito en China** (correlación con materias primas)...

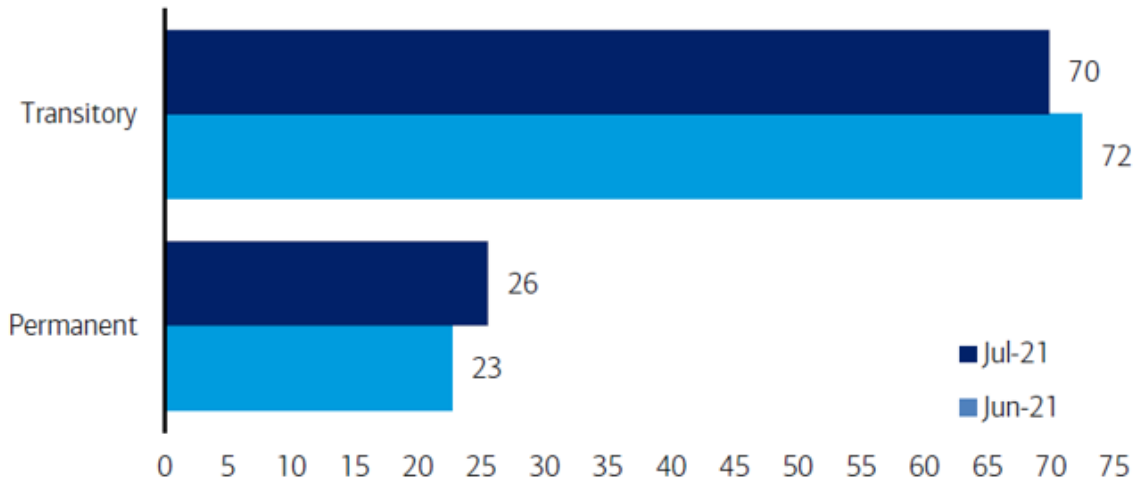


Fuente: JP Morgan



# ...¿el riesgo? repunte inflacionario más persistente que obligue a salida rápida de bancos centrales

70% de los inversores piensan que la inflación es transitoria



Fuente: BofA Global Fund Manager Survey

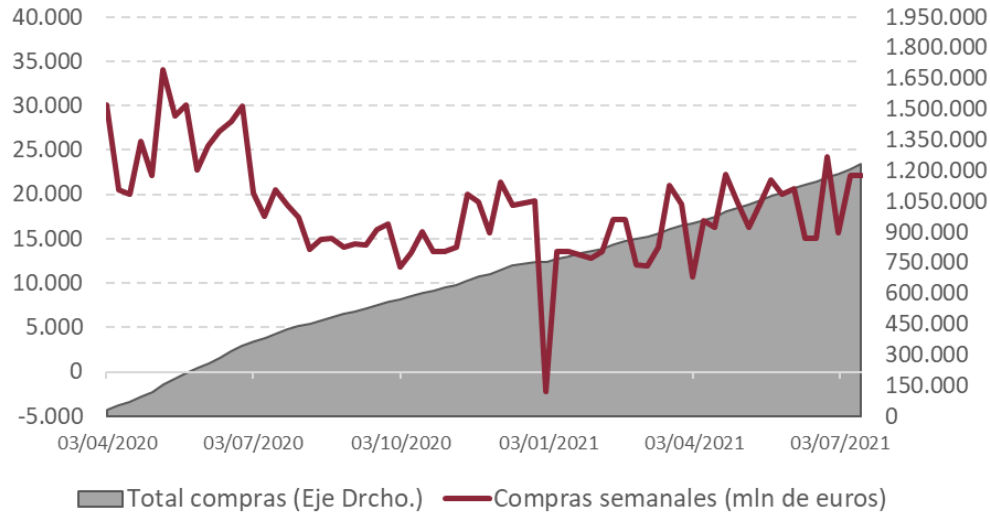
El mercado comparte la visión de transitoriedad...

...aunque **seguiremos vigilando:**

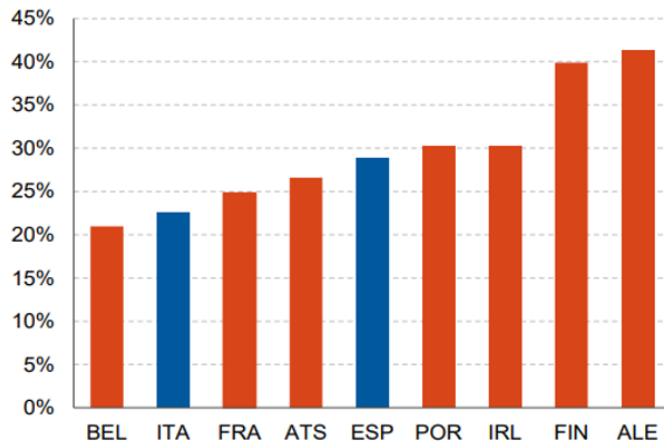
- **Cuellos de botella en las cadenas de suministro:** en principio esperamos que sean temporales, pero habrá que comprobar si es así.
- **Precios de materias primas.**
- **Estímulos fiscales** que impulsan la demanda.



### Compras deuda PEPP por BCE



Fuente: BCE y elaboración propia

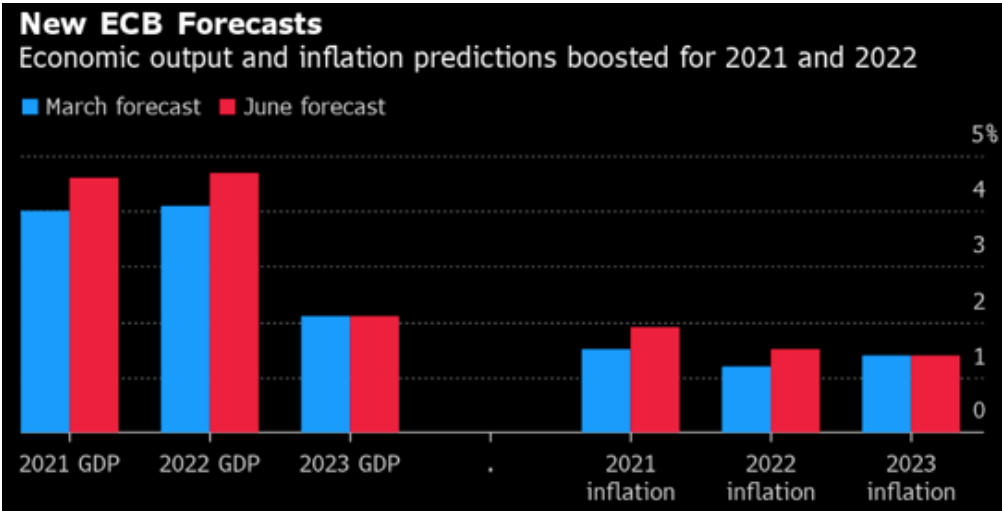


Fuente: AFI, Bloomberg, BCE

## Sin cambios en política monetaria.

Lagarde: "es prematuro e innecesario empezar a retirar estímulos monetarios":

- Mantenimiento del **ritmo acelerado de compras del PEPP al menos hasta septiembre** (20.000 mln eur semanales), momento en que también **actualizará previsiones de crecimiento e inflación.**
- Tipo repo 0%, depósito -0,5%. Tipos en niveles actuales o más bajos hasta que inflación se aproxime al **nuevo objetivo: IPC del 2% a medio plazo (simétrico: indeseables desviaciones tanto al alza como a la baja).** Difícil que ocurra en el actual periodo de proyecciones (2021-23). **Tipos bajos durante mucho tiempo.**
- Los **tipos negativos** y la **compra de bonos** pasan a considerarse **"instrumentos convencionales"**. Posibles medidas de apoyo adicionales.



Fuente: BCE, Bloomberg

Revisión al alza de **inflación a corto plazo, que no a largo**, confirmando que el reciente repunte se considera coyuntural pero **no estructural**.

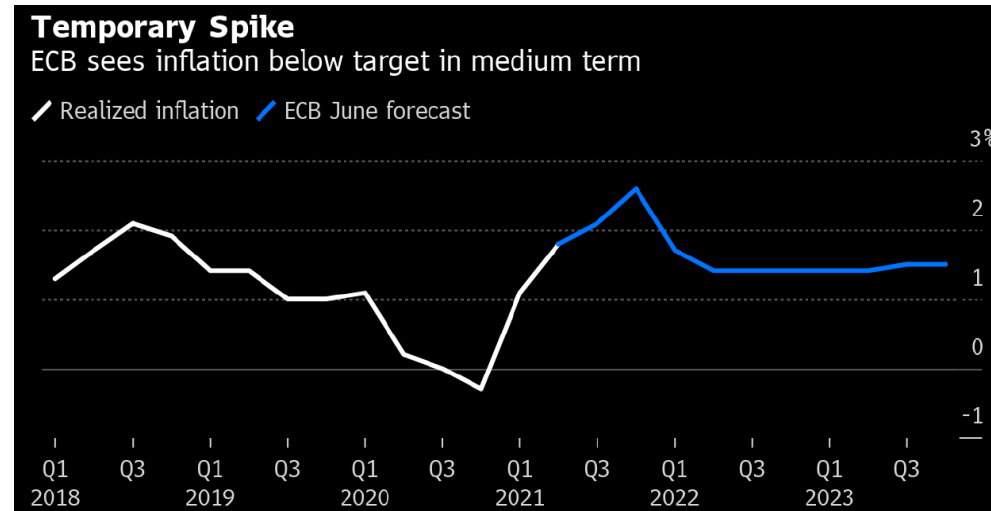
- **IPC 2021 +1,9%** (+4 décimas vs marzo)
- **IPC 2022 +1,5%** (+3 décimas)
- **IPC 2023 +1,4%**, claramente <2%.

**Subyacente seguiría muy contenida:** +1,1% en 2021 y +1,3% en 2022.

**Tono más optimista respecto a la reactivación económica** (aceleración en vacunación y recuperación asociada de movilidad)...

...aunque **persisten incertidumbres:** evolución de la pandemia y nuevas variantes.

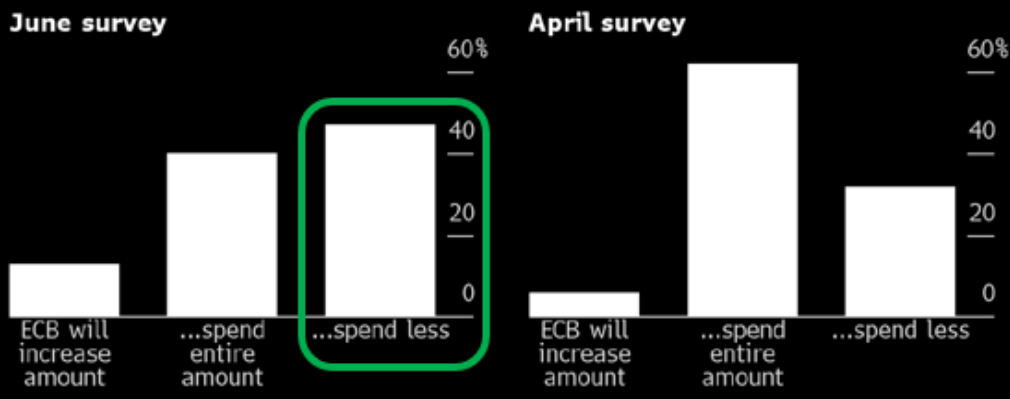
- **PIB 2021 +4,6%** (+6 décimas vs marzo)
- **PIB 2022 +4,7%** (+6 décimas)
- **PIB 2023 +2,1%** (sin cambios)



Fuente: BCE, Bloomberg

## Pandemic Bond-Buying Total

More economists predict ECB won't use entire 1.85 trillion euro envelope



Fuente: Bloomberg, encuesta 27 mayo – 2 junio

## ¿Y cuando acabe el PEPP?

Si la inflación no está en la senda de convergencia con el objetivo del BCE, es **previsible que se mantengan las compras netas por parte del APP** (PSPP+CSPP, 20.000 mln eur/mes, 75% PSPP, 25% deuda corporativa), **o se incrementen** en caso necesario. Veremos cuál es el efecto neto.

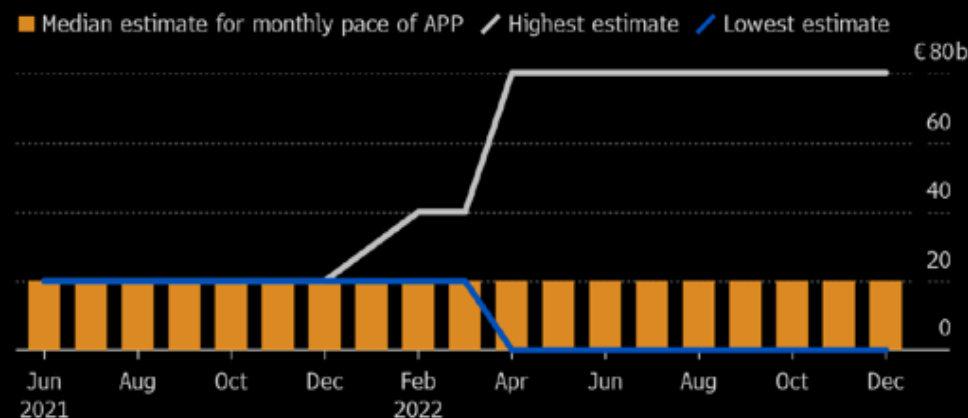
En cualquier caso, el **balance tardará en empezar a reducirse** (reinversión de vencimientos PEPP y APP).

Importe global del **PEPP** se mantiene (**1,85 bln eur**) así como su fecha de **finalización (marzo-2022)**, pero con amplia flexibilidad.

**La mejora económica determinará si se completa o no en su totalidad.**

## Post-Pandemic Bond-Buying

One third of economists predict ECB will boost regular asset purchases

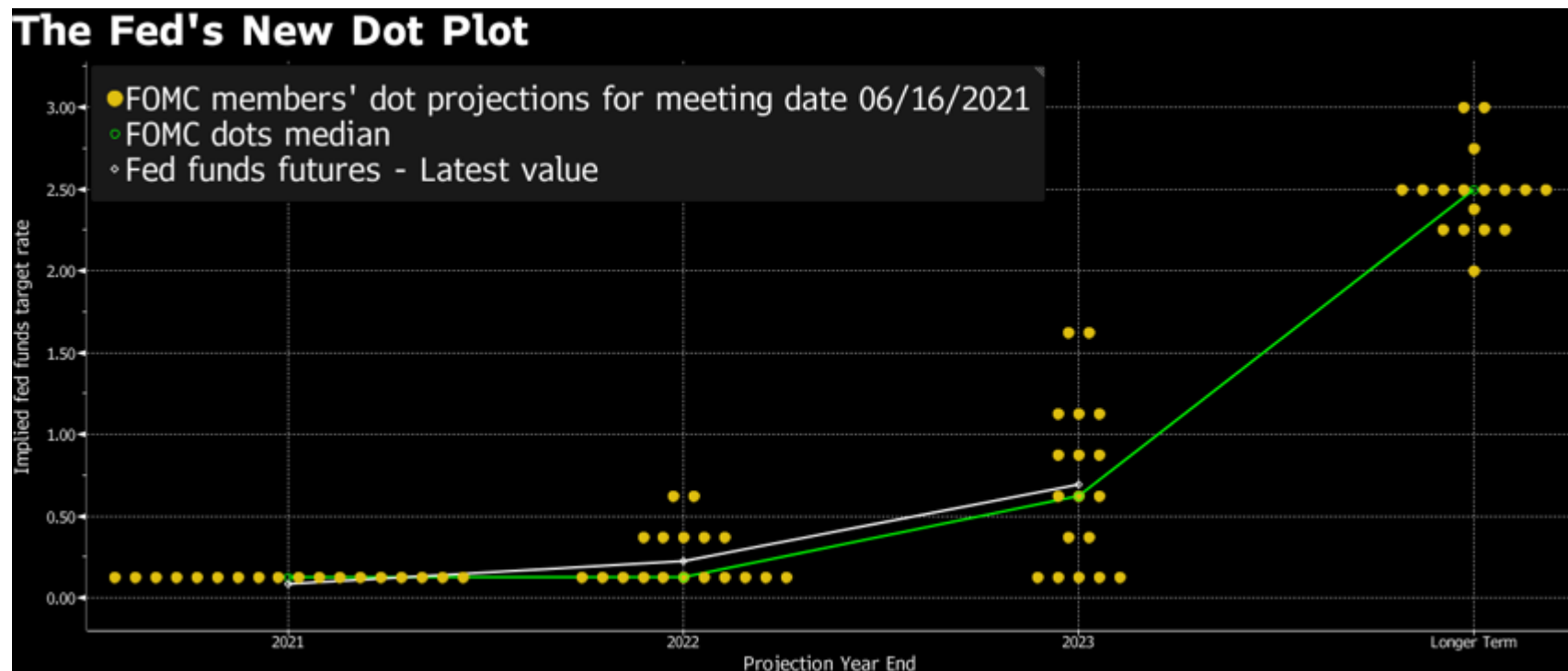


Fuente: Bloomberg, encuesta 27 mayo – 2 junio

# Fed: de extremadamente *dovish* a moderadamente *dovish*

**Sesgo más *hawkish* en *dot plot*: 2 subidas en 2023 (+50 pb) vs 1 descontada por mercado y ninguna en reunión de marzo, aunque Powell resta importancia al *dot plot* por su lejanía en el tiempo en un contexto aún de incertidumbre** sobre la evolución de crecimiento (algunos indicadores adelantados de ciclo tocando techo, recuperación del mercado laboral aún incompleta) e inflación (repunte actual se considera transitorio).

**Aunque se empieza a discutirlo, no hay aún anuncio oficial de *tapering*** (se mantienen compras 120.000 mln usd/mes) hasta que se acerquen más al doble objetivo de pleno empleo y estabilidad de precios. La **clave** de su anuncio: la **recuperación del mercado laboral**.



Fuente: Bloomberg

# El contexto de fondo: recuperación sólida con inflación elevada a corto pero controlada a medio plazo

	2021	2022	2023	Longer Run
<b>Real GDP:</b>				
June 16, 2021	7.0%	3.3%	2.4%	1.8%
March 17, 2021	6.5%	3.3%	2.2%	1.8%
BP Change	0.5	0.0	0.2	0.0
<b>Unemployment Rate:</b>				
June 16, 2021	4.5%	3.8%	3.5%	4.0%
March 17, 2021	4.5%	3.9%	3.5%	4.0%
BP Change	0.0	-0.1	0.0	0.0
<b>PCE Price Index:</b>				
June 16, 2021	3.4%	2.1%	2.2%	2.0%
March 17, 2021	2.4%	2.0%	2.1%	2.0%
BP Change	1.0	0.1	0.1	0.0
<b>Core PCE Central:</b>				
June 16, 2021	3.0%	2.1%	2.1%	n/a
March 17, 2021	2.2%	2.0%	2.1%	n/a
BP Change	0.8	0.1	0.0	n/a
<b>Federal Funds rate:</b>				
June 16, 2021	0.1%	0.1%	0.6%	2.5%
March 17, 2021	0.1%	0.1%	0.1%	2.5%
BP Change	0.0	0.0	0.5	0.0

Fuente: Bloomberg

**Mayor optimismo sobre recuperación económica + Inflación transitoria**

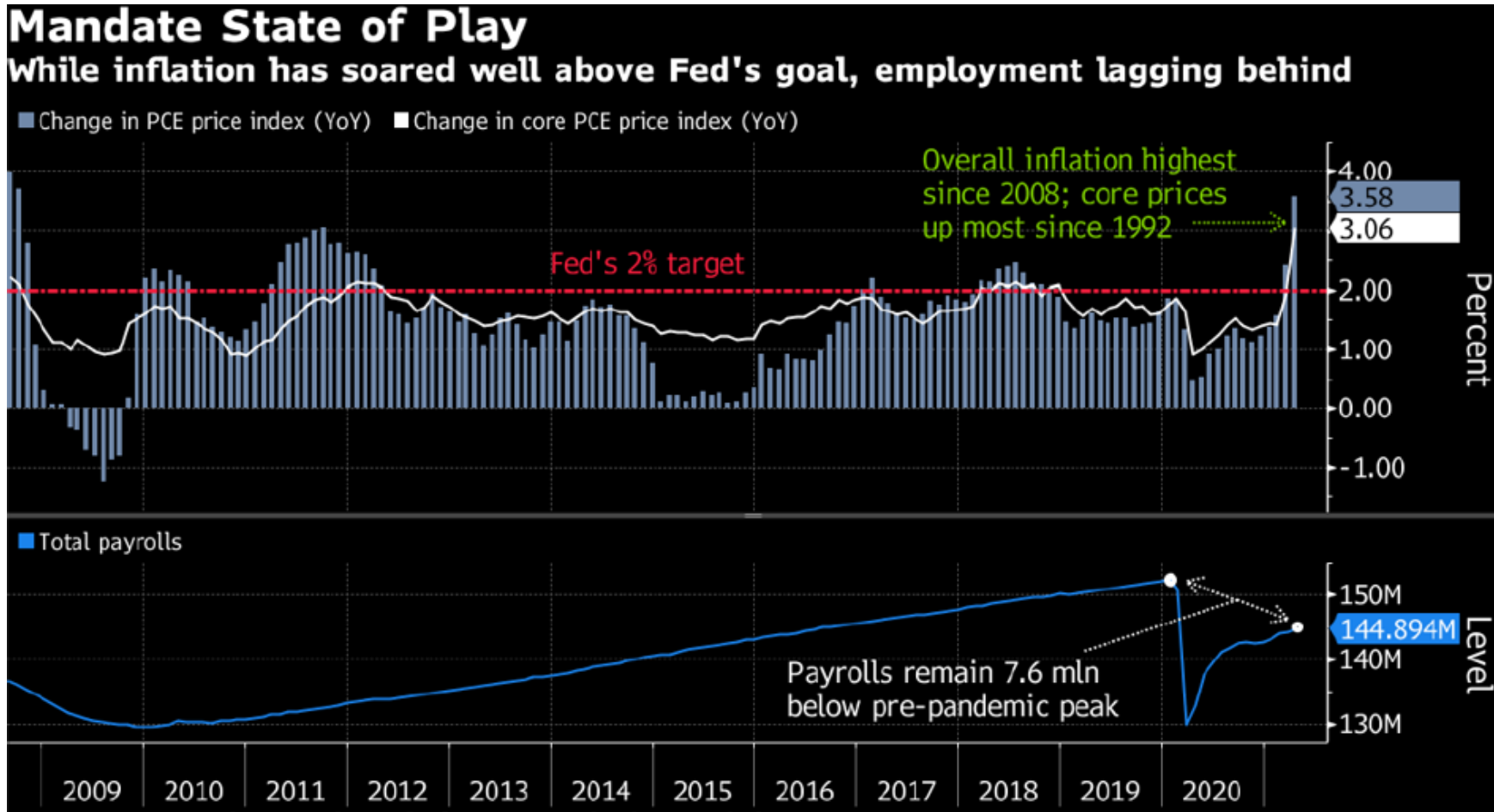
**PIB:**  
**2021 +7%** (+0,5pp vs anterior)  
**2022 +3,3%** (sin cambios)

**Inflación\*:**  
**2021 +3%**  
**2022-23 +2,1%**

*\* Medida por el deflactor del consumo privado subyacente.*

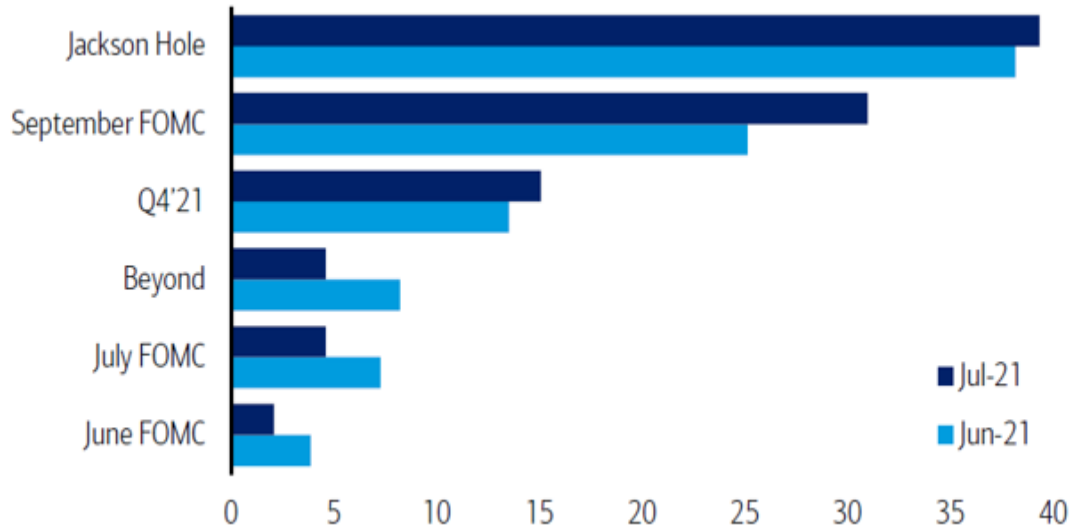


# El ritmo de recuperación del empleo será determinante para el anuncio del *tapering*



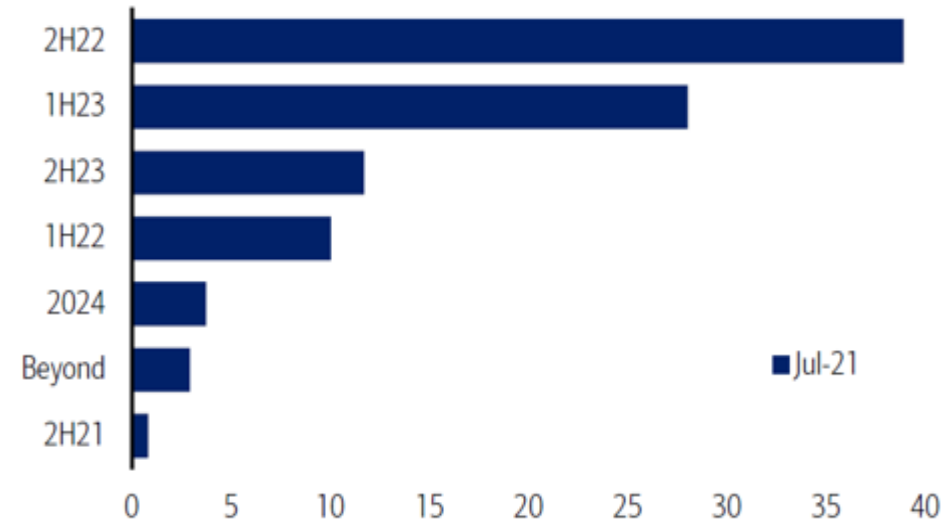
Fuente: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics

## 70% de los inversores esperan que la Fed anuncie el tapering en agosto/septiembre



Fuente: BofA Global Fund Manager Survey

## Primera subida de tipos Fed esperada para finales de 2022-principios de 2023



Fuente: BofA Global Fund Manager Survey

# Estrategias de salida de Fed y BCE marcadas por la paciencia, difícil marcha atrás en las políticas ultraexpansivas

## FED

**2021: sin cambios** en QE.  
Anuncio de tapering en agosto/septiembre 2021.  
**2022: reducción de compras.**  
**1S23: primera subida de tipos** Fed Funds.  
1S24: reducción de balance.



## BCE

**2021: sin cambios** en QE.  
**1T22: fin PEPP, aumento PSPP.**  
**1S24: primera subida del tipo de depósito.**  
2025: inicio de reducción de balance.

### Previsiones tipos EEUU

	Fed	2a	5 a	10 a	30 a
jul.-21	0,125	0,20	0,74	1,29	1,91
sep-21	0,125	0,20	0,85	1,55	2,15
dic-21	0,125	0,25	0,95	1,70	2,30
mar-22	0,125	0,30	1,05	1,80	2,40
jun-22	0,125	0,35	1,10	1,85	2,45
sep-22	0,125	0,40	1,25	1,95	2,55
dic-22	0,125	0,50	1,40	2,10	2,55

Fuente: AFI

### Previsiones tipos Eurozona

%	Repo y EURIBOR			Alemania (TIR)			España (TIR)		
	BCE	FMD	12 m	2a	5 a	10 a	2a	5a	10a
09-jul-21	0,00	-0,50	-0,49	-0,68	-0,62	-0,32	-0,52	-0,29	0,34
sep-21	0,00	-0,50	-0,45	-0,65	-0,53	-0,18	-0,47	-0,18	0,50
dic-21	0,00	-0,50	-0,43	-0,61	-0,44	-0,03	-0,42	-0,06	0,69
mar-22	0,00	-0,50	-0,40	-0,58	-0,35	0,12	-0,38	0,04	0,87
jun-22	0,00	-0,50	-0,38	-0,53	-0,29	0,17	-0,33	0,10	0,92
sep-22	0,00	-0,50	-0,35	-0,49	-0,23	0,21	-0,28	0,16	0,96
dic-22	0,00	-0,50	-0,30	-0,44	-0,17	0,26	-0,24	0,22	1,01

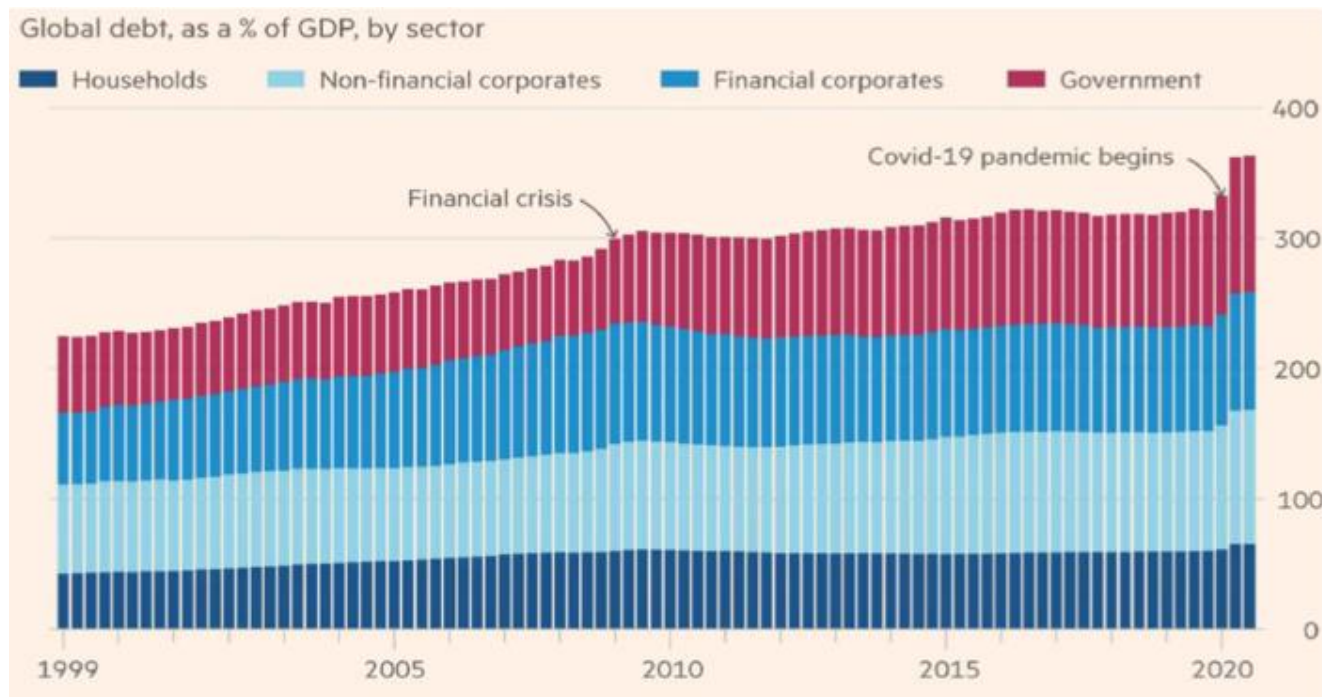
Fuente: AFI

Que deberían llevar a una subida gradual de TIRes, permitiendo la necesaria complicidad de política monetaria y fiscal

**Var TIR 10 años (pb)**

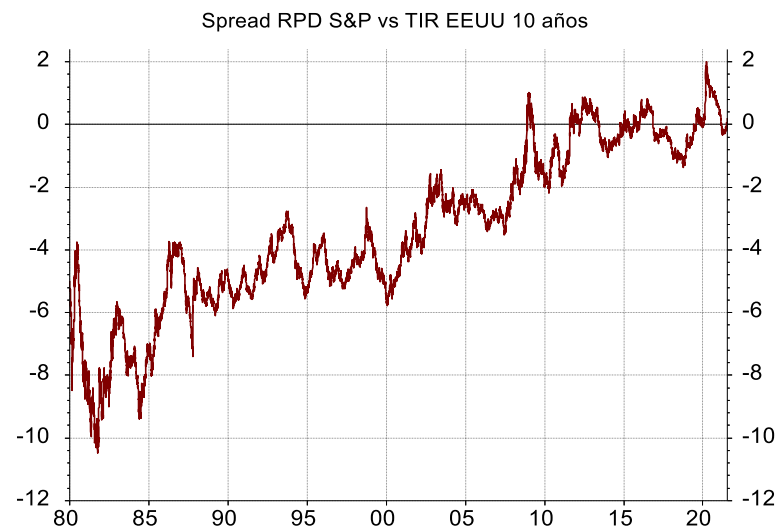
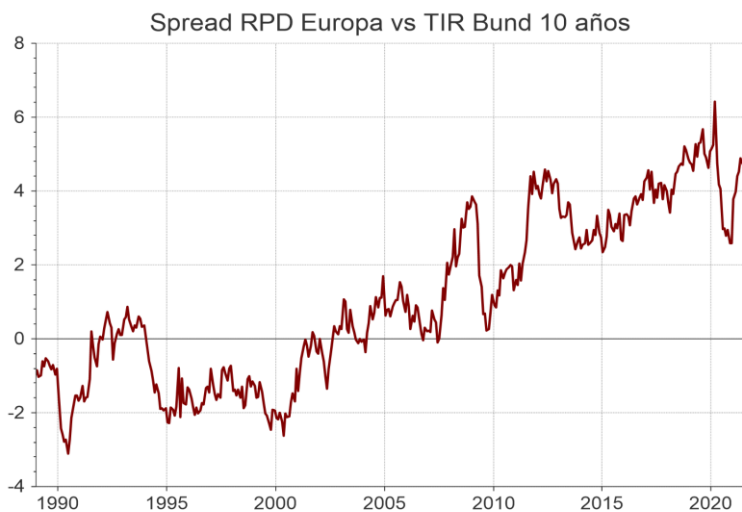
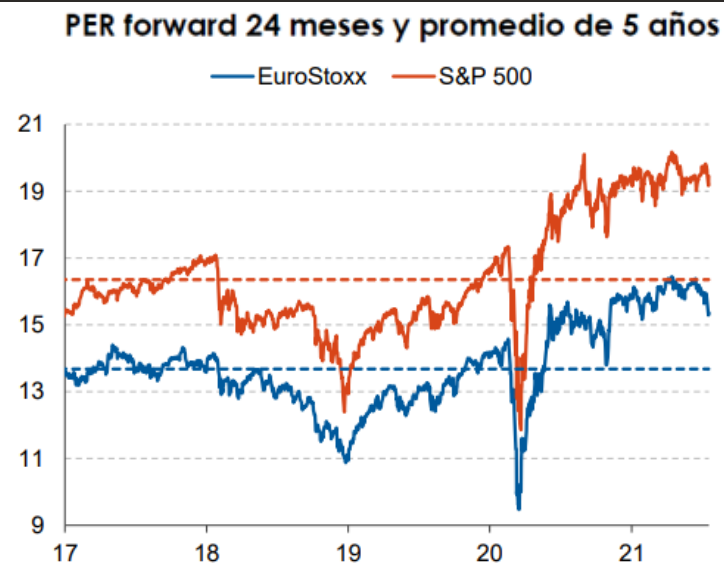
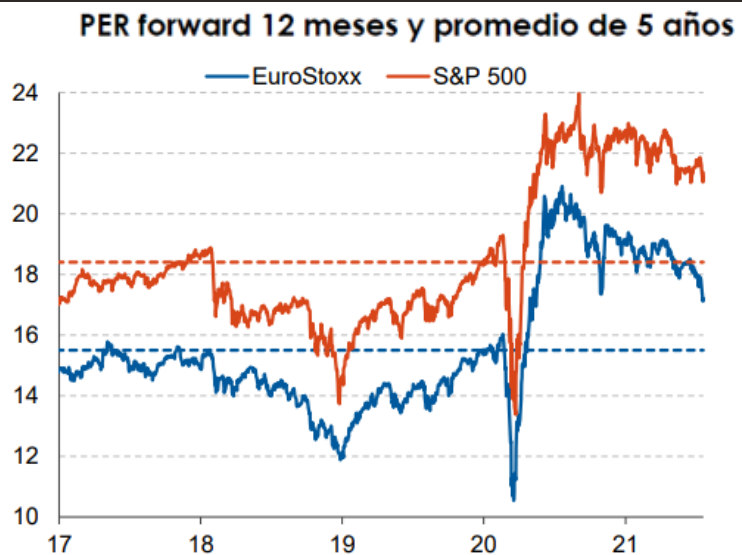
	EEUU	ALEMANIA	ESPAÑA
enero	15	5	5
febrero	34	26	33
marzo	34	-3	-9
abril	-11	9	14
mayo	-3	2	-1
junio	-13	-2	-5
julio	-21	-23	-14

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



Fuente: Institute for International Finance, FT.

# Valoraciones bolsas absolutas se mantienen exigentes, aunque las relativas siguen atractivas vs historia

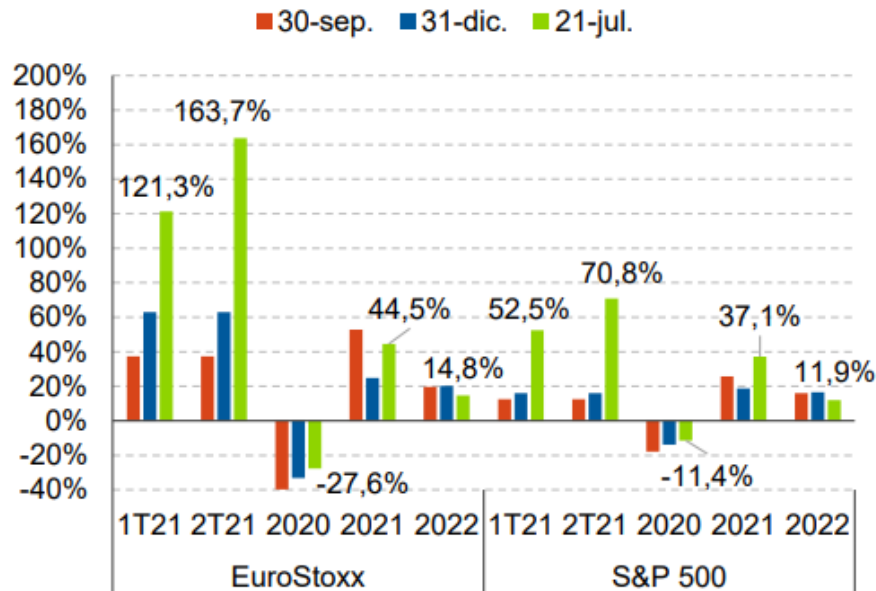


Fuente: Refinitiv Datastream

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. (902 15 30 20), absteniéndose de comunicar el contenido a cualquier otra persona, usarlo con algún propósito o reproducirlo por cualquier medio.

# Resultados empresariales 2T21, ¿mejorarán las valoraciones bursátiles?

## Evolución estimaciones de beneficios



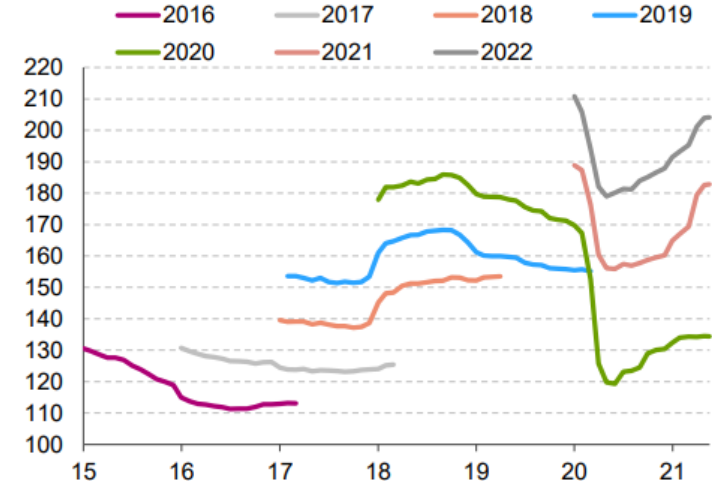
Fuente: Afi, Facset

Esperamos **buena temporada de resultados 2T21** (trimestre con base de comparación más baja).

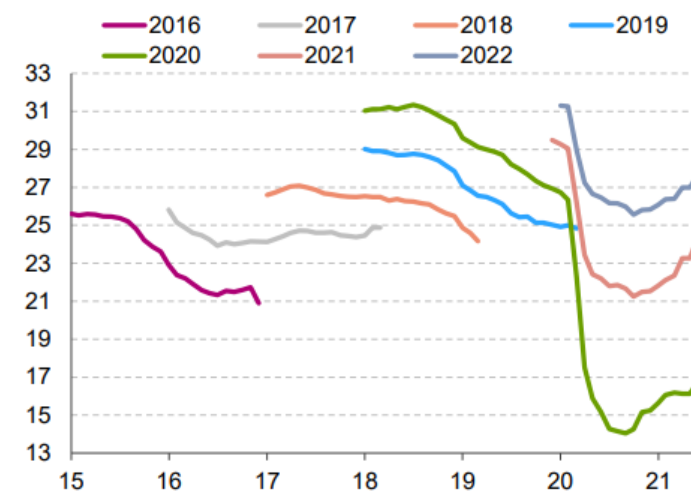
Atención a guías: **¿Continuará la revisión al alza de BPAs y suavizará la exigencia de las valoraciones absolutas?**

**La aceleración de la actividad en Europa a partir de 2T21, clave para bolsas europeas con mayor componente ciclo/value.**

## Evolución estimaciones BPA S&P 500



## Evolución estimaciones BPA Eurostoxx



Fuente: Afi, Facset

## DISCLAIMER

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 Grupo Renta 4, 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 Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos 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. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que 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.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

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 integrante del Grupo Renta 4 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. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 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.

Renta 4 Banco es la entidad proveedora de liquidez de Liberbank, Inmobiliaria Colonial, Castellana Properties (asesor registrado), Rovi, Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Almagro (asesor registrado) y Elecnor; asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios e inversión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health y Almagro, y cobertura de Análisis en Clínica Baviera, Deoleo y Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios.

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.

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

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

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: [online@renta4.es](mailto:online@renta4.es)

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 61% Sobreponderar, 33% Mantener y 6% Infraponderar