

Análisis Macroeconómico y de mercados

Natalia Aguirre Vergara

Mayo 2024

 renta4banco



Bolsas echan el freno ante menores bajadas de tipos esperadas en EE.UU...

INDICES	2023	1T24	Abril	Mayo	2024
MSCI EUROPE	12,7%	7,0%	-1,4%	0,6%	6,1%
EUROSTOXX 50	19,2%	12,4%	-3,2%	0,7%	9,6%
IBEX 35	22,8%	9,6%	-2,0%	0,6%	8,1%
DAX	20,3%	10,4%	-3,0%	1,4%	8,5%
MSCI UK	3,3%	2,9%	2,5%	0,8%	6,3%
SMI	10,4%	0,5%	-4,7%	1,0%	-3,3%
S&P 500	24,2%	10,2%	-4,2%	2,9%	8,6%
NASDAQ 100	53,8%	8,5%	-4,5%	3,7%	7,5%
DOW JONES	13,7%	5,6%	-5,0%	2,7%	3,1%
RUSSELL 2000	15,1%	4,8%	-7,1%	4,4%	1,7%
NIKKEI 225	28,2%	20,6%	-4,9%	-0,4%	14,3%
HANG SENG	-13,8%	-3,0%	7,4%	4,6%	9,0%
MSCI CHINA	-13,2%	-2,0%	6,4%	5,1%	9,6%
MSCI ASIA PACIFIC	8,8%	4,4%	-1,5%	2,1%	5,0%
MSCI EM LATIN AMERICA	25,1%	-4,8%	-4,0%	2,7%	-6,2%
MSCI EMERGING MARKETS	7,1%	1,9%	0,3%	2,0%	4,2%
MSCI WORLD	21,8%	8,5%	-3,9%	2,6%	7,0%
MSCI ACWI	20,1%	7,8%	-3,4%	2,5%	6,7%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 6/05/2024

Las bolsas frenan sus avances (+25%/+30% en últimos 6 meses) ante:

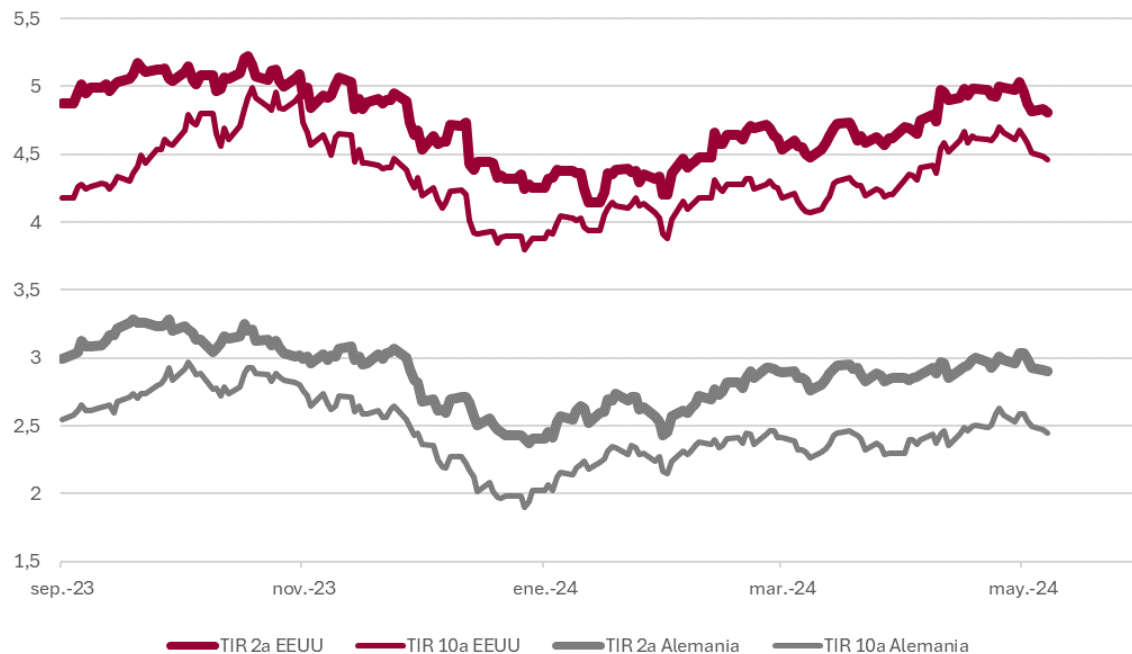
- La **reducción de expectativas de recortes de tipos de la Fed en 2024 a sólo 1 ó 2** ante una **inflación americana por encima de lo esperado** por tercer mes consecutivo.
- El **aumento de tensiones geopolíticas en Oriente Medio** (confrontación Israel – Irán), con impacto en mercado por el momento limitado.

...que impulsan las TIRes a máximos anuales...

Las **TIRes tocan máximos anuales tras datos de inflación** por encima de lo esperado...

...aunque **ceden ligeramente ante la desaceleración del empleo americano.**

Evolución TIRes



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Nº recortes de tipos FED descontados (dcha) vs TIR EEUU 10 años (izq)



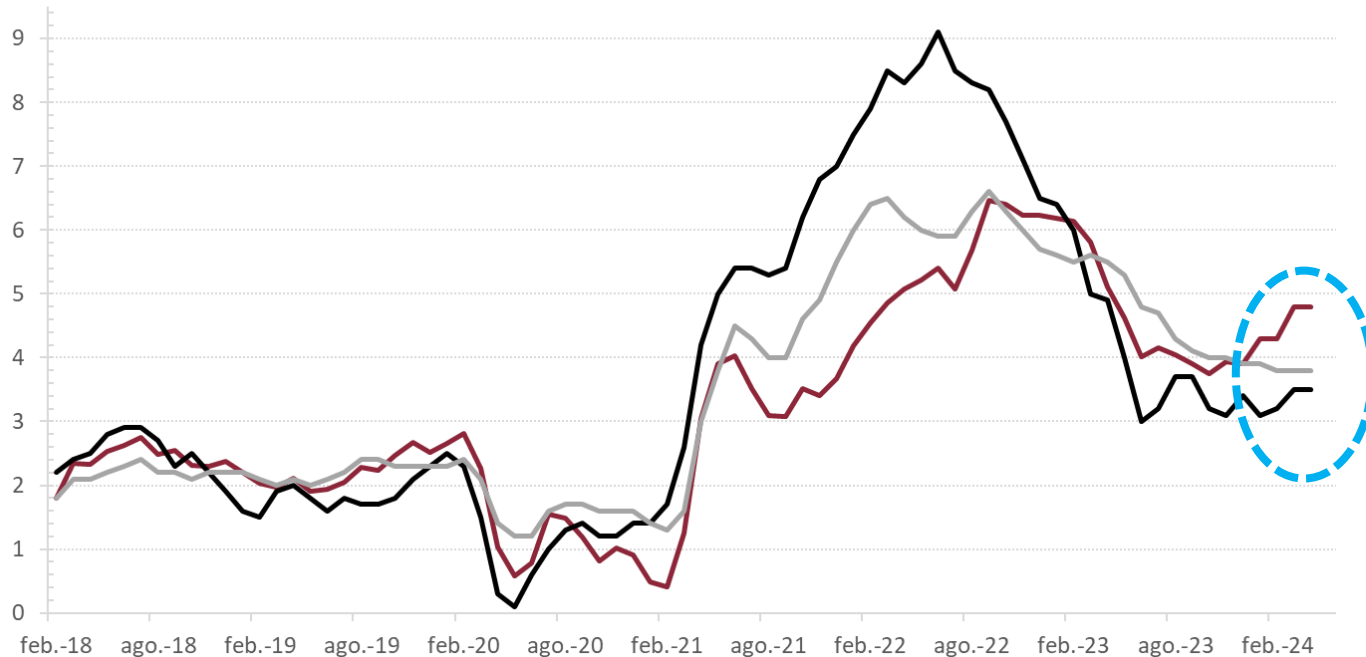
Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

...ante una inflación americana que se resiste a la baja

Tres meses consecutivos de inflación por encima de lo esperado. Se confirma la idea de que la última milla hacia el objetivo del 2% será complicada.

La **inflación "supercore"** (IPC servicios ex – vivienda), medida preferida de la Fed, **se mantiene en niveles altos (+4,8% i.a.) y resistiéndose a bajar.**

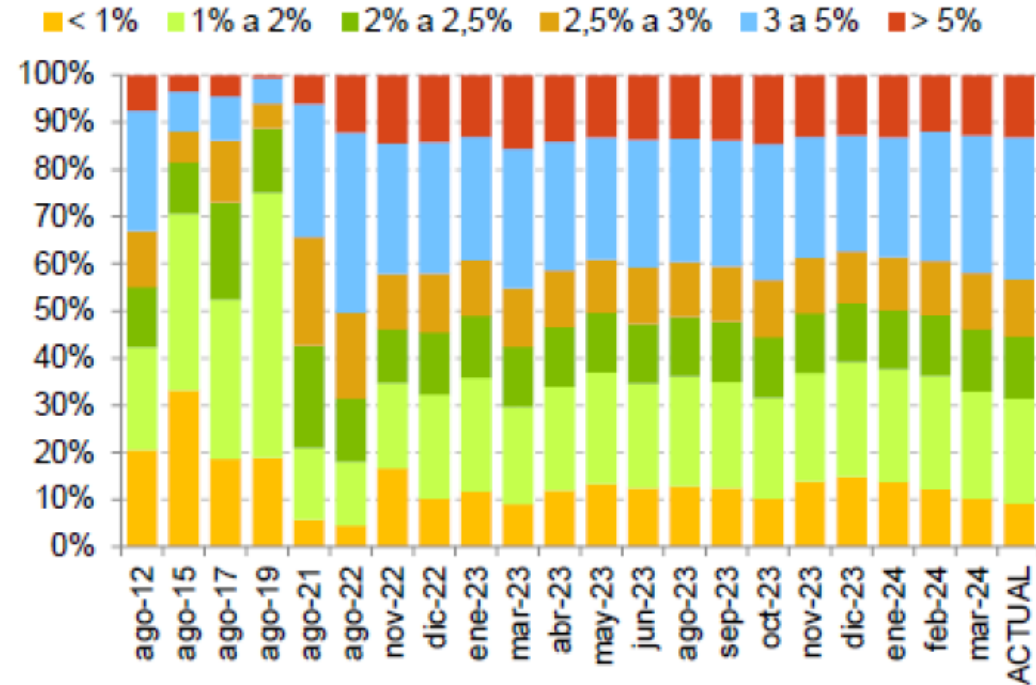
IPC servicios ex-vivienda EE.UU. (supercore)
vs IPC General vs IPC Subyacente



Fuente: Bloomberg

El mercado sigue preocupado por la inflación: hay un **40% de probabilidad de que la inflación americana >3% a 5 años vista**, mismos niveles que cuando la Fed inició la subida de tipos en 2022.

Probabilidad descontada por el mercado para escenarios de IPC en EE.UU. en 5 años

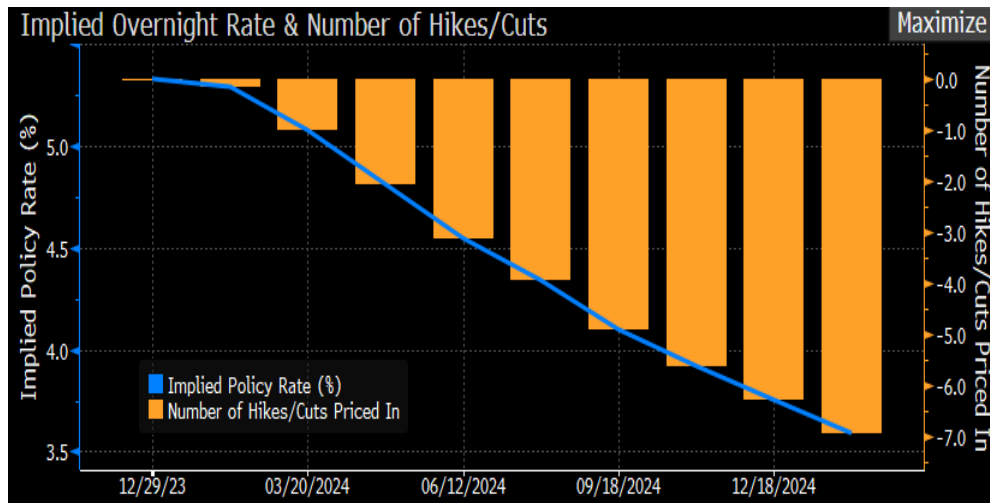


Fuente: Afi , Bloomberg, BCE, Federal Reserve of Philadelphia



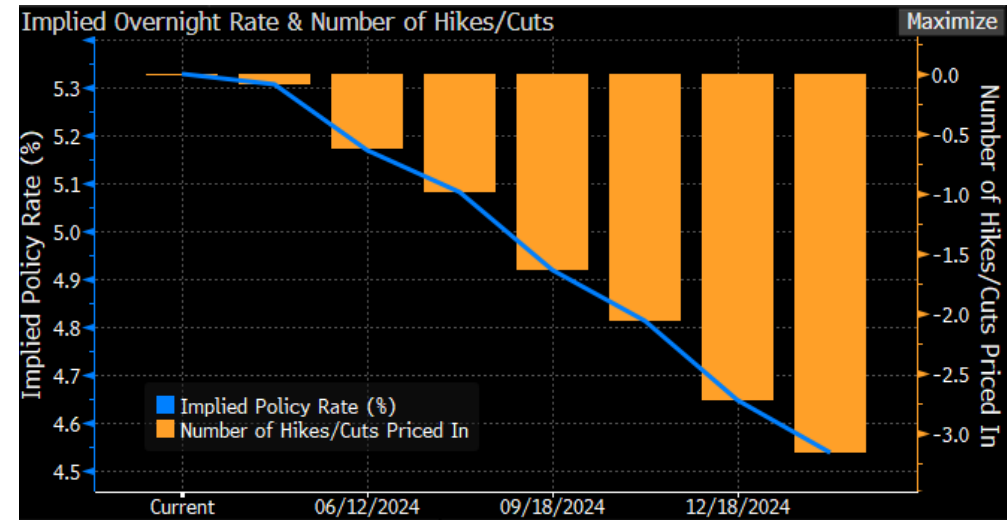
Y obliga a la Fed a reconocer que las bajadas de tipos tardarán más en llegar

A finales 2023: 7 bajadas, 1ª en marzo

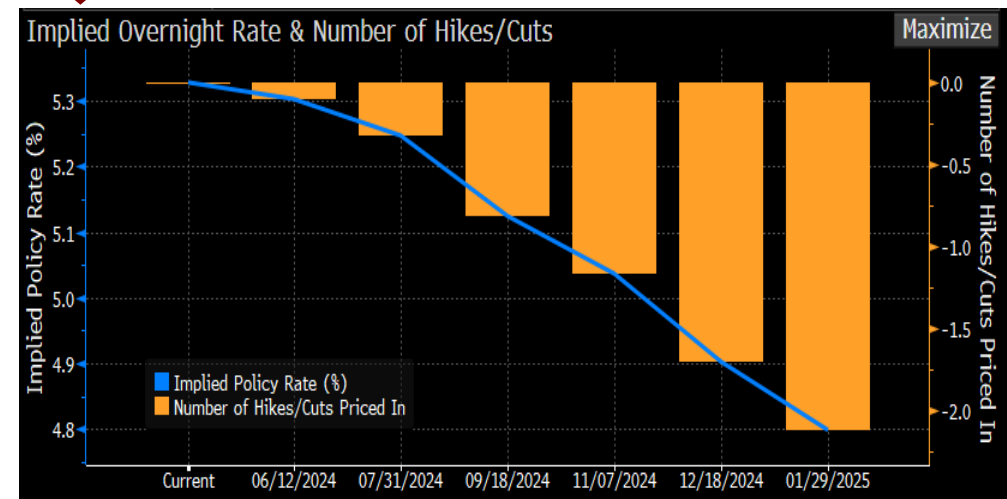


Fuente: Bloomberg

Finiales de marzo: 3 bajadas, 1ª en junio



Actual: 2 bajadas, 1ª en septiembre



Fuente: Bloomberg

Las bajadas de tipos Fed descontadas por el mercado para 2024 se recortan desde 7 a finales de 2023 hasta:

- sólo 1 tras los datos de inflación de abril
- para luego subir a 2 con el informe de empleo

Fed 1-mayo: “tipos altos por más tiempo”, pero no más altos...

Tipos sin cambios (5,25%-5,50%), en línea con lo esperado **ante la falta de progreso hacia su objetivo de inflación.**

Fed esperará más tiempo en bajar tipos, pendiente de que los datos de **inflación y empleo ofrezcan la suficiente confianza respecto a la consecución del objetivo de inflación del 2%.** Próxima referencia: **IPC abril (15-mayo,** general 3,4%e vs 3,5 anterior, subyacente 3,6%e vs 3,8% anterior).

Fed continuará reduciendo su balance, pero a menor ritmo: a partir de junio moderará el ritmo de reducción de Treasuries hasta 25.000 mln usd/mes (vs 60.000 mln usd anterior), manteniendo la reducción de MBS en 35.000 mln usd/mes.

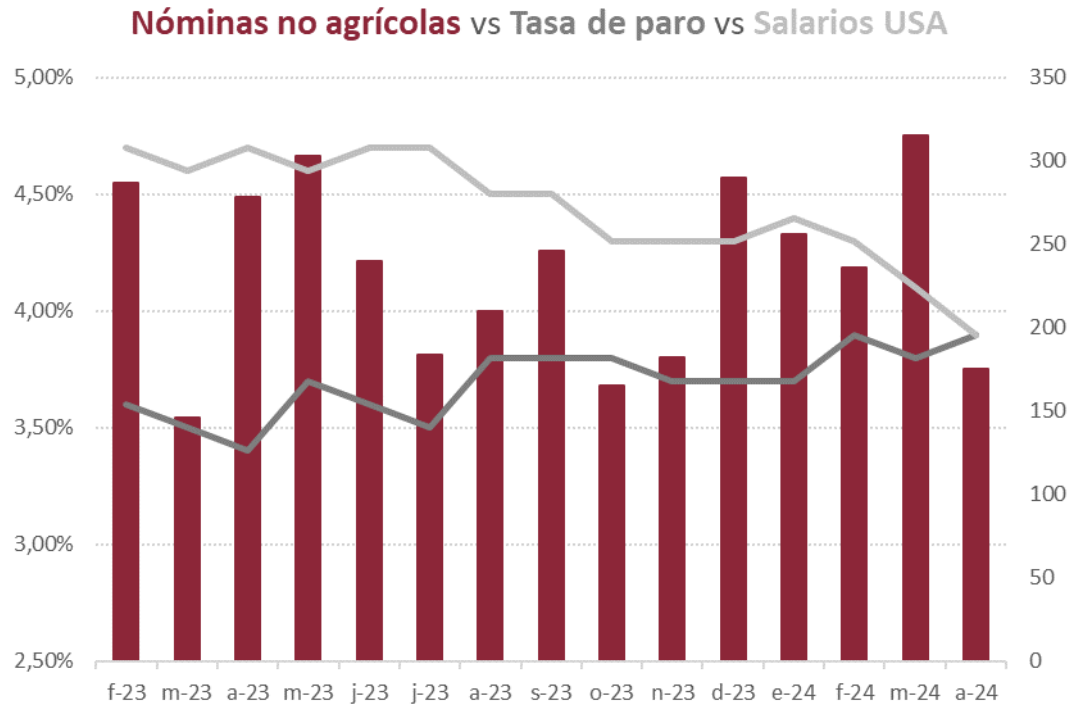
Powell. Citas destacadas:

- **No ve estanflación** (“I don’t see the stag...or the flation”)
- **Descarta subida de tipos**
- **Elecciones presidenciales no afectarán** a las decisiones de política monetaria
- Otros bancos centrales pueden empezar a bajar antes que la Fed

Próxima Fed (12-junio): actualización de cuadro macro y del *dot plot*, que esperamos que revise de 3 a 2 recortes para 2024.

Recordamos que, en el *dot plot* del 20-marzo, 9 de los 19 miembros consideraban que podría haber menos de 3 recortes este año, número que se habrá incrementado tras los últimos datos de inflación superando las estimaciones.

...algo que refrendan: la desaceleración del mercado laboral...



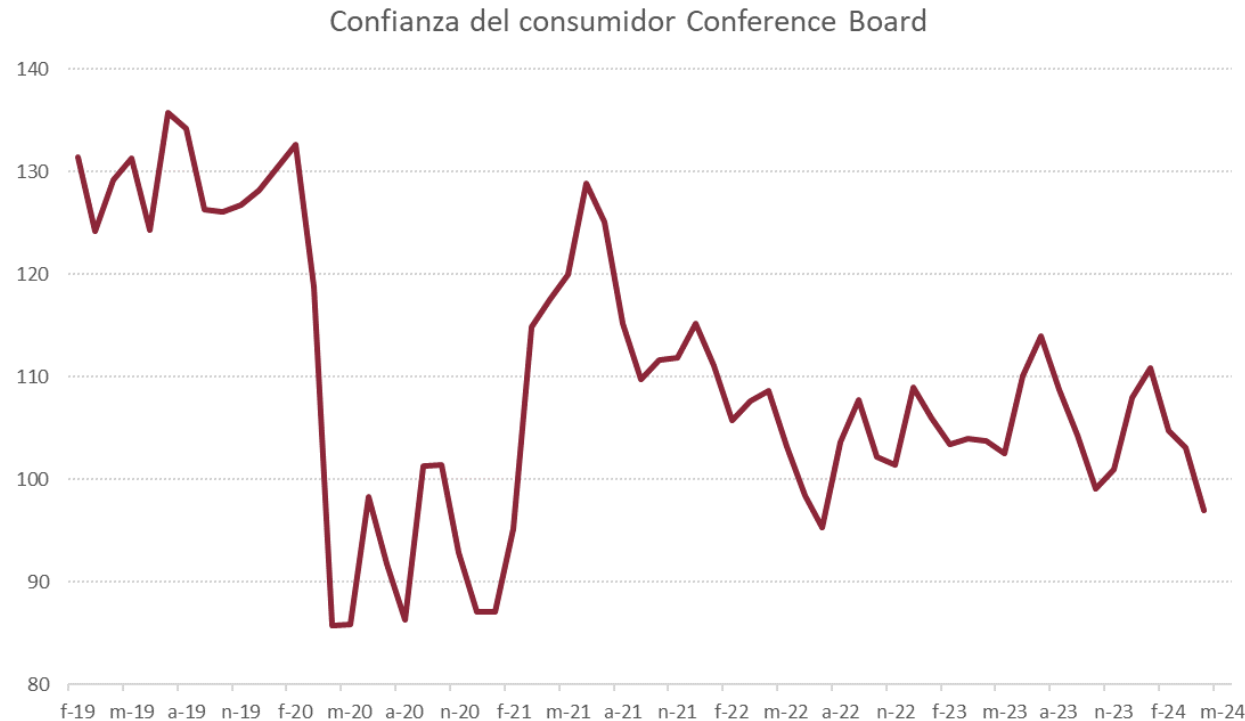
Fuente: Bloomberg

Informe oficial de empleo de abril más débil de lo esperado:

- **175.000 nóminas no agrícolas, la más baja en 6 meses** (vs 240.000e y 315.000 anterior)
- **tasa de paro repunta a 3,9%** (vs 3,8%e y anterior)
- **salarios se moderan a +3,9% i.a., menor desde jun-21** (vs +4%e y anterior +4,1%)

Este dato de empleo vuelve a **aumentar la expectativa de recorte de tipos de la Fed en 2024 a 2, con la primera en septiembre**, en la medida en que Powell se refirió a una ralentización significativa del mercado laboral (a confirmar con próximos datos) como una de las razones para empezar a bajar los tipos de interés.

...las señales de cesión en el consumo...



Fuente: Bloomberg

La confianza consumidora (Conference Board) **cae a mínimos de cerca de 2 años.**

McDonald's y Starbucks, entre otras, publican cifras 1T24 por debajo de lo esperado y **recortan guía anual.**

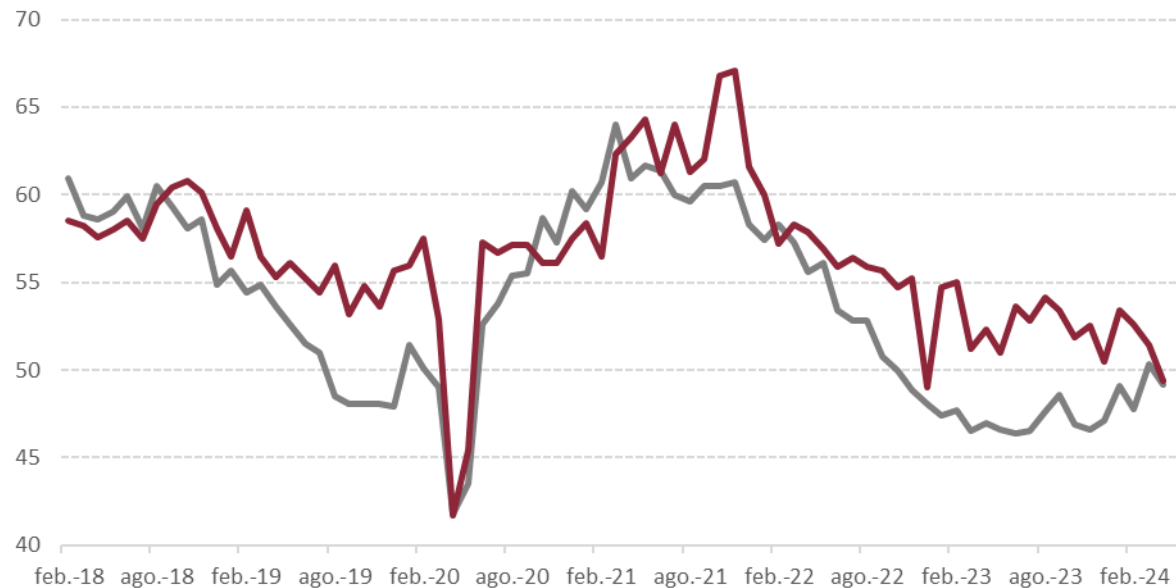
Aunque el consumo privado se mantiene sólido, se aprecia una **mayor cautela en las decisiones de consumo** (*trading down* hacia productos y servicios más baratos), especialmente en un contexto de desaceleración en la creación de empleo y alto coste de la vida.

Esto a su vez debería redundar en **menores presiones sobre la inflación en el futuro.**

...y los últimos indicadores adelantados de ciclo, que se moderan, aunque vigilando la evolución de los precios

Los ISM apuntan a desaceleración...

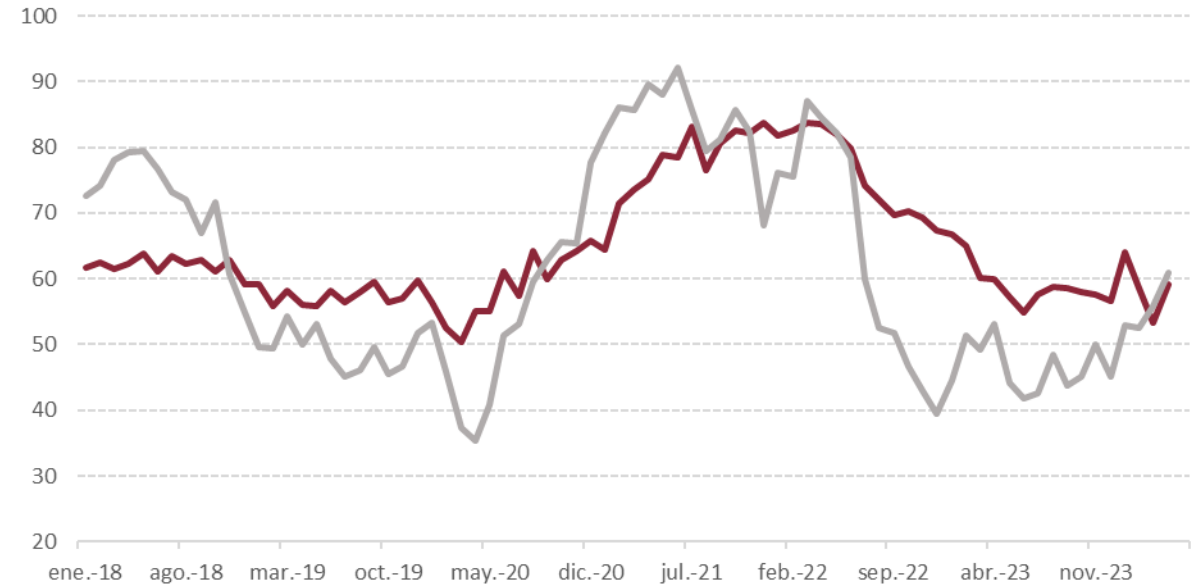
ISM manufacturero vs **servicios**



Fuente: Bloomberg

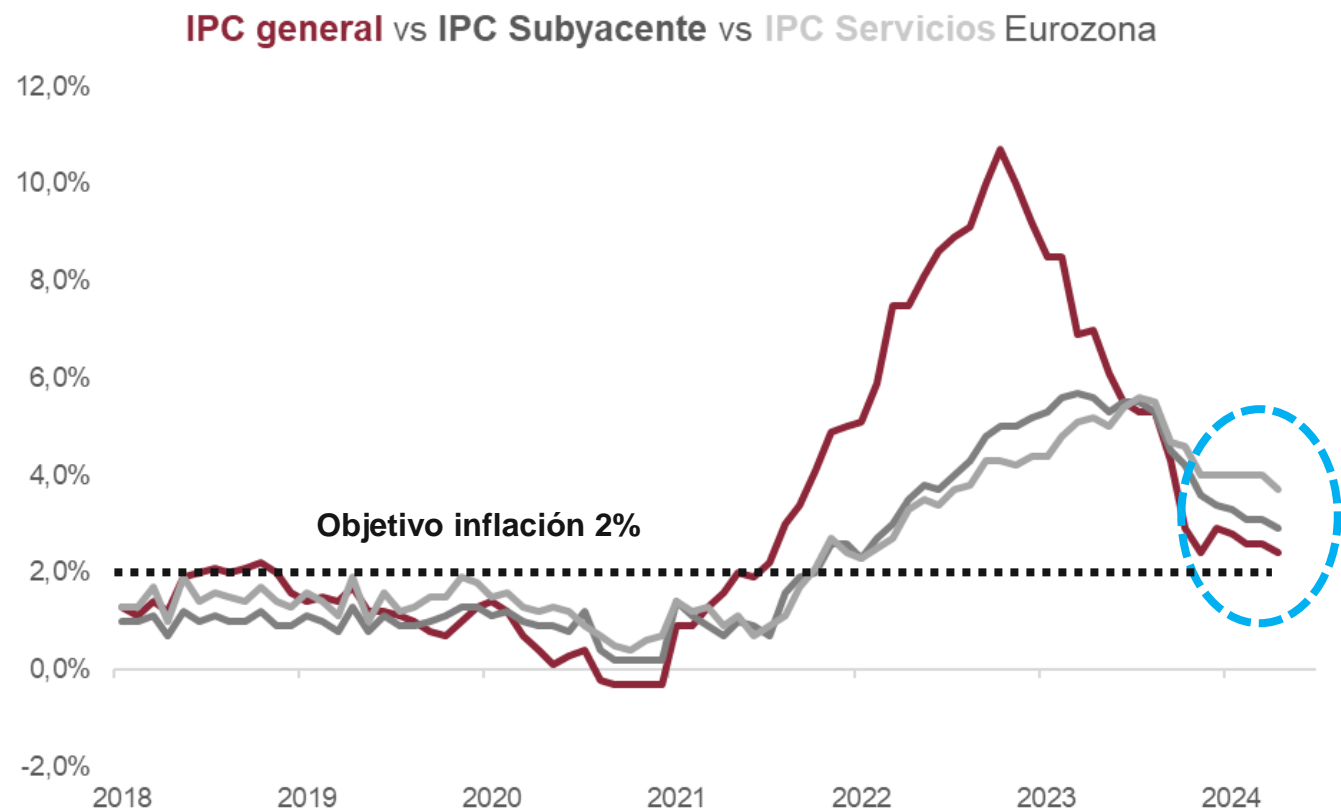
...aunque hay que vigilar los precios (en máximos desde jun-22 en el sector manufacturero y repuntando en el sector servicios)

ISM precios pagados **servicios** vs manufacturero



Fuente: Bloomberg

En la Eurozona, IPC sigue moderando, incluso los servicios



Fuente: Bloomberg

Los **precios continúan moderándose** en la Eurozona y aproximándose al objetivo del 2%.

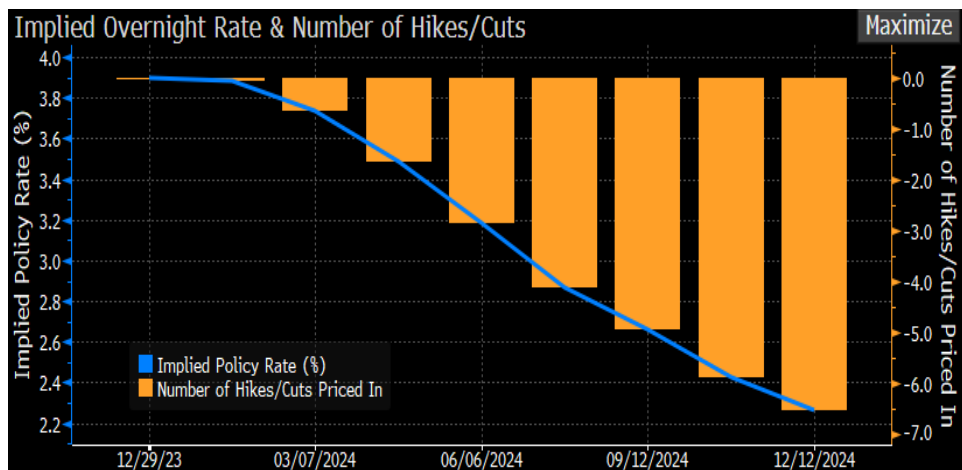
Incluso en el sector servicios, donde las presiones inflacionistas se mantenían más elevadas, **empiezan a ceder**.

Atención a corto plazo a: servicios, sólido mercado laboral, tensiones geopolíticas, márgenes empresariales y crecimiento de productividad.

A medio y largo plazo, existen factores estructuralmente inflacionistas:
Desglobalización / Descarbonización / Demografía China / Poder de negociación salarial / Impuestos.

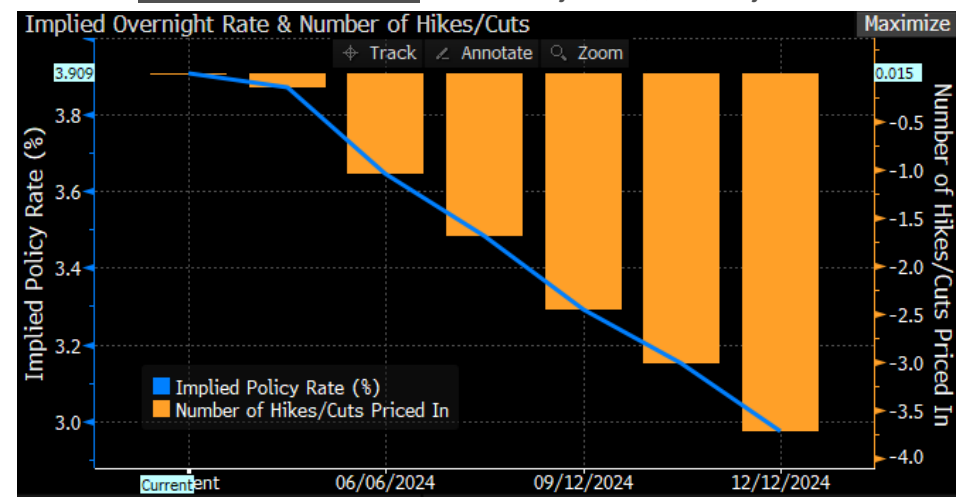
Mantenemos primera bajada de tipos BCE el 6-junio...

A finales 2023: 6 - 7 bajadas, 1ª en marzo



Fuente: Bloomberg

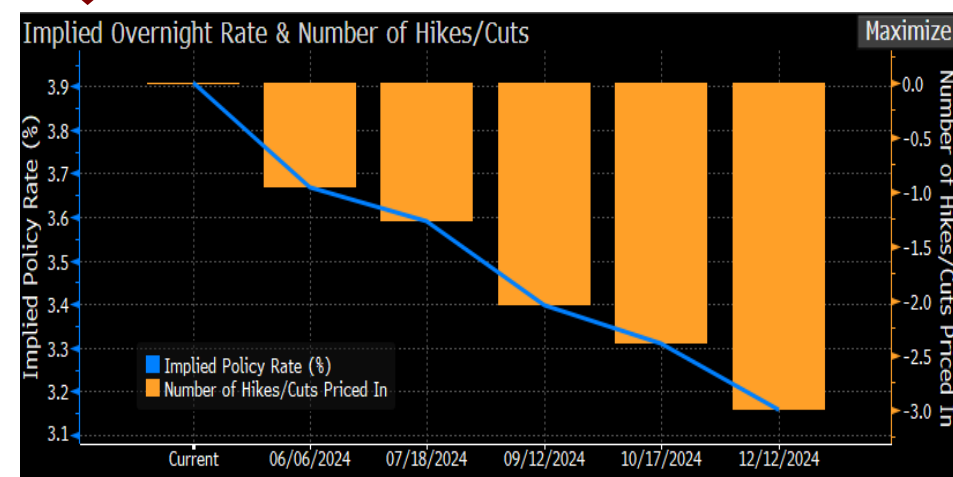
Finales de marzo: 3 - 4 bajadas, 1ª en junio



Fuente: Bloomberg



Actual: 3 bajadas, 1ª en junio



Fuente: Bloomberg

Las bajadas de tipos de depósito del BCE descontadas por el mercado **para 2024 se recortan ligeramente, de 3-4 en marzo a 3.**

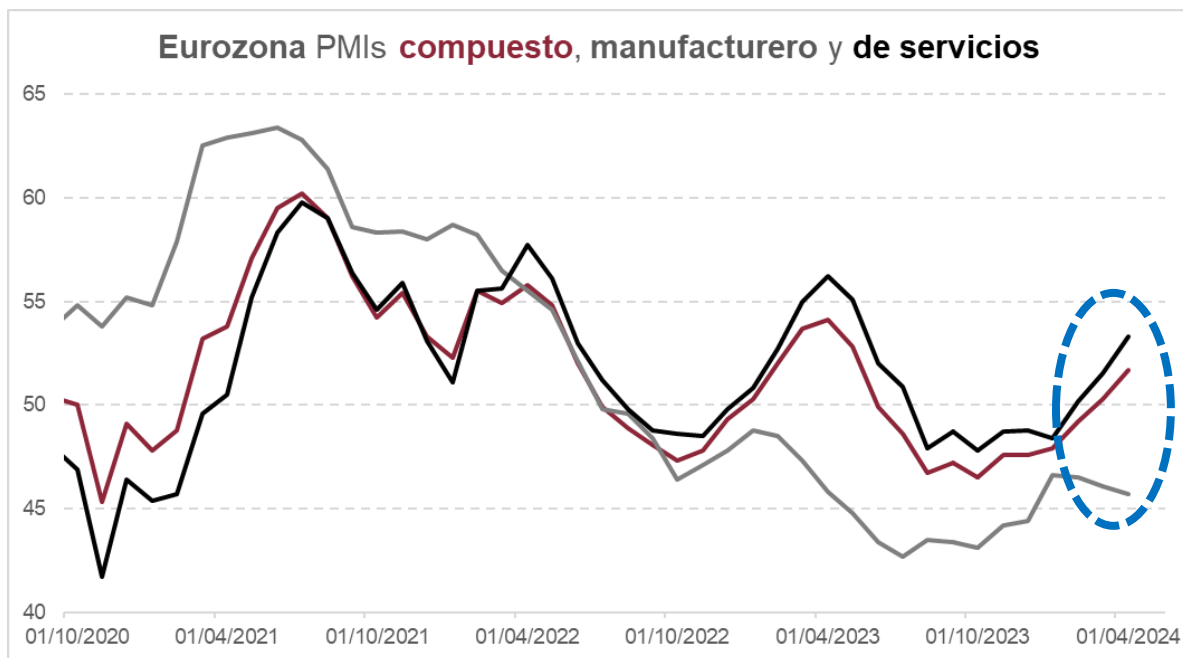
En R4, esperamos primera bajada el 6-junio, asumiendo que se confirmará la moderación esperada en **salarios 1T24 (23-mayo).**

Revisamos de 4 a 3 bajadas para 2024, ante:

- **La aceleración de la economía europea, y**
- **El limitado desacoplamiento respecto a la Fed** (que podría bajar solo 2 veces vs 3 estimadas previamente).

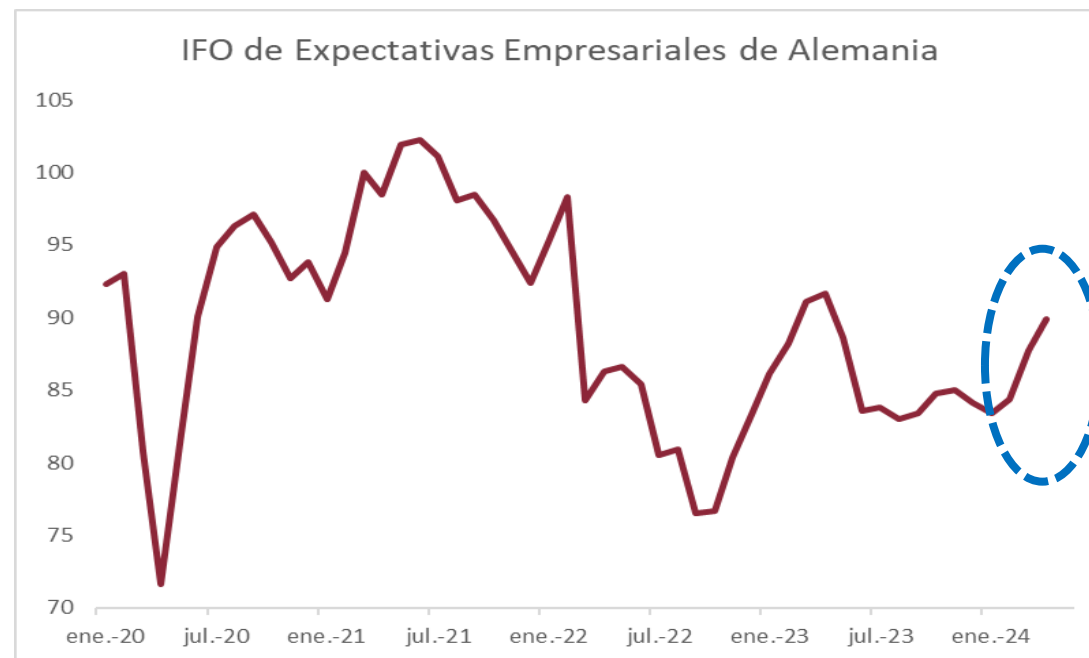
...en un contexto de mejora del ciclo europeo...

PMIs manufacturas se mantienen en contracción...
...pero **PMI servicios intensifica su mejora y se adentra en zona de expansión (>50)**



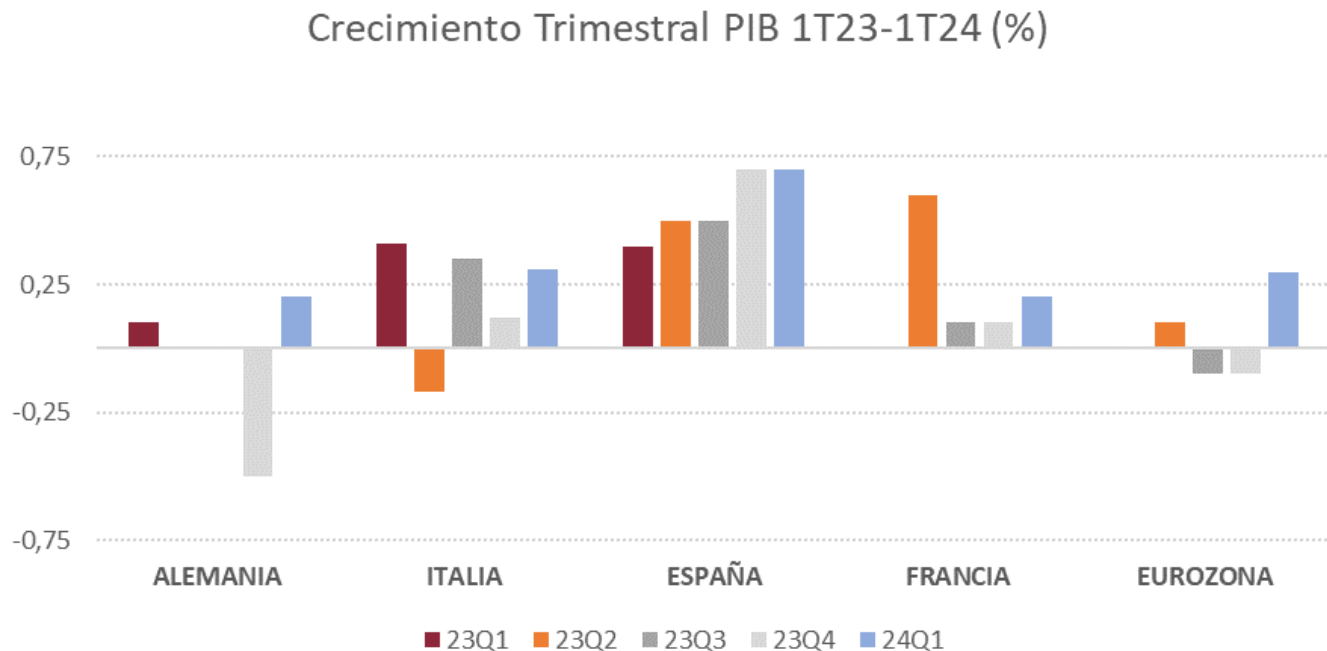
Fuente: Bloomberg

IFO muestra que "el enfermo de Europa" deja atrás lo peor



Fuente: Bloomberg

..que permite abandonar el estancamiento



Fuente: Bloomberg

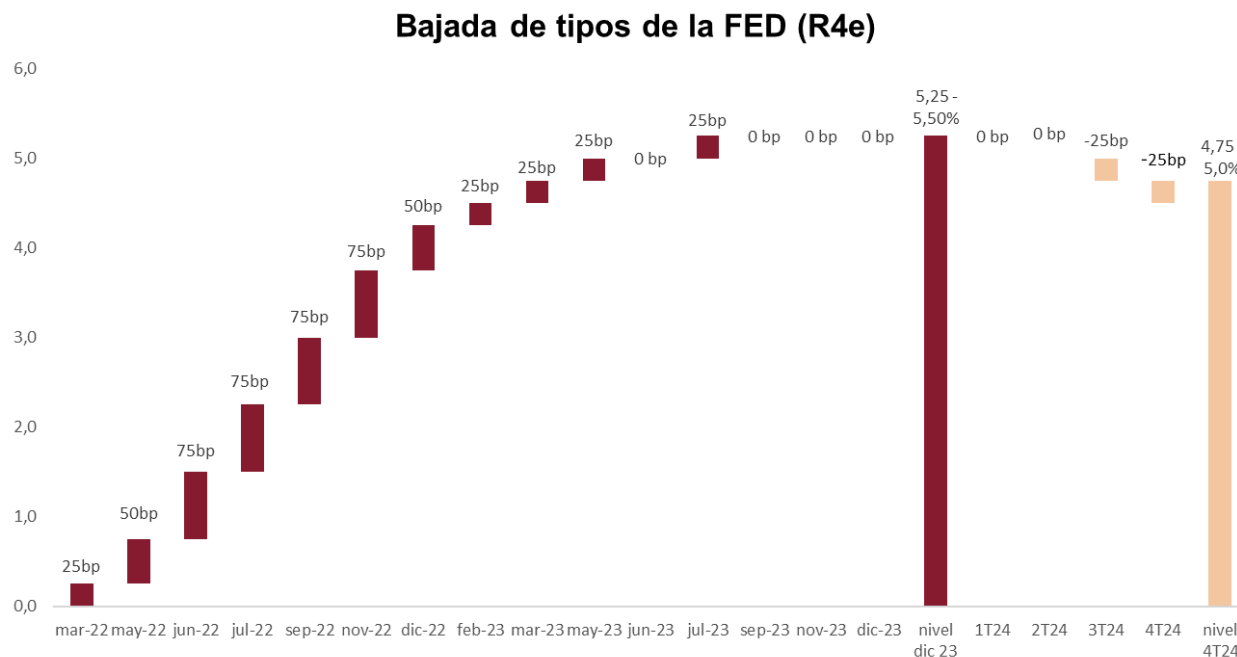
Lo peor en términos de estancamiento del PIB **ha quedado atrás.**

Las 4 principales economías de la Eurozona han crecido por encima de lo esperado en 1T24.

Con las manufacturas aún débiles, una **aceleración de economía europea debería venir de la mano de un mayor consumo**, apoyado por:

- la positiva evolución del empleo,
- el aumento del salario real, y
- las bajadas de tipos del BCE

Rebajamos los recortes de tipos esperados en 2024: 2 en la Fed (anterior 3) y 3 en el BCE (anterior 4)

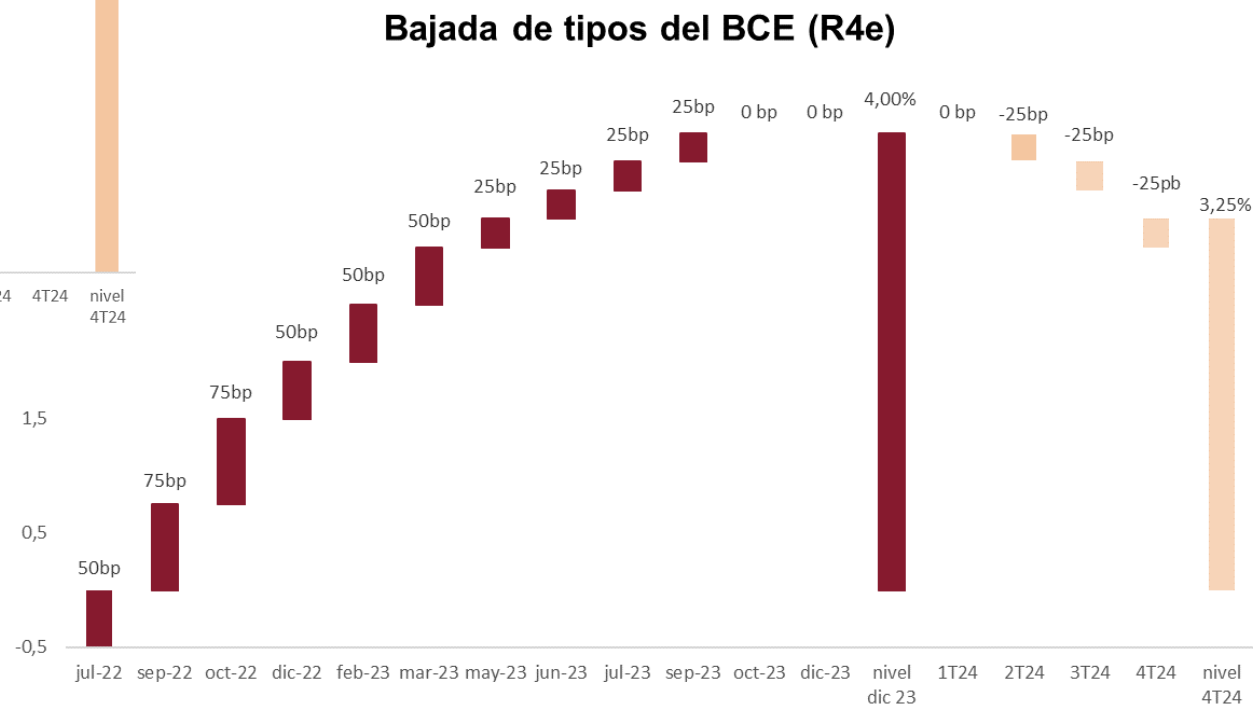


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Los tipos de intervención se mantendrán en zona restrictiva y aún lejos de niveles neutrales (~3% EE.UU. y ~2-2,5% Eurozona)

EE.UU.
Esperamos **2 bajadas** en 2024 hasta 4,75%-5,0%

Eurozona
Esperamos **3 bajadas** en 2024 hasta 3,25% (tipo depósito)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El Banco de Suecia (Riskbank) toma la delantera bajando tipos

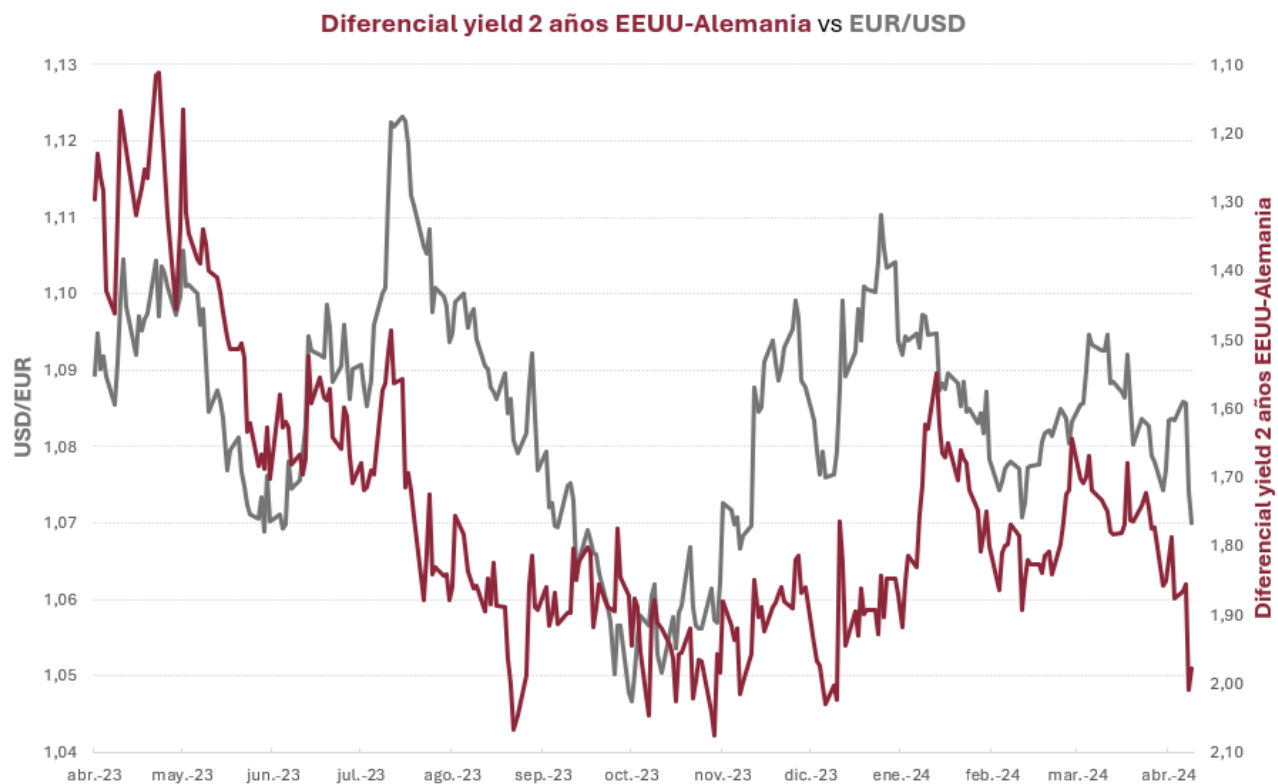
En línea con lo esperado, **Riskbank recorta tipos por primera vez en 8 años, -25 pb hasta 3,75%**, en un contexto de:

- moderación de la **inflación** hasta **cerca del objetivo del 2%**, y
- **desaceleración económica** notable (4 trimestres consecutivos de caída) con **repunte en la tasa de paro** (8,6%)

El Banco de Suecia **apunta a sólo 2 recortes más en 2S24**, en línea con las expectativas del mercado, en tanto en cuanto debe tener en cuenta:

- **la debilidad de la corona** (que podría impulsar la inflación al alza), y
- **el contexto de tipos altos por más tiempo en otras economías (EE.UU.)**

Dólar, apoyado en el corto plazo



Fuente: Bloomberg

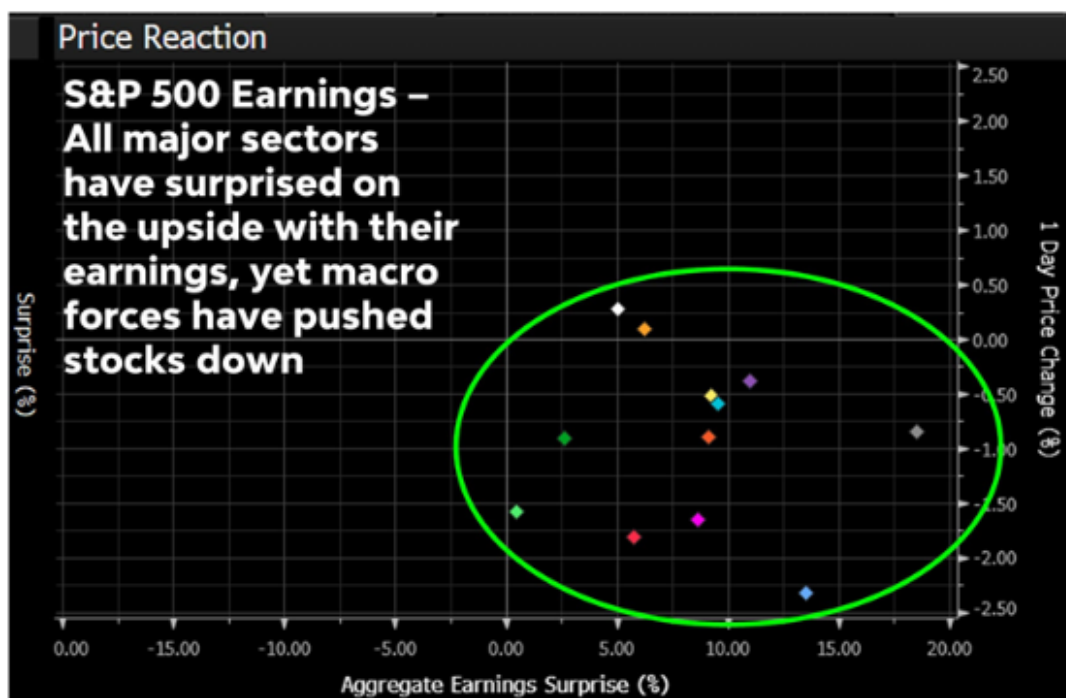
Dólar, impulsado por:

- **Ampliación del diferencial de tipos.** Divergencia (temporal) de políticas monetarias EE.UU.-Eurozona
- **Calidad de activo refugio**

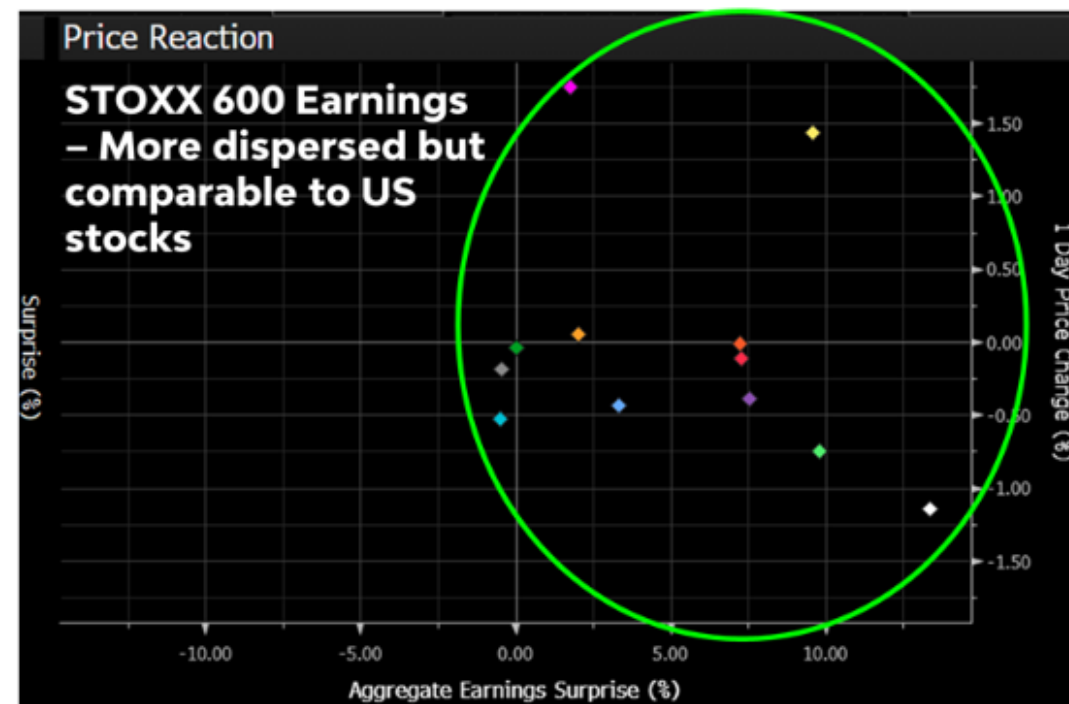
El retraso en las bajadas de tipos de la Fed **presiona con fuerza a las divisas emergentes.**
Ej: intervención en Yen.

Resultados 1T24 superan las expectativas, aunque mercado exigente

A pesar de **resultados 1T24 superando expectativas**, tanto en EE.UU. como en Europa, la **reacción de las cotizaciones ha sido negativa**.



Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg

La resiliencia de los resultados empresariales
(especialmente a nivel de márgenes)
debería ser un apoyo para las bolsas

Resiliencia del ciclo americano y mejora de expectativas cíclicas en Europa hacen los crecimientos de BPAs más factibles

Variación estimada BPAs

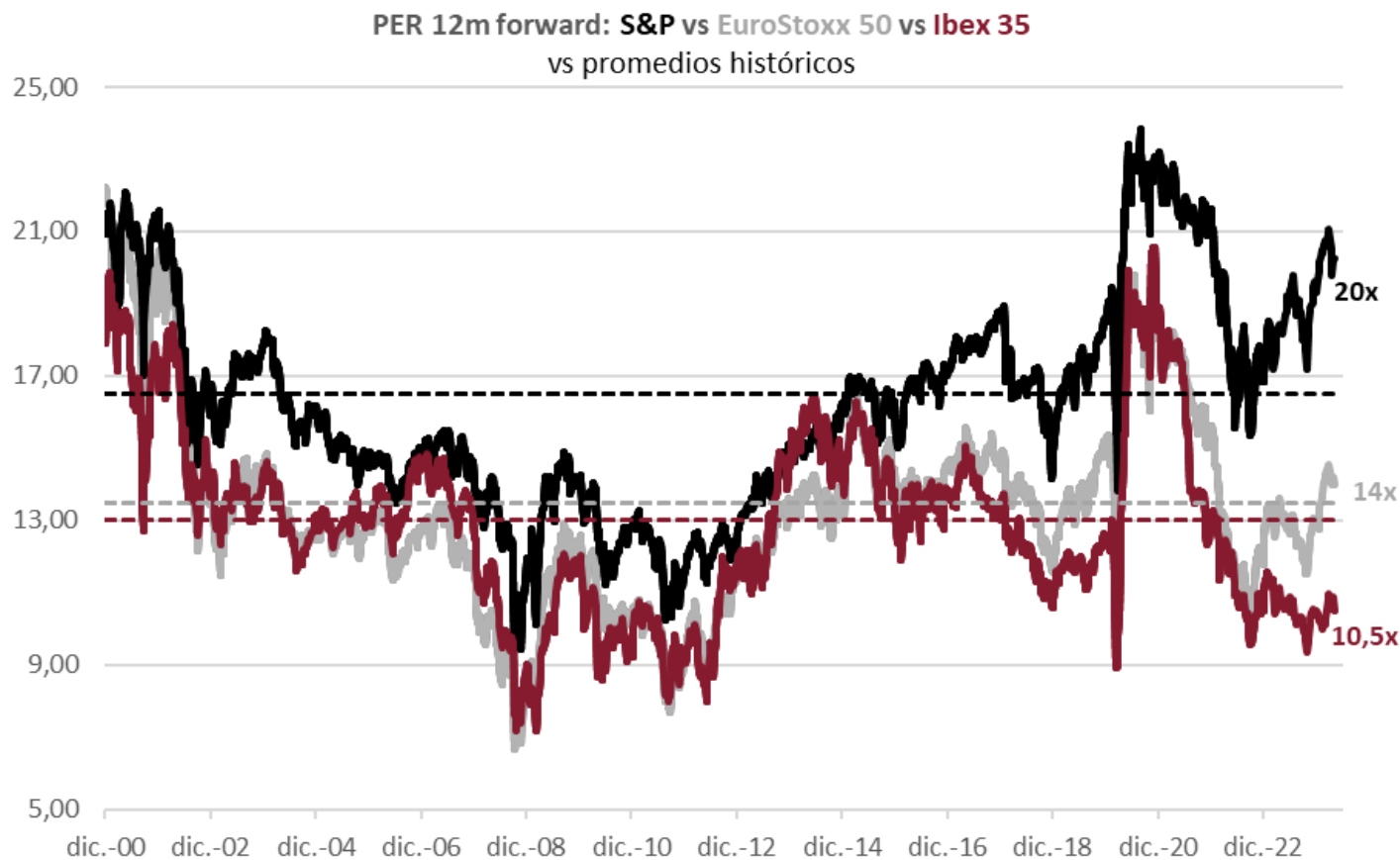
	2019/18	2020/19	2021/20	2022/21	2023e/22	2024e/23	2025e/24	2026e/25
S&P 500	-1%	-14%	51%	5%	2%	11%	14%	11%
Eurostoxx 50	-1%	-32%	72%	21%	3%	3%	10%	9%
Ibex 35	4%	-64%	144%	32%	8%	12%	4%	5%

Fuente: Factset y elaboración propia

Ciclo EEUU más resiliente = **crecimiento de BPAs +11% más creíble**,
también apoyado por **reducción de costes**
que permite ser más optimistas respecto a los **márgenes**

Valoraciones razonables en términos históricos (Europa y España, EEUU ex-7 Magníficos)

Múltiplos también razonables (próx. movimiento de tipos será a la baja + mejora expectativas ciclo)



Valoraciones vs media histórica

EE.UU. PER 20x

Prima 23% vs media 2000-hoy (16,5x)

Europa PER 14x

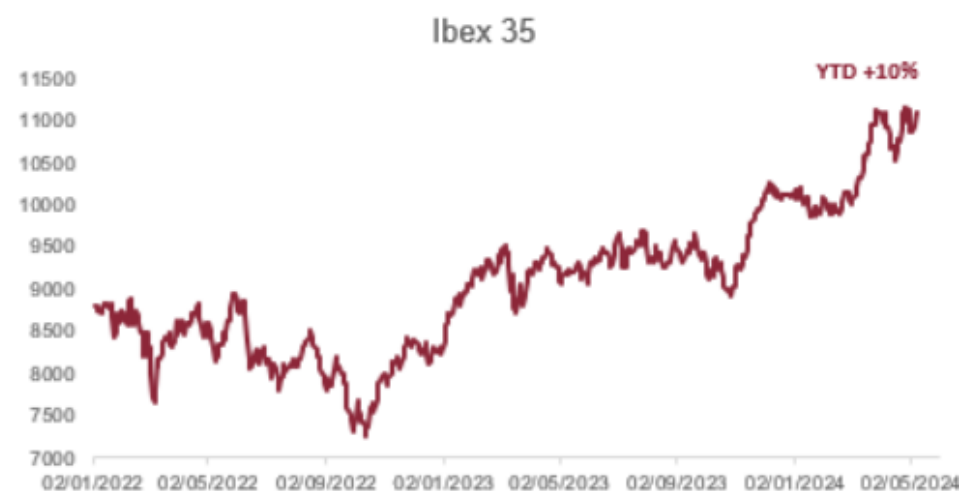
En línea vs media 2000-hoy (13,5x)

España PER 10x

Descuento 20% vs media 2000-hoy (13x)

Fuente: Factset y elaboración propia

Las caídas han sido mínimas...



Fuente: Bloomberg

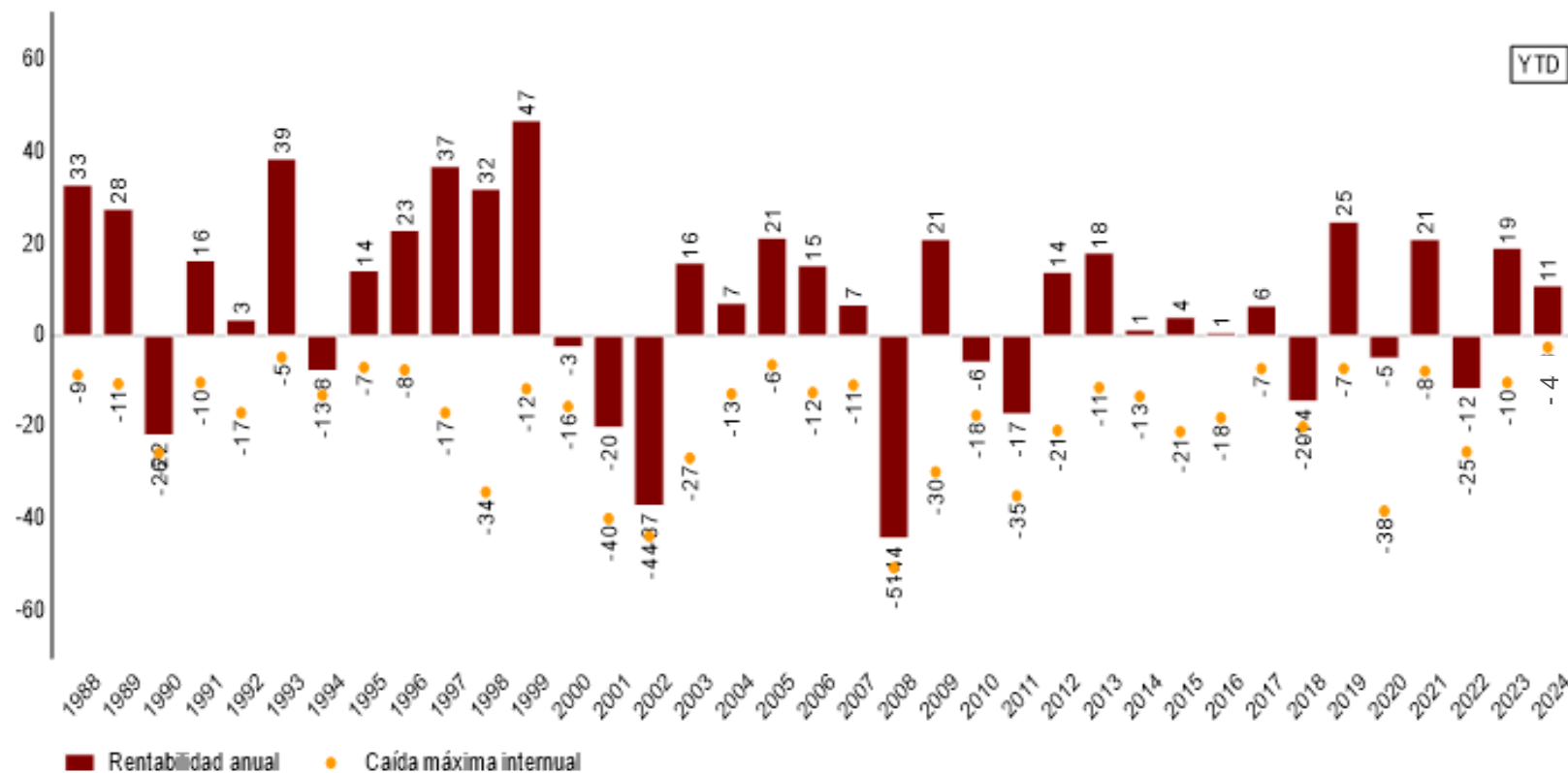
...y los riesgos potenciales podrían generar mejores puntos de entrada

Factores de riesgo que podrían determinar **mejores puntos de entrada** en las bolsas (la historia demuestra que **el mercado da oportunidades tras repuntes de +25/+30%** en las principales bolsas en los últimos 6 meses):

- 1) Ajuste adicional de expectativas de recortes de tipos** por parte del mercado ante una **inflación que no cede**.
- 2) Riesgos geopolíticos** con implicaciones alcistas en **inflación**. Atención a conflicto en Oriente Medio, Mar Rojo, "economía de guerra".
- 3) No recuperación de la economía europea / desaceleración excesiva de EE.UU.**
- 4) Riesgo CRE (Commercial Real Estate)**. Elevados vencimientos de deuda en 2024.

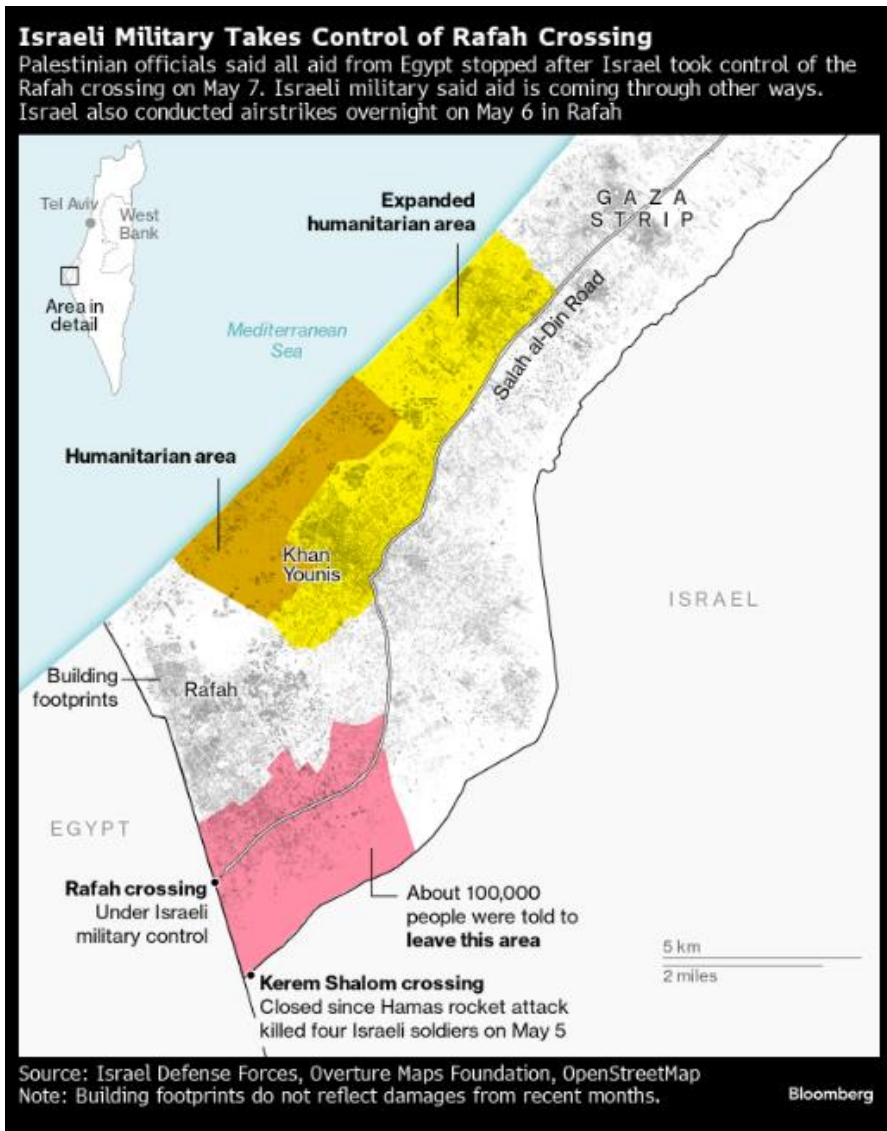
Rentabilidad anual vs Caída máxima intra-anual (%)

Euro Stoxx 50



Fuente: Thomson Reuters y elaboración propia

Riesgo geopolítico: “la guerra no finalizará hasta que Hamás se rinda o sea vencida”



Fuente: Bloomberg

Mediados de abril: Irán ataca Israel en respuesta al ataque al consulado iraní en Siria atribuido a Israel.

7-mayo: las tropas israelíes toman el control de la frontera de Rafah en Gaza. A pesar de que las negociaciones continúan, Israel considera que **la guerra no finalizará hasta que Hamás se rinda o sea vencida.**

Desde inicio
guerra Israel-
Hamás

IBEX 35	20%
EUROSTOXX 50	21%
SPX 500	20%
NASDAQ 100	21%
MSCI CHINA	6%
BRENT	-3%
TTF (gas Europa)	-20%
EURUSD	1%
ORO	26%

Fuente: Bloomberg, datos a 8/5/2024

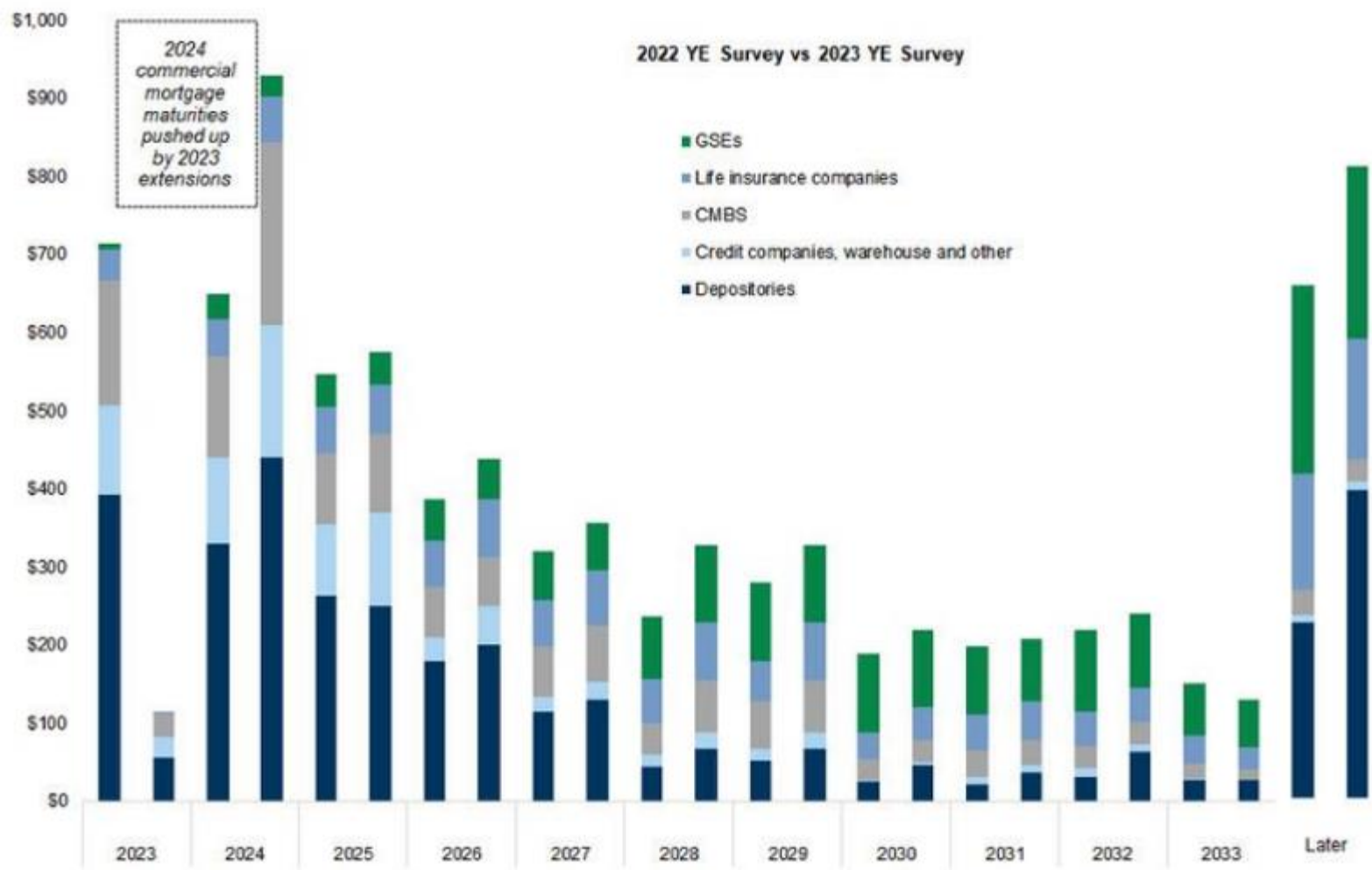
Aunque por el momento el riesgo geopolítico ha tenido un impacto limitado en mercado...

...sí podría tenerlo a futuro por implicaciones en inflación y, por derivada, en tipos de interés

Aumentan las tensiones EE.UU.-China

- **EE.UU. revoca a Huawei la licencia para comprar semiconductores** a Qualcomm e Intel.
- **EE.UU. podría pedir a Arabia Saudí** (nuevo fondo de inversión en semiconductores y tecnología IA) **que desinvierta en tecnología china.**
- **EE.UU. podría imponer restricciones a los vehículos eléctricos chinos** o incluso prohibirlos ante los posibles riesgos para la seguridad nacional.

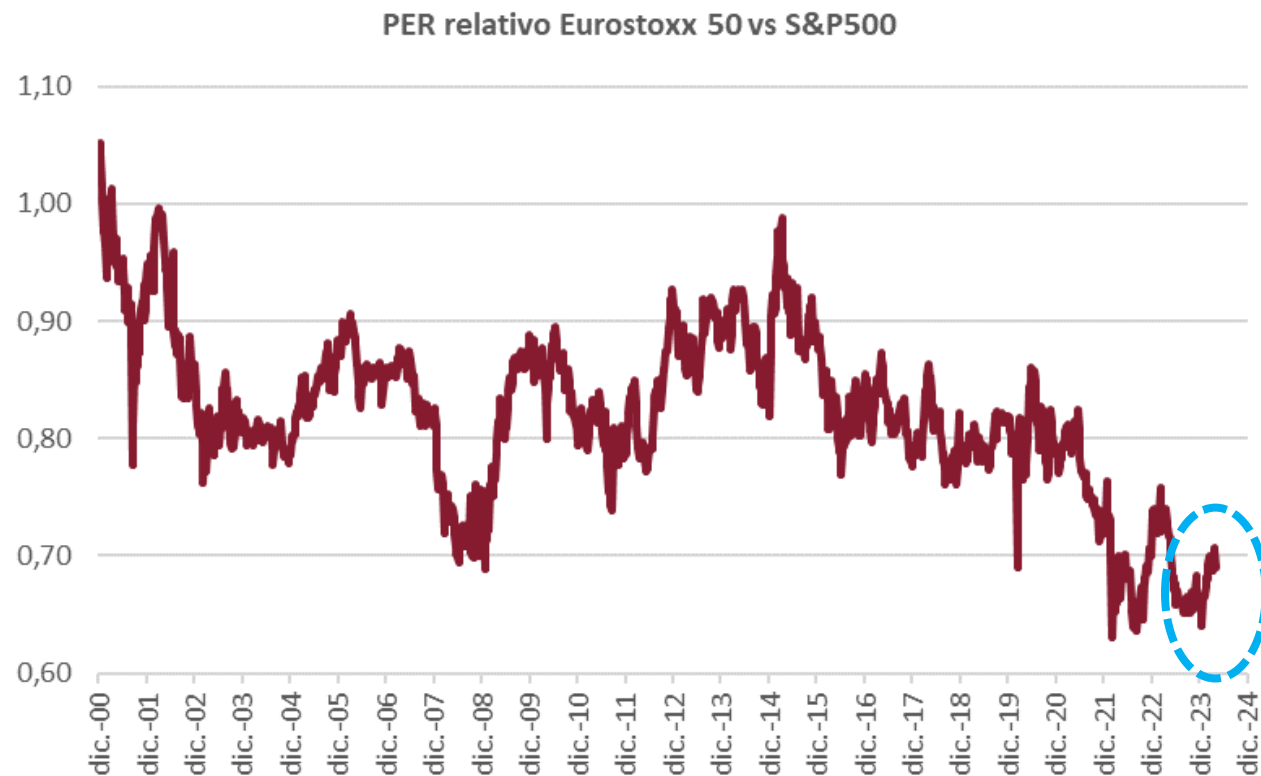
CRE (Commercial Real Estate): muro de vencimientos de deuda



Elevados vencimientos de deuda en 2024 tras las extensiones de 2023.

Fuente: MBA. Goldman Sachs Global Investment Research

Europa comienza a cerrar su descuento vs EEUU...



Fuente: Factset y elaboración propia

Valoración relativa:
Europa está en los niveles más baratos
vs EEUU
de más de 20 años

Eurostoxx cotiza **actualmente con un descuento en PER del 30%** vs S&P, lo que compara con una **media histórica del 18%**

La **mejora de las expectativas cíclicas y el inicio de bajadas de tipos del BCE en junio** podrían contribuir a **moderar este descuento.**

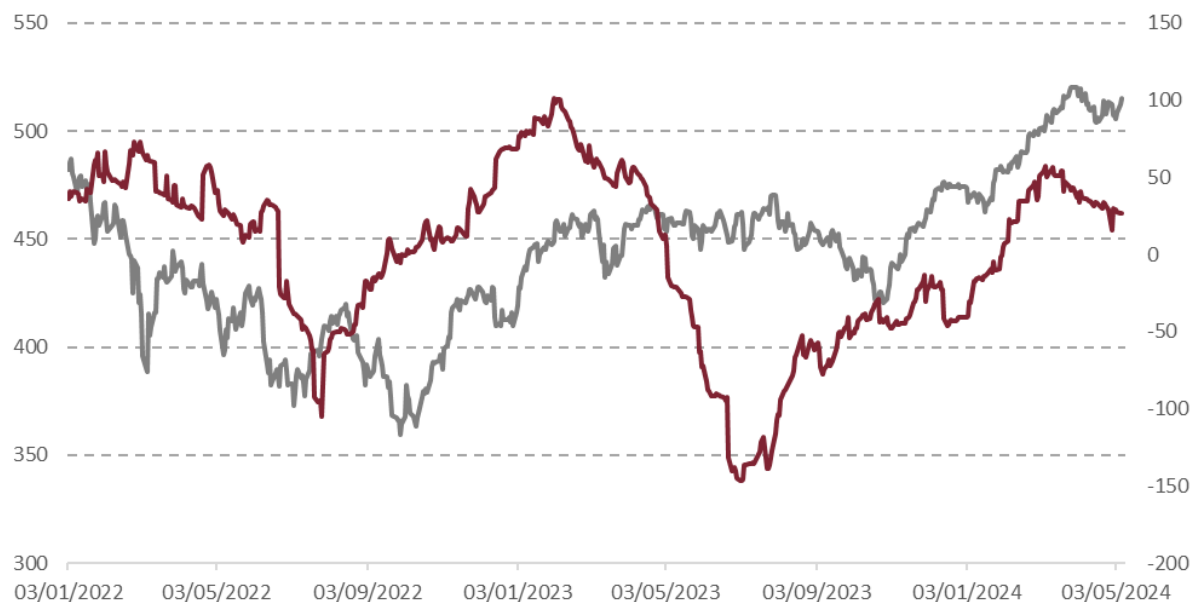
...lo que podría continuar si el ciclo europeo se acelera

La **aceleración de los PMIs europeos**, en contraposición a la **desaceleración de los PMIs americanos**, **podría apoyar un mejor comportamiento relativo de las bolsas europeas**.



Estabilización de expectativas cíclicas en Europa vs moderación en EE.UU.

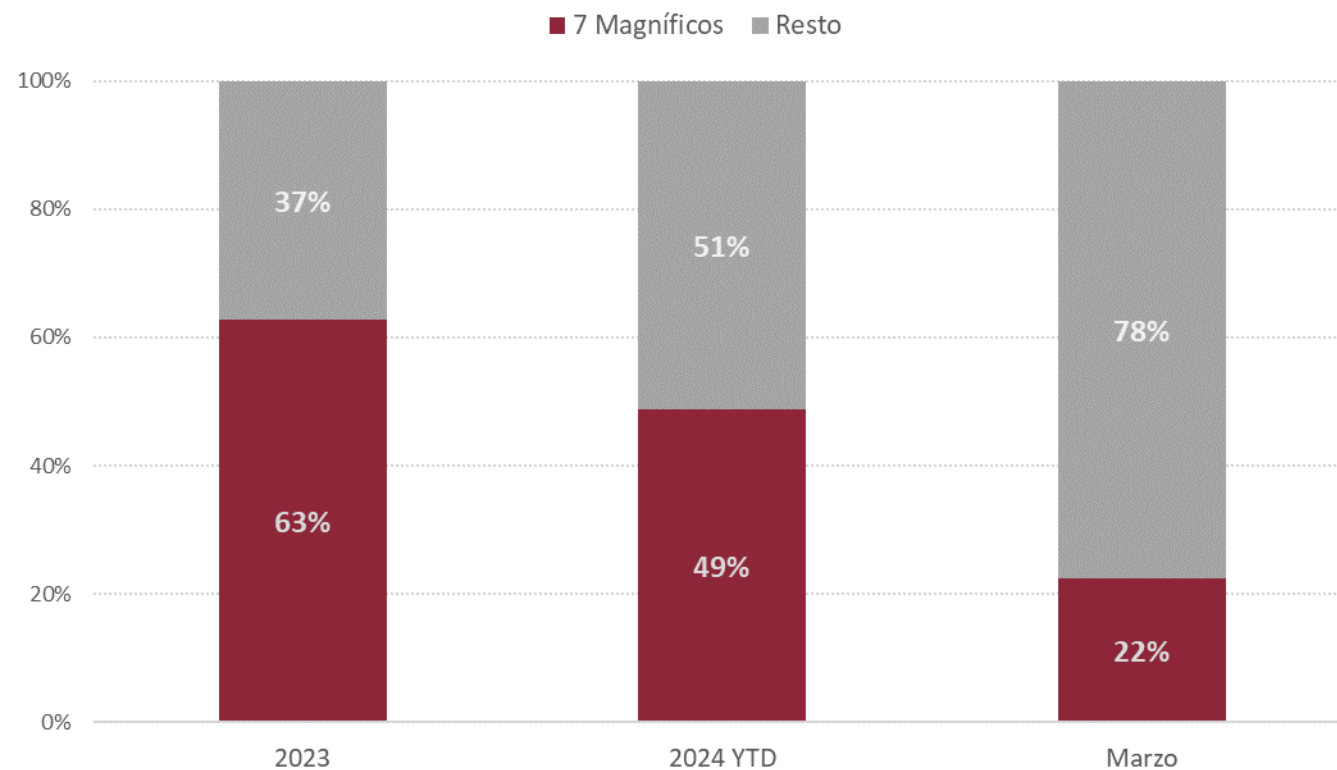
EURO STOXX Index vs. **CESI EUROZONA**



S&P 500 Index vs. **CESI EEUU**



En positivo, la concentración de las subidas bursátiles se va reduciendo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

De las subidas del **S&P 500**, los **7 Magníficos** suponen:

- un 63% del total en 2023
- un 49% 2024 YTD
- un 22% en marzo

Renta Fija, buena alternativa en términos relativos a Renta Variable en EE.UU., no tanto en Europa

Rentabilidades Renta Fija vs Renta Variable

	Renta Fija Corto Plazo	Renta Fija Largo Plazo	Renta Variable
EE.UU.	4,8%	4,5%	4,7%
Europa	2,9%	2,5%	6,8%
España	3,1%	3,3%	9,0%

Fuente: Bloomberg, Factset y elaboración propia

Rentabilidades medidas como:

- Renta Fija Corto Plazo (TIRes 2 años)
- Renta Fija Largo Plazo (TIRes 10 años)
- Earnings Yield (Rentabilidad de los beneficios empresariales medida como la inversa del PER)

En valoraciones relativas a la Renta Fija:

Bolsas Europa y España atractivas

Bolsas EE.UU. neutrales

Oro toca nuevos máximos históricos...



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Apoyos:

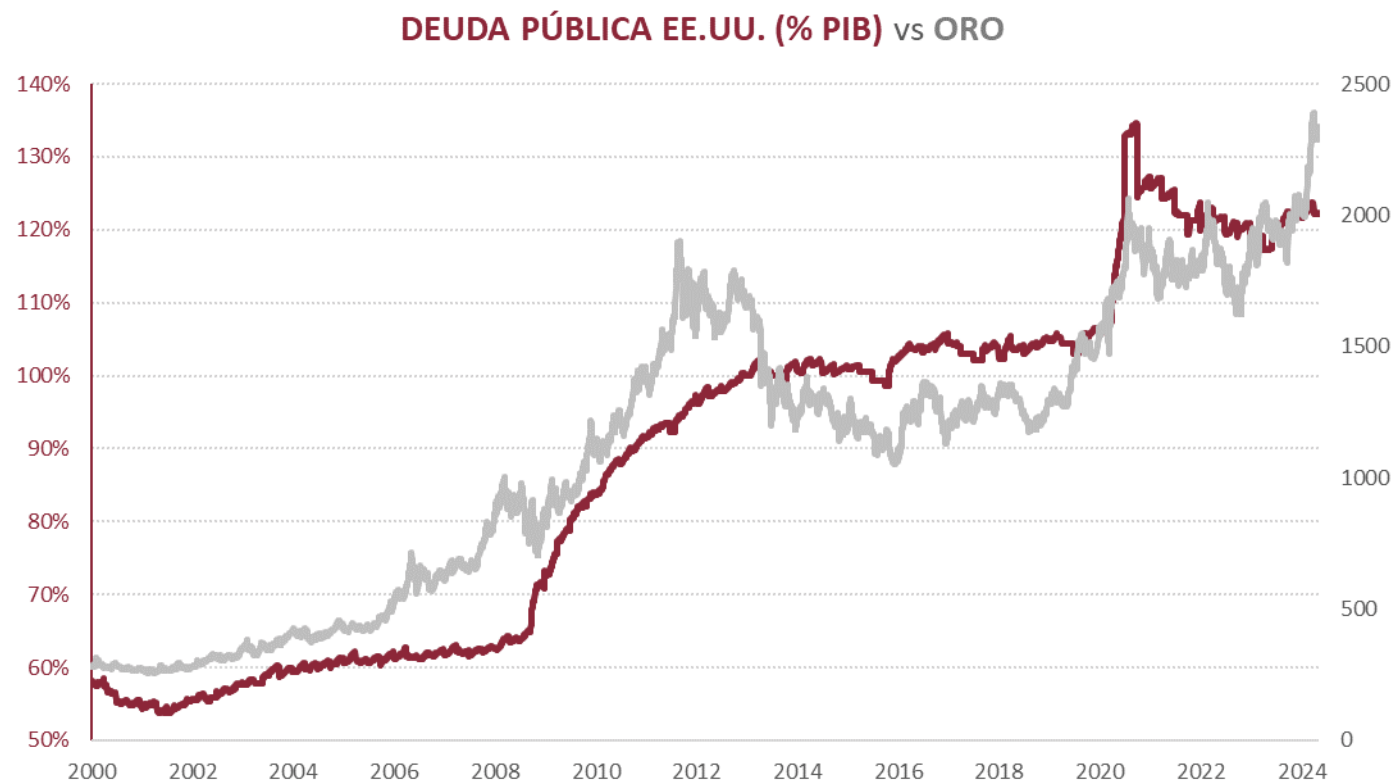
1. **Calidad de activo refugio** en el actual contexto geopolítico.
2. **Compras de bancos centrales.**
3. **Fin de subidas de tipos.**

...apoyado también por la insostenibilidad de la deuda

El temor a la insostenibilidad de los niveles de deuda impulsa al oro.

Desde finales de 2023, la **deuda EE.UU. ha estado creciendo a un ritmo histórico** de 1 bln usd cada 100 días.

Una **tendencia que es previsible que se mantenga**, sirviendo de apoyo al oro.



Asset Allocation

Renta fija. Una buena fuente de rentabilidad.

- **Deuda Pública:** duraciones cortas atractivas (3% en Europa, 5% en EE.UU.). Sin prisa por alargar duraciones.
- **Crédito:** spreads en niveles muy bajos, enfocarse en *Investment Grade*, más protegida que el *High Yield*. La calidad crediticia es clave.

Renta Variable.

- **El mercado podría ofrecer mejores puntos de entrada ante la materialización de algunos riesgos.**
Riesgos: 1) Ajuste adicional en descuento de bajada de tipos (vigilar datos de inflación), 2) Riesgos geopolíticos con implicaciones alcistas en inflación. Atención a conflicto en Oriente Medio, Mar Rojo, "economía de guerra", 3) No recuperación de la economía europea / desaceleración excesiva de EE.UU., 4) Riesgo CRE (*Commercial Real Estate*): elevados vencimientos de deuda en 2024.
Apoyos: 1) Valoraciones razonables (España, Europa y S&P 493, ex "7 magníficos"), 2) Mejora de perspectivas cíclicas; 3) Bajadas de tipos de intervención, 4) Elevada rentabilidad por dividendo.
- **Necesidad de que las subidas se amplíen a un mayor número de valores** (elevada concentración de las subidas 2023 y YTD) para dar sostenibilidad a los avances.
- Invertir en: sólidos balances, atractivas y sostenibles RPD (**Cartera R4 Dividendo +25% en 2023**), márgenes elevados y estables.
- Precaución con elevado apalancamiento, salvo en compañías de calidad con capacidad para reducir deuda.

Divisas. Esperamos **progresiva depreciación del USD** hacia la zona de **1,10-1,15 vs euro a medio plazo**, aunque en el corto plazo se mantendría fuerte (otros bancos centrales adelantan a la Fed en el inicio de bajadas de tipos + calidad de activo refugio).

Materias primas. Oro, ganador en el entorno actual.

DISCLAIMER

1. Información objetiva

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/reanalisis/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, 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), Revenga Smart Solutions, Unicaja e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene contrato como asesor registrado con Gigas y de análisis esponsorizado con Amper, Azkoyen, Clerhp Estructuras, DIA, Inmobiliaria del Sur, Nextll, Revenga Smart Solutions y Tubos Reunidos, 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 (Ibex35) 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 (Ibex35) 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/reanalisis/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 (vii) el porcentaje 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.