



Junio de 2022

# CIO Insights



Mantenerse firmes

Actualización de las perspectivas económicas y de inversión



# Índice

---

01	Carta a los inversores	p.2
02	Cuatro riesgos a los que estar atentos	p.4
03	Actualización macroeconómica y de las clases de activos	p.5
04	Temas de inversión clave	p.18
05	Hipótesis sobre los mercados de capitales a largo plazo	p.21

---

## Carta a los inversores



Christian Nolting  
Global CIO

# Mantenerse firmes

Los mercados financieros responden a los ánimos de los inversores, pero estos ánimos siempre reflejan una lógica subyacente. Entender esta lógica es especialmente importante en momentos de gran incertidumbre.

No estamos más que a la mitad del 2022, y éste ha sido ya un año memorable en lo que se refiere a geopolítica, macroeconomía y cambios de política monetaria. Como observó Shakespeare en su famosa cita: «Cuando llegan las penas, no lo hacen como espías individuales, sino como batallones». La incertidumbre sigue siendo elevada en muchos aspectos, entre ellos, los niveles futuros de inflación, los problemas de suministro mundiales, el crecimiento económico, las respuestas de las políticas monetarias y, algo importante, el coronavirus.

Como siempre, los mercados reflejan una serie de hipótesis sobre lo que sucederá a continuación. Estas hipótesis, por supuesto, podrían cambiar en el futuro. Así, por ejemplo, es posible que los mercados empiecen a prever que los tipos no subirán de forma tan agresiva como se anticipa en estos momentos, lo que tendrá numerosas repercusiones sobre el interés relativo de las distintas clases de activos. Asimismo, es importante recordar que los precios del mercado representan una visión compuesta de numerosos riesgos, no una simple evaluación de un único problema.

¿Qué conclusiones podemos sacar de esto para la gestión de las carteras?

En primer lugar, que una gran incertidumbre no significa que podamos aplazar las decisiones de cartera. Tal vez sea difícil pronosticar el futuro, pero el mercado trata continuamente de preverlo, y las carteras deben asumir estos cambios en las expectativas del mercado.

En segundo lugar, que es muy importante ver más allá de los titulares. Si los mercados descuentan en sus precios un entorno complejo, conviene tratar de entender los distintos factores que contribuyen al mismo. No obstante, como parte de esta evaluación más pormenorizada, debemos examinar los motores de los precios tanto a largo como a corto plazo.

Creo que también podemos tener una confianza razonable en determinados parámetros. Por lo tanto, si bien las expectativas sobre los niveles futuros de los tipos de interés sin duda volverán a cambiar, parece que la era de los tipos nominales ultrabajos ha quedado atrás, aunque todavía es pronto para hablar de una «normalización» de las políticas monetarias. Unos tipos más altos nos harán reevaluar el interés relativo de las distintas clases de activos. Ahora que vuelve a haber «rentas», la renta fija podría ser más interesante como clase de activo, pese a la posibilidad de que las tasas de impago aumenten a partir de los bajísimos niveles actuales. Esto, a su vez, podría diluir el argumento de que «no hay alternativa» para la renta variable, aunque no lo elimina del todo. En general, las valoraciones bursátiles siguen siendo atractivas, los beneficios empresariales parecen sólidos y nuestras previsiones incluyen ganancias a 12 meses, si bien mientras tanto habrá volatilidad.

En un análisis más detallado, las hipótesis sobre las subidas de tipos de interés tendrán un impacto dentro de las clases de activos, por ejemplo, en el atractivo relativo de los distintos estilos y sectores de renta variable, como se ha observado con la rentabilidad de las acciones de «crecimiento» y de «valor» en los últimos meses. Hará falta centrarse constantemente en la gestión de riesgos inmediata. No obstante, con respecto a la segunda conclusión anteriormente comentada, siguesiendo importante mantener la disciplina, mirar más allá de los movimientos inmediatos del mercado y mantenerse firmes con los objetivos a largo plazo, la asignación de activos y los temas de inversión.

Por supuesto, prever el futuro no consiste meramente en extrapolar el pasado. La economía mundial podría ser muy distinta dentro de 12 meses. Sin embargo, creo que debemos partir de la base de que el entorno macroeconómico y de inversión seguirá siendo potencialmente muy frágil. La recuperación no será fácil e, incluso con las hipótesis más optimistas (por ejemplo, la reapertura de la economía China), ciertos problemas como los de las cadenas de suministro tardarán en resolverse. Sigo asimismo encontrando muy preocupantes las tensiones sociales y humanitarias que se están produciendo en muchos países como consecuencia de la pandemia, la inflación o la interrupción de los suministros de alimentos de Ucrania; estas tensiones podrían empeorar aún antes de empezar a mejorar.

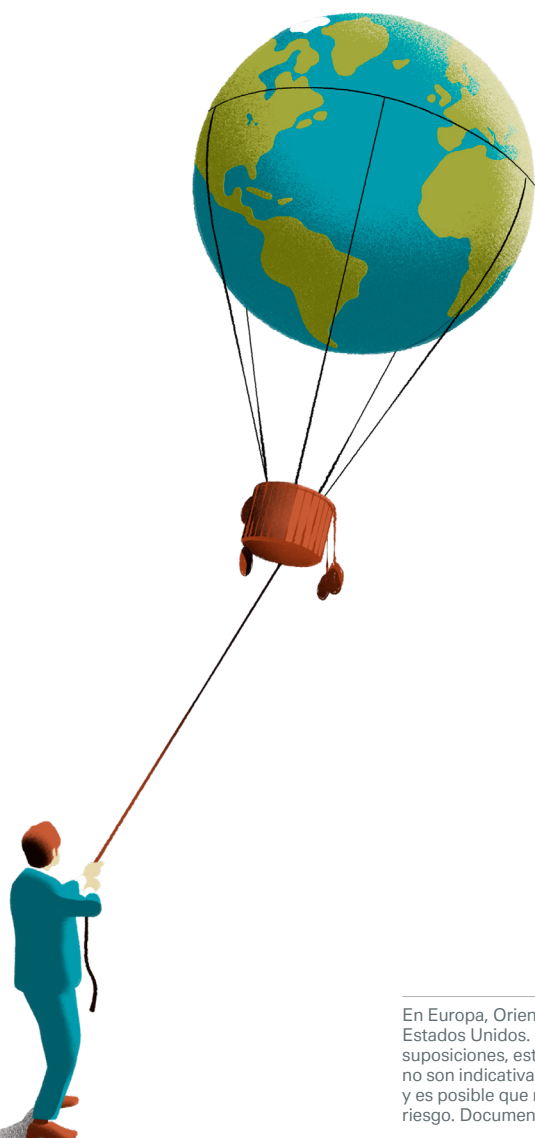
No obstante, creo que las principales conclusiones mencionadas siguen siendo válidas: no aplazar las decisiones de cartera, utilizar debidamente las estrategias de gestión de riesgos, y mantenerse firmes con los objetivos a largo plazo. Esta es la mejor manera de capear la segunda mitad del 2022 y más allá. Como siempre, estaremos encantados de guiarles.

Christian Nolting

Christian Nolting  
Global CIO



Utilice el código QR para acceder a una selección de otros informes CIO de Deutsche Bank CIO ([www.deutschewealth.com](http://www.deutschewealth.com)).



# 02

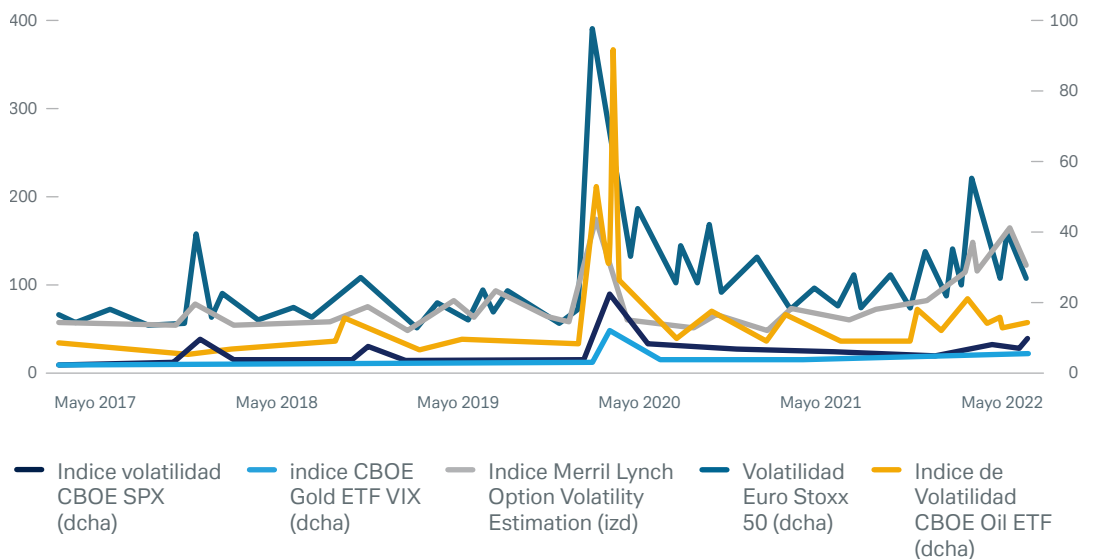
## Cuatro riesgos a los que estar atentos

**El conflicto entre Rusia y Ucrania.** Sin que se atisbe una resolución del conflicto, la decisión de los países occidentales de reducir las importaciones de energía rusas ha provocado ya un aumento de los precios de la energía. Puesto que es imposible realizar una transición inmediata a las energías renovables, la necesidad de asegurar ciertos suministros significa que deben reponerse las existencias de petróleo y gas, lo que ha hecho subir los precios y podría mantenerlos elevados. Por otra parte, el bloqueo de Rusia a las exportaciones agrícolas de Ucrania (uno de los mayores exportadores mundiales de trigo y maíz) ha provocado una brusca alza de los precios de los alimentos mundiales. Es de prever que haya más sanciones de los países occidentales y represalias, lo que intensificaría aún más las presiones inflacionistas.

**Inflación y desaceleración económica brusca.** La respuesta de los bancos centrales ante la elevada inflación ha suscitado preocupaciones de unas rápidas subidas de tipos y desaceleraciones económicas bruscas, lo que ha contribuido considerablemente a la volatilidad del mercado (figura 1).

Figura 1: turbulencia en los mercados - volatilidad 2017-2022

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos del 31 de mayo de 2022.



**Las elecciones estadounidenses de mediados de legislatura.** Las políticas fiscales y económicas adoptadas frente a la inflación también son un tema destacado en anticipación de las elecciones. De momento, a los demócratas les está costando adoptar sus políticas previstas y un revés electoral reduciría aún más el margen de maniobra del gobierno de Biden.

**China y el crecimiento mundial.** Puesto que la producción económica de China es crucial para el crecimiento mundial, la política dinámica de COVID cero del país no solo ha afectado al consumo interno (en uno de los principales mercados del mundo), sino que también ha prolongado o agravado los problemas de las cadenas de suministro internacionales. Parece que se están retirando parcialmente algunas restricciones, y con señales sobre una política económica más pragmática, pero los mercados financieros seguirán muy atentos al plan de desescalada de las restricciones en el país. Una reapertura podría impulsar la demanda de energía y estimular la economía, acelerando así la recuperación económica mundial. No obstante, si el crecimiento chino repunta como se prevé en el 2.º semestre, esto podría provocar nuevos aumentos de los precios de la energía.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que ninguna previsión u objetivo vayan a alcanzarse. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Documento redactado en junio de 2022.

# 03














## Actualización macroeconómica y de las clases de activos

### Macroeconomía

Las perspectivas macroeconómicas para 2022 se han deteriorado desde principios de año. Los precios mundiales de la energía, ya elevados, se han encarecido aún más debido a la guerra entre Rusia y Ucrania. El consumo de los hogares se ha visto afectado tanto por esto como por un incremento de la inflación en general, especialmente de los precios de los alimentos. Al mismo tiempo, las empresas están aplazando sus inversiones a causa de la incertidumbre macroeconómica. Por consiguiente, hemos reducido nuestras previsiones de crecimiento del PIB para 2022 al 2,9% para Estados Unidos y al 2,8% para la zona euro (figura 2). Esta última, en particular, corre el riesgo de caer en recesión técnica si las importaciones de gas natural de Rusia se detienen próximamente.

Figura 2: previsiones de crecimiento del PIB para 2022 y 2023 (%)

Fuente: Deutsche Bank AG. Previsiones del 12 de mayo de 2022.

	2022	2023
 EE.UU.*	2,9	2,2
 Eurozona	2,8	2,2
 Alemania	2,7	3,2
 Francia	3,0	1,7
 Italia	2,6	1,7
 España	4,7	3,0
 RU	3,9	1,0
 Japón	2,0	1,8
 China	4,5	4,8
 India	7,5	6,3
 Brasil	0,5	1,5
 Rusia	-10,0	-1,0
 Mundo	3,3	3,3

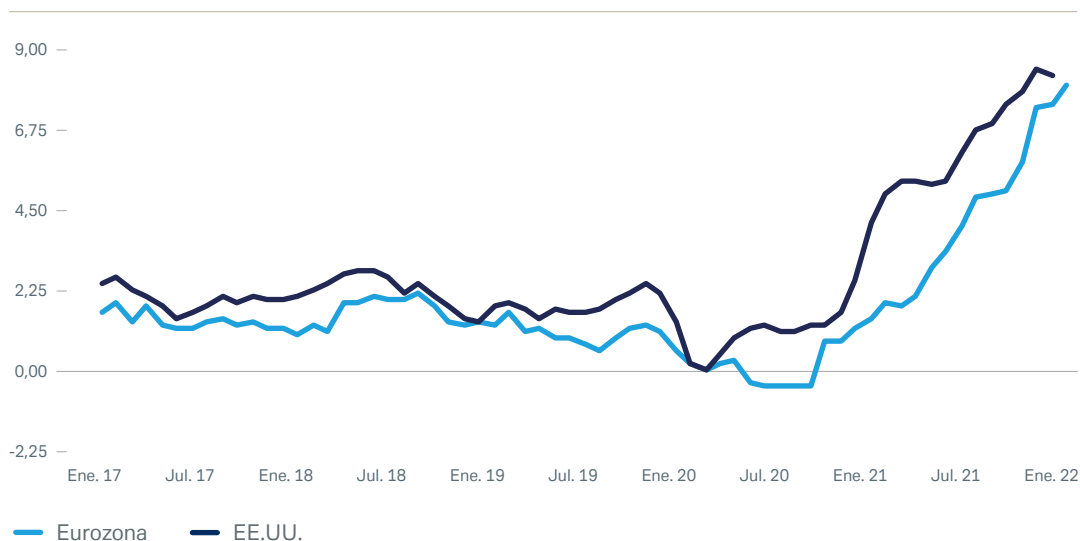
En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que ninguna previsión u objetivo vayan a alcanzarse. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Documento redactado en junio de 2022.

\*La previsión de crecimiento del PIB de EE.UU. de 4T a 4T % es del 2,3 % en 2022 y del 1,8% en 2023. \*La medición de la inflación es el PCE [deflactor del consumo privado] subyacente de diciembre a diciembre; la media es del 3,8% en 2022 y del 2,4% en 2023; la previsión del PCE global (diciembre a diciembre) es del 3,9% en 2022 y del 2,5% en 2023; la media es del 5,4% en 2022 y del 2,9% en 2023.

China seguramente seguirá lastrando el crecimiento, a escala mundial y en otros mercados emergentes, debido a sus confinamientos aún estrictos por la COVID y un mercado inmobiliario débil. Si bien prevemos cierta reapertura, nuestro pronóstico de crecimiento del PIB chino es de solo el 4,5% este año, bastante menos que el objetivo oficial.

Figura 3: tasas de inflación de EE.UU. y la zona euro

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos del 31 de mayo de 2022.



La inflación tal vez ya haya tocado techo en Estados Unidos, pero es probable que aún repunte en la zona euro por una materialización posterior de los efectos base. (La figura 3 muestra las tasas históricas en ambas regiones). No obstante, las tensiones provocadas por las alzas de precios de la energía deberían de moderarse en el 2.º semestre de 2022. Es de prever que la recuperación se vea respaldada por la liberación de la demanda acumulada al aflojar la pandemia, el alivio de los problemas de las cadenas de suministro y los estímulos fiscales, especialmente en los países europeos. En 2023, el crecimiento del PIB podría ser algo más bajo, de solo algo más del 2% tanto en la zona euro como en EE.UU., debido a una política monetaria no tan expansiva; sin embargo, se prevé que la inflación disminuya considerablemente con respecto a sus elevados niveles actuales.

## Macroeconomía

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- En el frente macroeconómico, dificultades para los sectores cíclicos y sensibles a los tipos.
- El repunte económico podría alentar una recuperación de los valores cíclicos a medida que avanza el año.
- La incertidumbre macroeconómica suscita volatilidad en los mercados.



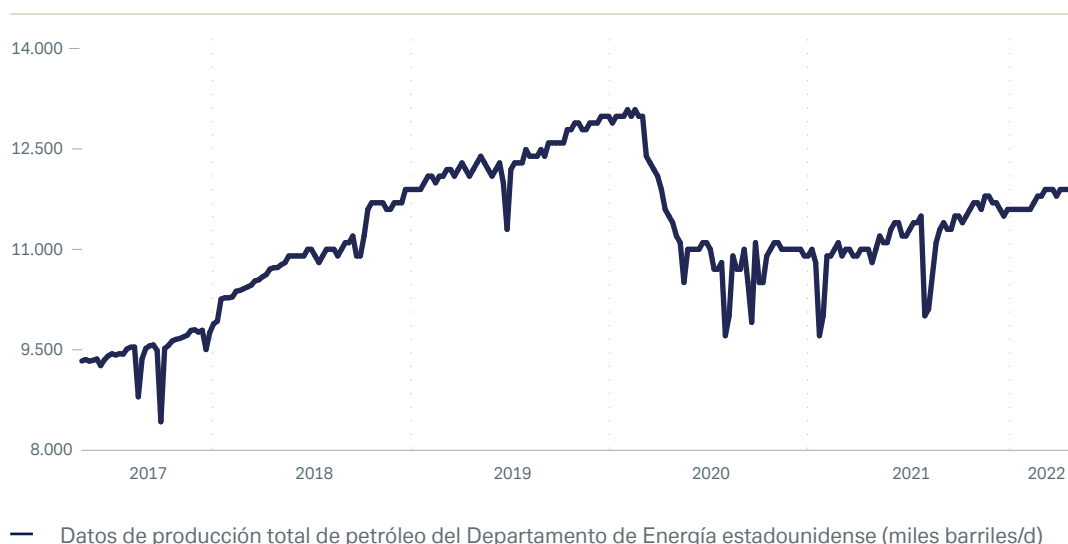
## Materias primas

**Crudo:** Pese a que los confinamientos en China (el mayor importador mundial de petróleo) están frenando la demanda de esta materia prima, el precio del petróleo se ha mantenido por encima de 100 USD/barril. Con la desescalada de las restricciones, prevemos que la demanda china se recupere rápidamente, en particular dados los probables estímulos económicos.

Al mismo tiempo, se prevé que se mantengan las restricciones a los suministros rusos y parece improbable que aumente la oferta mundial. La continua disciplina en la producción en EE.UU. significa que probablemente se produzca únicamente un aumento limitado de la producción estadounidense en los próximos 12 meses, y la producción permanece por debajo de los niveles anteriores a la COVID (figura 4). La producción de la OPEP+ no ha alcanzado sus propios objetivos. La reducción de la inversión de los últimos años ha limitado la capacidad en algunos de los países más pequeños de la OPEP+, lo que impide que el bloque pueda ampliar sustancialmente su capacidad. Por consiguiente, prevemos que las existencias de la OCDE tarden un tiempo en recuperarse hasta los niveles previos a la pandemia.

Figura 4: la producción de petróleo de EE.UU. decepciona

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos del 3 de junio de 2022.



**Metales industriales:** dada la enorme importancia de China –representa más del 50% de la demanda mundial de la mayoría de metales industriales–, prevemos que los metales básicos se vean respaldados cuando la economía china se reactive. Los elevados costes de la energía ya son un argumento a favor de la descarbonización, lo que mejora las perspectivas de los metales industriales necesarios para producir las tecnologías futuras.

**Oro:** el aumento de los tipos reales es un revés para el oro. No obstante, creemos que el mercado ya está descontando un máximo endurecimiento en lo que se refiere a las perspectivas de los tipos de interés. Es posible que las características de cobertura del oro pasen también a un primer plano. Puesto que el mercado seguramente se mantendrá volátil a causa de las preocupaciones sobre la inflación, de recesión o la geopolítica, creemos que el oro debería seguir contando con una buena demanda de los inversores. La figura 5 muestra nuestras previsiones de materias primas para finales de junio de 2023.

## Pocas perspectivas de un aumento notable de la producción mundial de petróleo

Figura 5: Previsiones de las materias primas para finales de junio de 2023

Fuente: Deutsche Bank AG. Previsiones del 12 de mayo de 2022.



## Materias primas

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- La débil respuesta de la oferta y unas existencias escasas mantendrán los precios del petróleo elevados.
- La recuperación de la demanda china y la descarbonización favorecerán los metales como el cobre.
- La demanda de refugio en un entorno de mercados volátiles impulsará seguramente la cotización del oro.

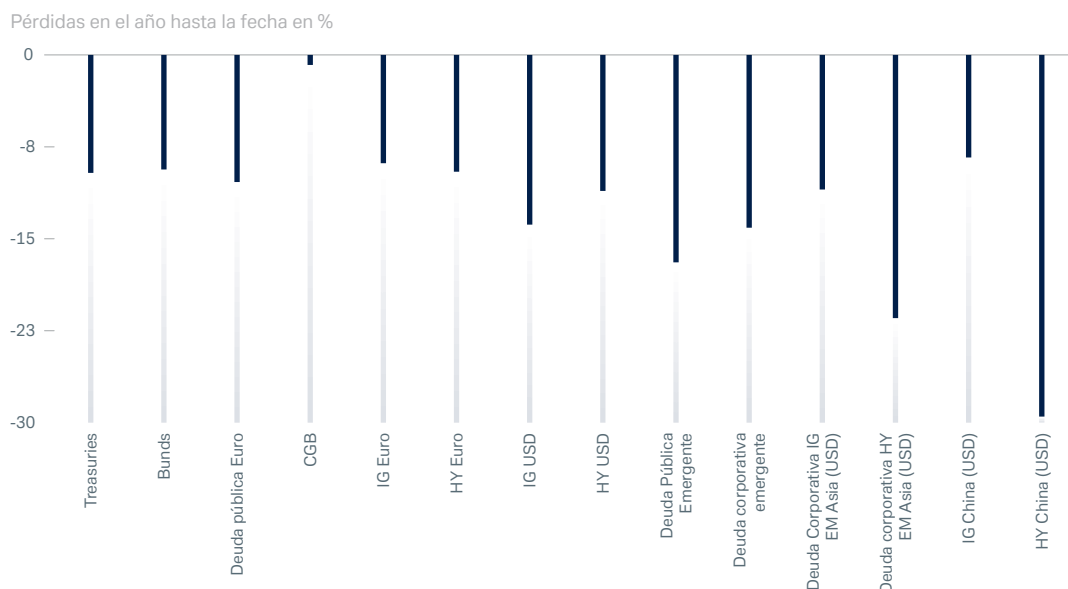
## Renta fija

La **deuda pública** de los mercados desarrollados ha tenido una trayectoria agitada este año. La volatilidad ha seguido repuntando y, si bien los rendimientos han subido en conjunto en EE.UU. y la zona euro, ha habido períodos en que han caído bruscamente a causa de los temores sobre la economía. La deuda pública ha generado rentabilidades reales negativas para todos los vencimientos. La figura 6 muestra las pérdidas en lo que va de año.

Tras un comienzo accidentado del año, la renta fija debería volver a ser interesante para los inversores a medida que los rendimientos absolutos vuelvan a niveles atractivos.

Figura 6: pérdidas de la renta fija: no hay donde refugiarse de las rentabilidades negativas

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos del 10 de junio de 2022.



Es posible que la mayor parte de la subida de los rendimientos ya se haya producido. La inflación podría haber tocado techo en EE.UU. y la ralentización del crecimiento del PIB también debería de aliviar un poco la presión sobre los responsables del banco central. Los niveles absolutos de rentabilidad han vuelto a un rango en el que los inversores volverán a plantearse invertir en renta fija como una clase de activos generadora de rentas. No obstante, el endurecimiento de las políticas monetarias afectará los niveles de rendimiento de la deuda pública en adelante, especialmente en el tramo corto de la curva. En particular, un factor clave en el resto del año para la deuda pública estadounidense podría ser la reducción del balance de la Fed.

Los tipos nominales de la deuda pública parecen estar acercándose a su máximo de este ciclo. Preveamos que los rendimientos reales suban moderadamente a partir de los niveles actuales, ya que no anticipamos que las expectativas de inflación aumenten para el horizonte previsto.

## Deuda pública

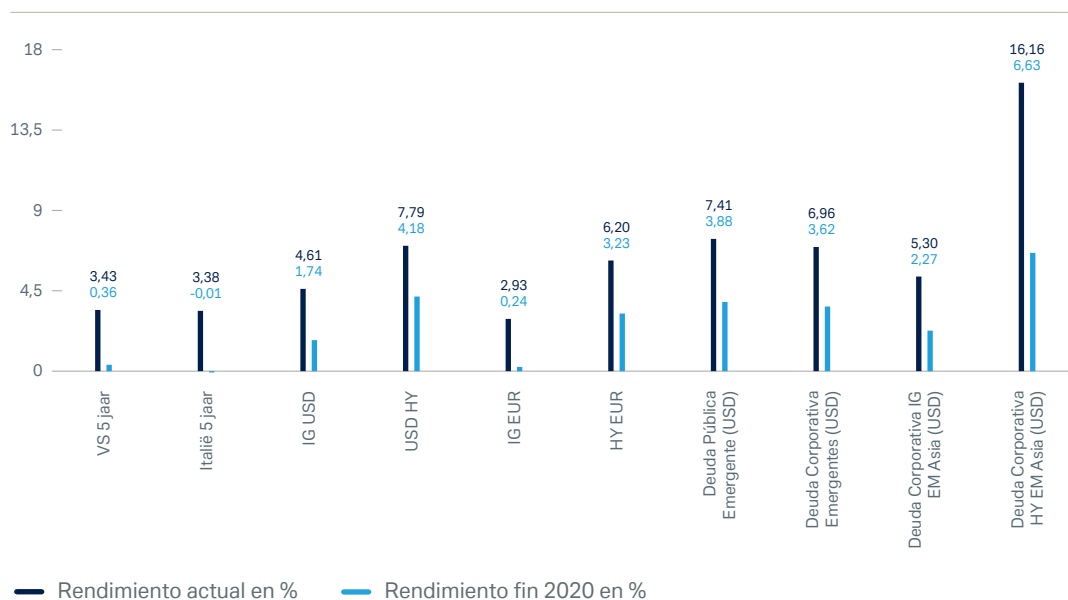
Implicaciones para el mercado y las carteras:

- La deuda pública (especialmente en el tramo largo de la curva) ganará atractivo desde una perspectiva de rentabilidad - riesgo.
- No preveamos una recesión, por lo que es probable que la curva de tipos mantenga una ligera inclinación al alza.
- Se prevé que los rendimientos reales suban y permanezcan positivos en EE.UU.

En el **mercado de crédito** estadounidense, aunque hay indicios de que las mejoras de los balances tras la pandemia han tocado techo, se mantiene una buena capacidad de servicio de la deuda: la tasa mediana de cobertura de intereses tanto de los emisores de calificación investment grade (IG) como high yield (HY) está en máximos de más de 20 años. Como los mercados están anticipando una política monetaria agresiva de la Reserva Federal estadounidense (Fed), creemos que los diferenciales ya reflejan unos riesgos sustanciales de los tipos de interés. La mejora de los fundamentos económicos –con respecto a sus niveles prepandemia– vuelve a estar en el foco de los inversores, por lo que los diferenciales de la deuda IG se han estrechado y prevemos que permanezcan moderados. No obstante, la deuda HY seguramente se mantendrá volátil, debido a las inquietudes de los inversores sobre la capacidad de la Fed de facilitar un aterrizaje suave, y porque los vencimientos más cortos de este segmento conllevan más refinanciaciones a unos tipos elevados. Además, la rentabilidad del crédito presenta una alta correlación con los mercados de renta variable, y estos se verán afectados por los temores de recesión y las subidas de tipos, que debilitan el argumento mantenido desde hace tiempo de que «no hay alternativa».

Figura 7: rendimientos de la renta fija

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos del 10 de junio de 2022.



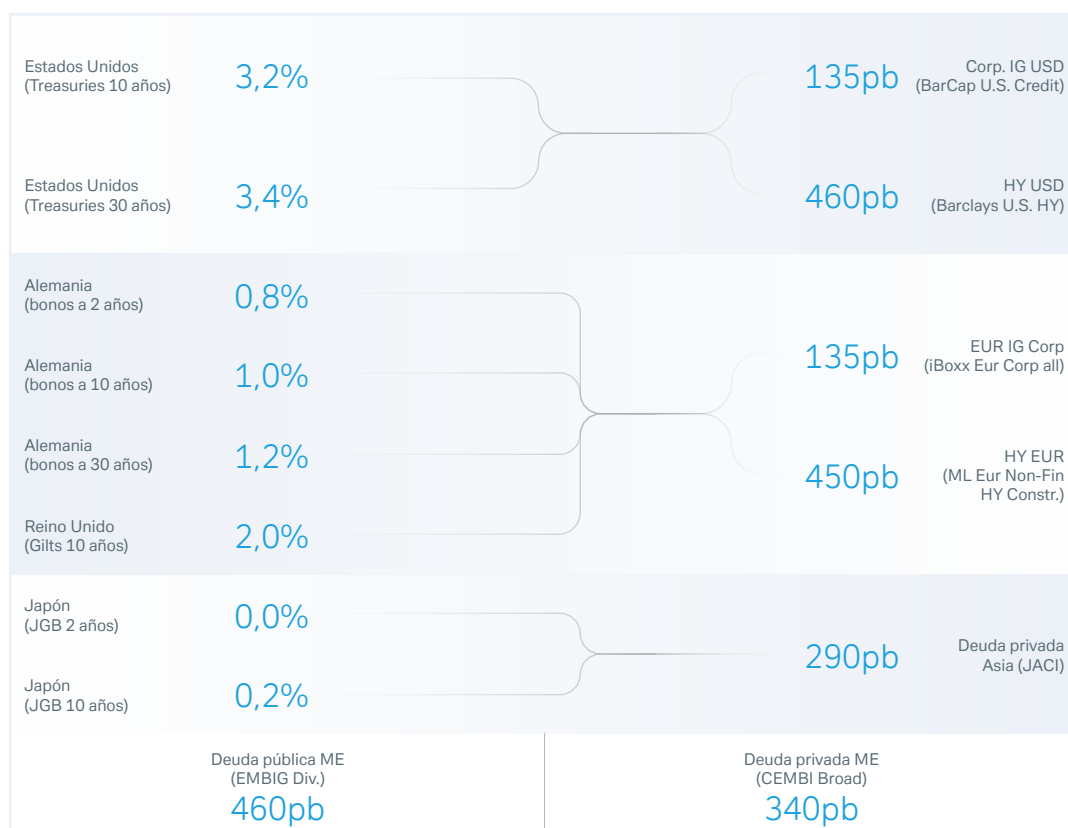
La deuda privada en EUR se mantiene fundamentalmente sólida: la capacidad de servicio de la deuda está en máximos históricos y los saldos de efectivo son elevados. Por supuesto, el fin previsto del programa de compras de activos del BCE eliminará un factor de apoyo primordial para la deuda IG en EUR, y el deterioro del entorno técnico y geopolítico es desfavorable para el mercado HY en EUR. No obstante, en general, los ajustes recientes de los diferenciales apuntan a una mejora futura de la situación.

Las perspectivas de la deuda corporativa de los mercados emergentes se ven enturbiadas por los acontecimientos geopolíticos y las subidas de tipos en los mercados desarrollados. No obstante, el encarecimiento de las materias primas y la mejora de los fundamentos económicos y empresariales lo compensan en buena medida. Aunque seguramente habrá riesgos específicos de algunos países (como los relativos al sector inmobiliario chino), la gran diversificación de esta clase de activos debería permitir contener los riesgos y mantener los diferenciales estables. La figura 7 muestra una comparación de los rendimientos de las distintas subclases de activo de renta fija con los que había a finales del 2020.

Se mantiene una buena capacidad de servicio de la deuda en los mercados de crédito estadounidense y de la zona euro, y los diferenciales de los mercados emergentes deberían permanecer estables.

Figura 8: previsiones para la renta fija para finales de junio de 2023

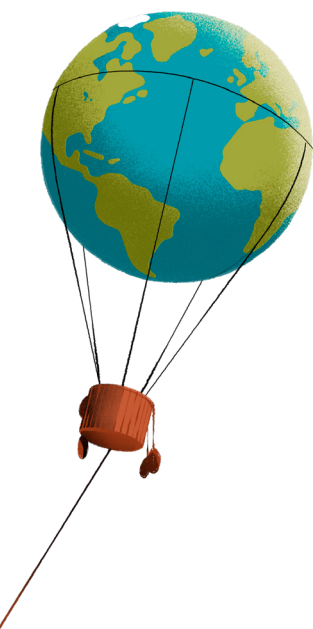
Fuente: Deutsche Bank AG. Previsiones del 12 de mayo de 2022.



## Deuda corporativa

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- Los bonos investment grade se han revalorizado y siguen siendo un componente crucial de la cartera.
- Los riesgos de la deuda high yield deberían verse recompensados si se evita una recesión, tal y como prevemos.
- El encarecimiento de las materias primas y los fundamentos económicos y empresariales compensan en buena medida las inquietudes sobre los mercados emergentes.



## Divisas

Debido a la volatilidad de los mercados y la incertidumbre geopolítica, el USD sigue gozando de una buena demanda de los inversores como activo refugio. Las subidas de tipos previstas por la Fed comparadas con las del Banco Central Europeo (BCE) son otro factor favorable.

No obstante, aunque a corto plazo debería mantenerse la demanda del USD, éste podría depreciarse a medio plazo dado que la trayectoria de la política monetaria de Estados Unidos está ya ampliamente descontada. También es posible que la política monetaria de la zona euro sea más restrictiva de lo que se anticipa actualmente, especialmente en 2023. Por consiguiente, nuestra previsión del tipo de cambio EUR/USD para finales de junio de 2023 es de 1,10.

La ampliación de los diferenciales de tipos de interés entre Japón y EE.UU. hizo caer el JPY a un mínimo de 20 años a principios de mayo. Para finales de junio de 2023, prevemos que el yen se haya apreciado ligeramente hasta un tipo USD/ JPY de 125.

El continuo incremento de las tasas de inflación, junto con un crecimiento económico que se está desacelerando, está generando dificultades para la GBP e inquietudes para el Banco de Inglaterra. Las expectativas del mercado sobre las subidas de tipos en el Reino Unido podrían resultar ser demasiado elevadas. Prevedemos que el tipo de cambio GBP/USD se sitúe en 1,20 en junio de 2023.

El diferencial de tipos entre China y EE.UU. podría ampliarse a causa de la ralentización de la economía china. No obstante, el gobierno chino adoptará seguramente estímulos fiscales para impedir que el bajón económico sea demasiado severo. Por consiguiente, prevemos que el CNY se sitúe en torno a los niveles actuales del USD/CNY de 6,75 en junio de 2023. Nuestras previsiones para los principales pares de divisas a finales de junio de 2023 se resumen en la figura 9.

### Figura 9: Previsiones sobre divisas para finales de junio de 2023

Fuente: Deutsche Bank AG. Previsiones del 12 de mayo de 2022.

EUR frente a USD	1,10
USD frente a JPY	125
EUR frente a JPY	138
EUR frente a GBP	0,92
GBP frente a USD	1,20
USD frente a CNY	6,75

## Divisas

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- La fortaleza del USD podría empezar a perder fuelle en los próximos meses.
- El potencial de endurecimiento monetario de la zona euro podría finalmente impulsar el EUR.
- El CNY podría mantenerse cerca de los niveles actuales tras la caída reciente.

## Renta variable (mercados desarrollados)

---

Los mercados mundiales de renta variable han sufrido fuertes caídas en los últimos meses, dada la aceleración del endurecimiento monetario, las fuertes subidas de las rentabilidades de la renta fija, la ralentización económica, la prolongación de la guerra entre Rusia y Ucrania y los reiterados confinamientos por la COVID en China.

La confianza de los inversores se ha deteriorado; ciertas partes de los mercados bursátiles descuentan ya una recesión y las inquietudes sobre el crecimiento económico y la inflación seguramente mantendrán una volatilidad elevada a corto plazo. La figura 10 muestra los problemas a los que se han enfrentado los valores cíclicos europeos y la figura 11 refleja las pérdidas globales registradas hasta el momento.

No obstante, a los niveles actuales, las valoraciones bursátiles globales parecen razonables, y creemos que hay un buen potencial a 12 meses, como muestra nuestra previsión de la figura 12.

Nuestro escenario base prevé que los beneficios por acción globales crezcan en torno al 4-6% en todas las regiones, alentados por el fuerte crecimiento de las ventas y unos márgenes de beneficios que aún son elevados. La mayor visibilidad sobre las subidas de tipos de los bancos centrales y el crecimiento mundial deberían ayudar a compensar las nuevas depreciaciones de las valoraciones.

Creemos que puede evitarse una recesión y mantenemos una postura neutral en las principales bolsas desarrolladas. Dicho esto, el riesgo de una continua escalada de la guerra entre Rusia y Ucrania y un posible embargo del gas ruso podría lastrar las acciones europeas durante más tiempo.

En general, al seleccionar valores en el entorno inflacionista actual, conviene considerar el poder de fijación de precios y las estructuras de costes (energía, mano de obra) y diversificar entre títulos de valor y de crecimiento a unos precios razonables, así como entre regiones.

### Renta variable de mercados desarrollados

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- Las valoraciones globales parecen razonables, con un potencial alcista atractivo a 12 meses.
- Crecimiento de los beneficios por acción globales de en torno al 4-6% en todas las regiones desarrolladas.
- Consideren el poder de fijación de precios y las estructuras de costes al seleccionar valores.

Figura 10: los valores cíclicos europeos cotizan en los niveles de recesiones anteriores

Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Datos del 10 de junio de 2022.



● PER para los 12m siguientes de las acciones cíclicas\* europeas en relación con las defensivas\*\*

\*Cíclicas: materiales, industria, consumo discrecional, energía, banca

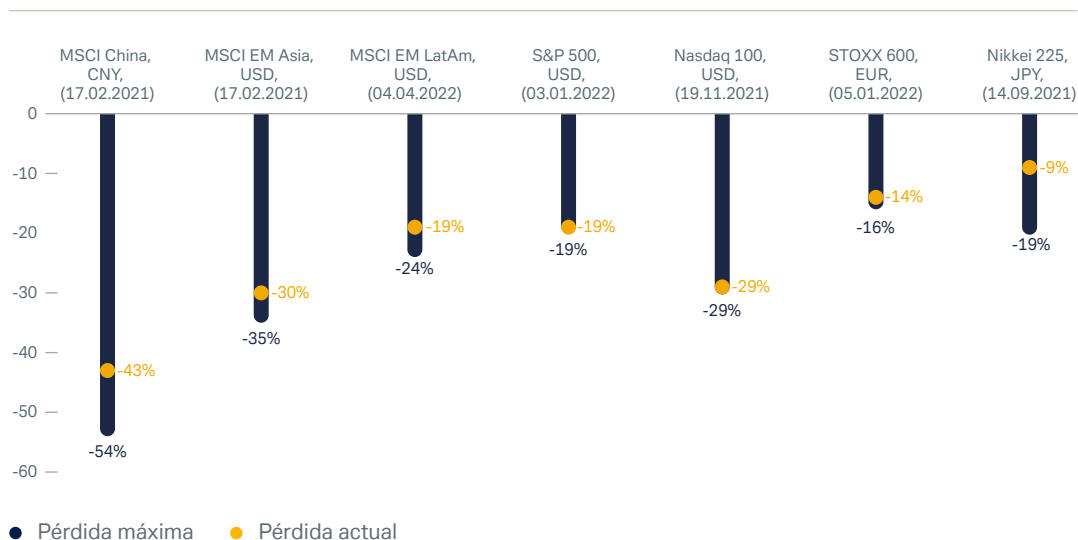
\*\*Defensivas: consumo básico, salud, suministros públicos

## Renta variable (mercados emergentes)

La renta variable china ha pasado apuros debido a la caída de la demanda interna y de la actividad económica provocada por los confinamientos, así como los temores de que EE.UU. excluya de la cotización a los certificados americanos de depósito (ADR) de empresas chinas por problemas de transparencia. Desde principios de 2022, las valoraciones medias (ratio PER a plazo en 12 meses) de las acciones H cotizadas en Hong Kong y las acciones A cotizadas en China continental han caído en torno a un 12% y un 27% respectivamente. Creemos que el MSCI China tiene potencial para recuperarse en un porcentaje de un dígito a partir de los niveles actuales en un plazo a 12 meses. Aunque el problema de los ADR chinos podría resolverse este verano, lo que mejoraría la confianza del mercado, es improbable que las acciones chinas vuelvan a atraer el interés de los inversores internacionales hasta que se ponga punto y final a los confinamientos.

Figura 11: pérdidas del mercado de renta variable desde sus máximos anteriores

Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Datos del 10 de junio de 2022.



● Pérdida máxima ● Pérdida actual

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que ninguna previsión u objetivo vayan a alcanzarse. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Documento redactado en junio de 2022.



El comercio dentro de la región debería beneficiarse de la relajación de las restricciones de la COVID en todos los países emergentes asiáticos, y todos nuestros sectores preferidos (financiero, materiales y energía) cotizan por debajo de sus valoraciones medias a 10 años; por lo tanto, creemos que el MSCI EM Asia presenta un potencial alcista notable a 12 meses.

Algunas acciones de energía y materiales de los mercados emergentes latinoamericanos ofrecen rentabilidades por dividendo elevadas, con unas medias sectoriales del 20% y el 8% respectivamente. Apostamos de forma cautelosamente constructiva por una recuperación de un dígito del MSCI EM LatAm a 12 meses. No obstante, los inversores deben considerar los factores regionales de incertidumbre política y social, así como los riesgos de depreciación de las monedas locales.

Los mercados mundiales de renta variable han sufrido fuertes caídas dado el deterioro de la confianza de los inversores, pero las valoraciones globales parecen razonables y creemos que hay un buen potencial a 12 meses.

Figura 12: previsiones de los índices bursátiles para finales de junio del 2023

Fuente: Deutsche Bank AG. Previsiones del 12 de mayo de 2022.

### Previsiones de los índices bursátiles

 S&P 500	4.400
 DAX	14.600
 EuroStoxx 50	3.900
 Stoxx Europe 600	460
 MSCI Japan	1.200
 SMI	12.000
 FTSE 100	7.500
 MSCI EM	1.110
 MSCI Asia ex Japan	700
 MSCI Australia	1.450

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que ninguna previsión u objetivo vayan a alcanzarse. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Documento redactado en junio de 2022.

## Renta variable de mercados emergentes

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- Las valoraciones chinas han caído bruscamente, y tardarán en recuperarse por completo.
- Potencial alcista del MSCI EM Asia a 12 meses.
- Cautelosamente constructivos con Latinoamérica, pero hay numerosos riesgos.

## Inversiones inmobiliarias

---

Las inversiones inmobiliarias, tanto los precios como los alquileres, mantuvieron en general un buen impulso a principios de 2022. Las excepciones han sido Europa del Este (a causa de la guerra en Ucrania) y China (lastrada por el endeudamiento de las promotoras y la débil demanda debido a los confinamientos). No obstante, China podría registrar una recuperación sostenida en los próximos 12 meses si el gobierno relaja su política de COVID cero y adopta una estrategia a más largo plazo para incentivar el crecimiento. En EE.UU. y Europa, las condiciones financieras se han endurecido considerablemente. En EE.UU., el tipo hipotecario medio a 30 años escaló al 5,5%, un máximo desde 2009, al empezar la Fed a subir los tipos y reducir el tamaño de su balance. En la zona euro prevemos que el BCE ponga fin a las compras netas de activos y suba los tipos oficiales tres veces en 2022, lo que encarecerá los costes de financiación.

Sin embargo, aunque una menor asequibilidad podría lastrar la demanda de inmuebles, la fortaleza de los mercados laborales y las alzas de los salarios nominales deberían impedir la caída de los precios. El encarecimiento de las materias primas está haciendo subir los costes de construcción, provocando incrementos de precios al tiempo que se reduce la oferta. Por consiguiente, los desequilibrios existentes entre la oferta y la demanda, visibles sobre todo en los segmentos residencial y logístico, podrían continuar durante más tiempo. La experiencia de las décadas de 1970 y 1980 (la figura 13 muestra el comportamiento del sector residencial estadounidense) indica que el mercado inmobiliario puede tener un buen rendimiento incluso en un entorno de recesión y proporcionar una cobertura contra la inflación. Los inversores deberían inclinarse por los segmentos del mercado con unas bajas tasas de desocupación o arrendamientos indexados a la inflación para beneficiarse plenamente de una inflación persistentemente elevada.

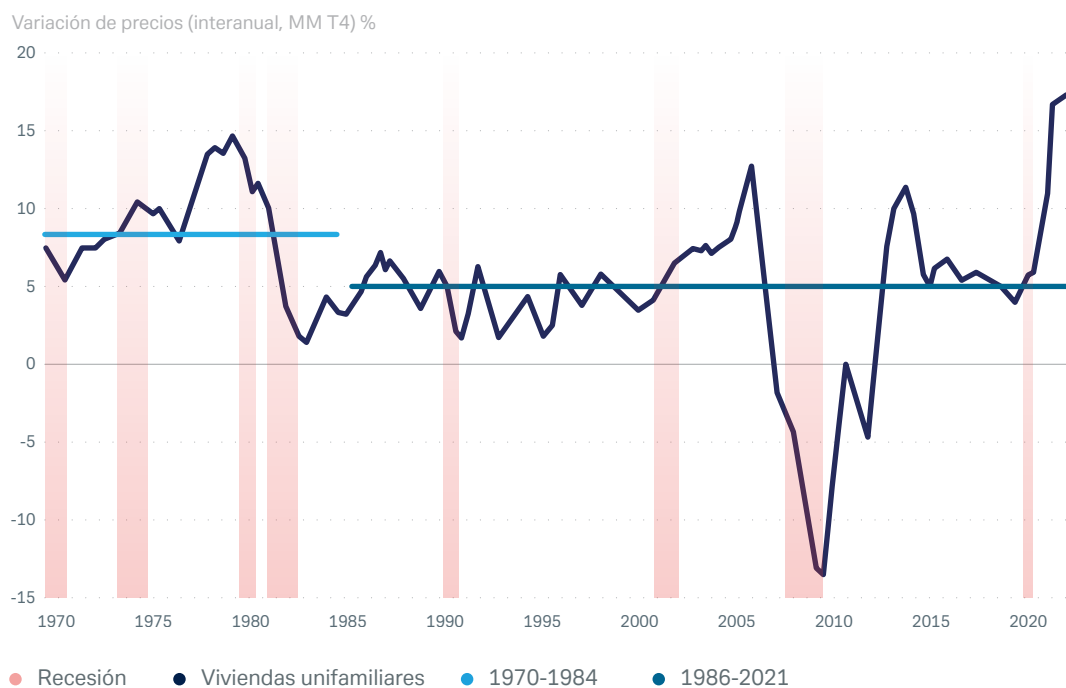
## Inversiones inmobiliarias: implicaciones para el mercado y las carteras

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- Se prevé que la evolución de los precios inmobiliarios y los alquileres siga siendo robusta.
- Los mayores costes de financiación se verán compensados por el alza de los salarios nominales.
- Son preferibles los segmentos del mercado con unas bajas tasas de desocupación o arrendamientos indexados a la inflación.

Figura 13: el sector residencial estadounidense se comportó bien en los años 1970

Fuente: National Association of Realtors, Moody's Analytics, National Bureau of Economic Research. Datos del 31 de mayo de 2022.



# 04

## Temas de inversión clave



### ESG

Las inversiones ESG son cada vez más matizadas y complejas. Las nociones clave son la medición y la transparencia; en este sentido, los avances de la normativa (como MiFID II), la taxonomía (ESMA) y la divulgación de información (TFND) serán favorables. Dicho esto, podrían hacer falta cambios más fundamentales en las evaluaciones y prioridades para permitirnos ir más allá de los enfoques de «no ocasionar daños» con el fin de alcanzar una verdadera sostenibilidad: la «naturaleza como capital» será un concepto clave.



### La economía azul

La diversidad del sector comporta que, de momento, los avances normativos y en la financiación hayan sido limitados. La próxima Conferencia sobre los Océanos de las Naciones Unidas (junio) y la cumbre COP27 (noviembre) deberían de ayudar a que los inversores se centren más en la economía azul, pero hace falta más claridad sobre los principios y métodos de financiación público/privada (como los bonos azules). Hace falta innovación tanto en nuevas áreas como en sectores consolidados (por ejemplo, el del transporte marítimo).



### Hidrógeno

El hidrógeno limpio puede reducir las emisiones de gases de efecto invernadero y tiene un claro potencial en algunas industrias difíciles de descarbonizar (química, acero), el transporte de larga distancia y el almacenamiento de electricidad. Es caro de producir, pero están proliferando las pruebas piloto, a menudo en conjunción con fuentes de energía renovables. La financiación pública está aumentando, y los avances tecnológicos recientes podrían finalmente reducir los costes.



### Gestión de los recursos

El interés por la gestión de los recursos crecerá a medida que se desarrolla la sofisticación de la metodología ESG. Una gestión efectiva de los recursos naturales debe ir acompañada de una producción y reciclaje eficientes de los bienes fabricados a medida que se efectúa la transición hacia una economía circular. Las presiones económicas a corto plazo sobre algunas instalaciones de reciclado no deberían distraer a los inversores de las tendencias subyacentes a más largo plazo.



### Agua

El cambio climático está agravando los problemas de abastecimiento de agua, mientras que aumenta su demanda debido al crecimiento demográfico, la urbanización y la mejora de los estilos de vida en las economías emergentes. Los planteamientos tradicionales de las inversiones en el agua basados en el suministro público tienen que cambiar a medida que mejora la innovación tecnológica y financiera del sector ante unos objetivos ambientales más estrictos.



## Inteligencia artificial (IA)

El rápido crecimiento de la inversión en IA refleja la continua confianza en su capacidad de resolución de problemas en numerosos sectores (sanitario, movilidad, tecnología financiera, etc.) El impulso no hará más que aumentar a medida que se acerque la inteligencia artificial general («IA profunda»). No obstante, la respuesta normativa a los riesgos de la IA (como la vigilancia, los datos personales) aún es incipiente y el panorama de inversión seguramente cambiará de forma rápida y continua.



## Ciberseguridad

Las necesidades de ciberseguridad crecen y los avances de la IA y otras tecnologías relacionadas implican que las técnicas cambiarán. Algunas áreas como la atención sanitaria están en el foco y el teletrabajo crea otros retos. El sector seguramente se seguirá consolidando a medida que las empresas traten de colmar las brechas en los paquetes de productos de protección existentes e intenten conseguir economías de escala (por ejemplo, combinando fuentes de datos).



## Sanidad y MedTech

La pandemia de coronavirus ha demostrado que hay nuevos planteamientos posibles y deseables, a la vez que ha evidenciado la necesidad de un acceso justo a una atención integral y una gestión eficaz de los aspectos de privacidad e intercambio de datos. Seguirá habiendo limitaciones presupuestarias, pero la tecnología ofrecerá maneras de avanzar en muchas áreas. La inversión de venture capital y de otro tipo sigue siendo elevada en anticipación de que se produzcan más cambios rápidos.



## Industria X.0 (incluyendo el 5G)

La caída de los valores tecnológicos no pone en entredicho los principales motores de la Industria X.0 (reinvención radical basada en la digitalización de los procesos industriales y de otro tipo). La escasez de mano de obra cualificada es un factor «de empuje» a corto plazo. Algunos factores «de arrastre» a más largo plazo son los continuos y rápidos cambios tecnológicos en muchas áreas y la capacidad de coordinar estos avances mediante una mejor comunicación de datos.



## Infraestructura

Las infraestructuras (físicas) tradicionales se han reexaminado con la reapertura de las economías después del COVID; mejorar las infraestructuras digitales es una prioridad, especialmente en los mercados emergentes. El coronavirus, las preocupaciones sobre ciberseguridad y la guerra en Ucrania han mostrado la necesidad de unas infraestructuras sólidas, posiblemente a través de la diversificación. Unas necesidades sustanciales de inversión en infraestructuras llevarán a nuevos enfoques de financiación.



## Los Millennials y la Generación Z

Las preferencias de consumo de estos dos grupos siguen siendo importantes para los mercados de la vivienda y las áreas de consumo inmediato, como la tecnología y el ocio. Sus opiniones políticas y sobre regulación (como votantes y legisladores) tendrán cada vez más impacto en cuestiones como la fiscalidad y las pensiones, con unas implicaciones económicas potencialmente relevantes.



## Movilidad inteligente

Los motores tecnológicos y sociales del cambio de los sistemas de transporte se están viendo reforzados por los altos precios de la energía. Esto afectará a muchos aspectos de las infraestructuras de movilidad, a pesar de que los vehículos autónomos aún podrían tardar un tiempo en ser viables. La disminución de los costes de los vehículos eléctricos, junto con una mejor conectividad (5G), están alentando la implementación de avances complementarios en software y otras tecnologías.



## Hipótesis sobre los mercados de capitales a largo plazo

Las previsiones de rentabilidad de los activos a largo plazo son uno de los tres parámetros necesarios para una Asignación Estratégica de Activos (SAA) efectiva. Deben ir acompañadas de estimaciones de la volatilidad y las correlaciones probables entre las clases de activos. No obstante, los rendimientos son el principal motor del comportamiento de un activo, por lo que se les presta especialmente atención. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que estas previsiones tendrán distintos grados de incertidumbre y las carteras deben diseñarse teniendo esto en cuenta. Unas altas rentabilidades esperadas no se traducirán necesariamente en unas elevadas asignaciones en la cartera.

A largo plazo, las condiciones económicas, la regulación e incluso los acontecimientos naturales (como el cambio climático o el crecimiento demográfico) modifican el entorno global y, por consiguiente, la rentabilidad potencial de las distintas clases de activos. En consecuencia, cada año aproximadamente ajustamos nuestras previsiones de rentabilidad de los activos a largo plazo para reflejar esto. Los cambios más importantes desde que publicamos nuestras últimas previsiones en julio de 2021 tienen que ver con la COVID-19. Esencialmente, junto a una sólida demanda privada (gracias a los estímulos de los gobiernos), disminuyó la oferta de bienes (debido a las interrupciones de suministro causadas por la COVID), lo que provocó un aumento de la inflación. Los bancos centrales han pasado a unas previsiones de política monetaria más alcista antes de lo previsto. El aumento de los tipos de los bonos ha lastrado sobre todo las acciones sensibles a los tipos de interés y orientadas al crecimiento a largo plazo, como las empresas del sector tecnológico. Dados los cambios demográficos y la necesidad de emprender transformaciones estructurales profundas en nuestra manera de producir y consumir bienes (para mitigar el cambio climático y otras cuestiones medioambientales), las perspectivas económicas mundiales seguramente se mantendrán complicadas con un horizonte a largo plazo. Por consiguiente, hemos ajustado nuestras previsiones de las rentabilidades de los activos a largo plazo: hemos reducido las de la renta variable y las inversiones inmobiliarias y hemos aumentado las de la renta fija y los activos alternativos excluidos los inmobiliarios (figura 14).

Figura 14: previsiones de rentabilidades medias a 10 años

Fuente: DWS Investments UK Limited, Deutsche Bank AG. Datos a 31 de diciembre de 2021. Todas las previsiones se muestran en la moneda local.

	Previsiones de rentabilidad (anuales) 2022-2031
S&P 500	4,4%
MSCI Europe	4,0%
FTSE 100	5,9%
TOPIX japonés	3,2%
Títulos del Tesoro EE.UU.	1,4%
Deuda global en euros	-0,2%
Deuda corporativa EE.UU.	1,8%
High Yield EE.UU.	3,0%
High Yield paneuropea	2,4%
Deuda pública Mercados Emergentes	4,5%
Bloomberg Comm. ex-Agricultures & Livestock	0,6%

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que ninguna previsión u objetivo vayan a alcanzarse. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Documento redactado en junio de 2022.

# Glosario

Un **American depositary receipt (certificado americano de depósito, ADR)** es un certificado emitido por un banco estadounidense que permite que las acciones de empresas extranjeras se negocien en bolsas de valores de Estados Unidos.

El **Banco de Inglaterra (BoE)** es el banco central del Reino Unido.

El **Brent** es un tipo de crudo que se utiliza como referencia cuando se habla de los precios del crudo.

Los **Bunds** son bonos a largo plazo emitidos por el gobierno alemán.

**CBRE** presta servicios inmobiliarios y publica análisis relacionados con el sector.

**COP27** es la 27.ª Conferencia sobre el Cambio Climático de las Naciones Unidas, que se celebrará en Egipto en noviembre de 2022.

El **DAX** es el índice de acciones blue chip de las 40 compañías más grandes de Alemania que cotizan en la bolsa de Frankfurt. Otros índices DAX incluyen un mayor número de firmas.

**Demócratas** se refiere al Partido Demócrata de Estados Unidos, uno de los dos grandes partidos.

Una **pérdida («drawdown»)** es la caída de una inversión o un fondo desde su máximo a su mínimo nivel durante un periodo determinado, y se suele expresar en porcentaje.

Los **Beneficios por acción (EPS)** son el resultado de calcular el beneficio neto de la compañía, menos los dividendos de las acciones preferentes, dividido por el número total de acciones en circulación.

El **Banco Central Europeo (BCE)** es el banco central de la Eurozona.

Un **mercado emergente (ME)** es un país que comparte algunas características de los mercados desarrollados en cuanto a eficiencia del mercado, liquidez y otros factores, pero no llega a cumplir todos sus criterios.

La **Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM)** es la autoridad reguladora de los mercados de valores de la Unión Europea.

El **EUR** es el símbolo del euro, la divisa de la Eurozona.

El **EuroStoxx 50** es el índice que refleja la evolución de las acciones blue-chip de la Eurozona e incluye los líderes del sector en términos de mayúsculas de mercado.

La **Zona euro** está compuesta por 19 miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro como su moneda común de curso legal.

El **tipo de los Fed funds** es el tipo de interés al que las entidades depositarias realizan préstamos a un día a otras entidades depositarias.

La **Reserva federal (Fed)** es el banco central de Estados Unidos. Su **Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC)** determina la política de tipos de interés.

El **Índice FTSE 100** refleja la evolución de las 100 principales compañías que cotizan en la Bolsa de Valores de Londres.

El **GBP** es el símbolo de divisa de la libra esterlina.

**Deuda pública** se refiere a bonos emitidos por un gobierno para financiar el gasto público, principalmente en la moneda del país, y con el pleno respaldo del gobierno.

Los **bonos high yield (HY)** son bonos de alta rentabilidad con un rating crediticio inferior a los bonos corporativos investment grade, los bonos del Tesoro y los bonos municipales.

Un rating de **investment grade (IG)** por una agencia de calificación como por ejemplo Standard & Poor's indica que un bono tiene un riesgo relativamente bajo de impago.



# Glosario

El **JPY** es el símbolo del yen, la divisa de Japón.

Las **elecciones de mediados de legislatura** son unas elecciones generales que se celebran hacia la mitad del mandato de cuatro años de un presidente para los escaños de la Cámara de Representantes y el Senado del Congreso de Estados Unidos.

**MiFID II** es el término genérico para designar la revisión de la **Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros**, un marco legislativo establecido por la Unión Europea (UE) para regular los mercados financieros del bloque a través de medidas tales como el refuerzo de la supervisión reglamentaria paneuropea, la cooperación entre autoridades competentes nacionales, mejorar la protección de los inversores, facilitar el acceso al capital y mejorar la transparencia de la negociación.

El **Índice MSCI Asia ex Japan** está formado por compañías de mediana y gran capitalización de 2 de los 3 países de los mercados desarrollados asiáticos (excluyendo Japón) y 8 países de mercados emergentes en Asia.

El **índice MSCI Australia** mide la rentabilidad de unos 60 valores de gran y mediana capitalización que representan en torno al 85% de la capitalización bursátil ajustada por el capital flotante de Australia.

El **índice MSCI EM** representa a empresas de gran y mediana capitalización de 23 países con mercados emergentes.

El **índice MSCI Japan** mide la rentabilidad de unos 259 valores de gran y mediana capitalización que representan en el 85% de la capitalización bursátil de Japón.

El **índice NASDAQ** es un índice ponderado por la capitalización bursátil de unas 3.000 acciones cotizadas en el mercado de valores Nasdaq.

El **National Bureau of Economic Research**, fundado en 1920 en EE. UU., realiza y difunde análisis económicos no partidistas.

La **Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE)** tiene 35 países miembros y su objetivo es fomentar la expansión económica y el comercio mundial.

La **Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP)** es una organización internacional que tiene el mandato de "coordinar y unificar las políticas petroleras" de sus 12 miembros. La llamada «**OPEP+**» incluye Rusia y otros productores.

El **ratio precio-beneficio (PER)** mide el precio actual de la acción de la compañía, comparándolo con su beneficio por acción.

Los **tipos reales** tienen en cuenta las variaciones de valor debido a factores como la inflación.

**Prima de riesgo** se refiere al diferencial de rentabilidad que se prevé obtener de una inversión con respecto a la tasa de rendimiento sin riesgo. Es una forma de compensar a los inversores que asumen un riesgo adicional.

El índice **S&P 500 Index** está formado por las 500 compañías estadounidenses más importantes, que representan aproximadamente el 80% de la capitalización de mercado estadounidense disponible.

El **Stoxx Europe 600** es un índice general que refleja la evolución de 600 empresas de diversos tamaños de 17 países europeos.

El **Índice Swiss Market Index (SMI)** está formado por 20 de las acciones suizas con mayor liquidez y capitalización.

El **spread** es la diferencia en el rendimiento cotizado de dos inversiones. Es un término muy utilizado en la comparación de las rentabilidades de los bonos.

Un proceso de **asignación estratégica de activos** consiste en establecer las asignaciones preferidas para las distintas clases de activos en un horizonte temporal de medio a largo plazo.

## Glosario

El **Grupo de trabajo sobre divulgaciones financieras relacionadas con el clima (TCFD, por sus siglas en inglés)** tiene el fin de desarrollar y proporcionar un marco de gestión y divulgación de riesgos para que las organizaciones puedan informar y tomar medidas sobre los riesgos cambiantes relacionados con la naturaleza. El objetivo final es promover un cambio de los flujos financieros mundiales de unos resultados negativos para la naturaleza hacia unos resultados positivos.

**TOPIX** se refiere al índice de precios de la bolsa de Tokio, un índice ponderado por la capitalización bursátil ajustado por el capital flotante.

Los **Treasuries** son bonos emitidos por el gobierno americano.

La **Conferencia sobre los Océanos de las Naciones Unidas**, organizada conjuntamente por los gobiernos de Kenia y Portugal y que se celebrará del 27 de junio al 1 de julio de 2022 en Lisboa (Portugal), tratará de promover soluciones innovadoras basadas en la ciencia para conservar y utilizar de manera sostenible los océanos, mares y recursos marinos.

**USD** es el símbolo del dólar estadounidense.

La **volatilidad** mide la dispersión en el tiempo de los rendimientos con respecto a un valor o índice bursátil determinado.

**Rendimiento** es el rendimiento de ingresos de una inversión, que se refiere a los intereses o dividendos recibidos de un valor; suele expresarse como un porcentaje anual basado en el coste de la inversión, su valor de mercado actual o su valor nominal.





# Nota importante

## General

El presente documento no podrá distribuirse en Canadá ni en Japón. Este documento va dirigido exclusivamente a clientes minoristas o profesionales. Este documento es distribuido de buena fe por Deutsche Bank AG, sus sucursales (según lo permitido en cada jurisdicción competente), sus empresas afiliadas y sus directivos y empleados (conjuntamente, «Deutsche Bank»).

Este material es solo para su información y no pretende constituir una oferta, recomendación ni propuesta de oferta para comprar o vender ninguna inversión, valor, instrumento financiero ni otro producto específico, ni para concluir una transacción, para prestar ningún servicio de inversión o de asesoramiento sobre inversiones ni para ofrecer ningún estudio, estudio sobre inversiones o recomendación sobre inversiones en ninguna jurisdicción. Deberán revisarse íntegramente todos los materiales de la presente comunicación.

Si un órgano judicial competente considera que alguna disposición del presente aviso legal es nula de pleno derecho, las restantes disposiciones conservarán sus plenos efectos. El presente documento se ha elaborado a modo de comentario de carácter general sobre el mercado, sin tener en cuenta las necesidades de inversión, los objetivos ni las circunstancias económicas de ningún inversor. Las inversiones están sujetas a riesgos genéricos de mercado, derivados del instrumento o específicos de este, o asociados al inversor en concreto. Si dichos riesgos se materializasen, los inversores podrían incurrir en pérdidas, entre otras (sin limitación) en una pérdida total del capital invertido. El valor de las inversiones puede subir o bajar y el inversor podría no recuperar la cantidad que invirtió originalmente en cualquier momento dado. En este documento no se identifican todos los riesgos (directos o indirectos) u otros factores a tener en cuenta que podrían ser importantes para un inversor a la hora de tomar una decisión de inversión.

El presente documento, así como toda la información incluida en el mismo, se facilitan «tal cual están» y «según disponibilidad». Deutsche Bank no realiza ninguna manifestación ni ofrece garantías de ningún tipo, ni expresas, ni implícitas ni legales, respecto de ninguna afirmación ni información incluida en este documento o junto con el mismo. Todas las opiniones, las cotizaciones de mercado, las estimaciones, las declaraciones sobre perspectivas de futuro, las hipótesis, los pronósticos sobre resultados u otras opiniones conducentes a las conclusiones financieras incluidas en el presente reflejan la opinión subjetiva de Deutsche Bank en la fecha de este informe. Deutsche Bank no garantiza la exactitud, conveniencia, integridad, fiabilidad, pertinencia o disponibilidad de esta comunicación ni de ninguna información del presente documento, y declina expresamente su responsabilidad por los errores u omisiones que este pueda contener. Las declaraciones sobre perspectivas de futuro implican elementos significativos de carácter subjetivo, así como análisis y cambios de estos, y la consideración de factores diferentes o adicionales podría tener una repercusión importante en los resultados indicados. Por lo tanto, los resultados reales podrían variar, tal vez de manera considerable, respecto a los resultados incluidos en el presente.

Deutsche Bank no asume ninguna obligación de actualizar la información que se incluye en el presente documento ni de informar a los inversores sobre la disponibilidad de información actualizada. La información incluida en el presente documento podría sufrir variaciones sin previo aviso y basarse en una serie de supuestos que podrían no resultar válidos y podrían ser diferentes de las conclusiones expresadas por otros departamentos de Deutsche Bank. Si bien Deutsche Bank ha recabado la información incluida en el presente documento de manera diligente y de fuentes que considera fiables, no garantiza, o no puede garantizar, la integridad, el carácter razonable ni la exactitud de la misma, por lo que no debería confiarse en ella como tal. En el presente documento podrían mencionarse sitios web u otras fuentes externas para comodidad del inversor. Deutsche Bank no asume responsabilidad alguna respecto a su contenido, el cual no forma parte del presente documento. El inversor accederá a tales fuentes externas bajo su responsabilidad.

Previamente a tomar cualquier decisión de inversión, los inversores han de plantearse, con o sin ayuda de un asesor de inversiones, si cualquiera de las inversiones y estrategias descritas o facilitadas por Deutsche Bank resulta adecuada, dadas sus necesidades de inversión, objetivos y circunstancias financieras particulares y las características concretas del instrumento. Al tomar una decisión de inversión, los posibles inversores no deberían basarse en este documento sino únicamente en el contenido de los documentos de oferta finales relativos a la inversión. Como proveedor internacional de servicios financieros, Deutsche Bank se enfrenta en ocasiones a conflictos de intereses reales y potenciales. La política de Deutsche Bank es adoptar todas las medidas necesarias para mantener y aplicar mecanismos administrativos y organizativos efectivos destinados a identificarlos y gestionarlos. La dirección ejecutiva de Deutsche Bank se encarga de velar por que los sistemas, controles y procedimientos del banco sean adecuados para identificar y gestionar los conflictos de intereses.

Deutsche Bank no ofrece asesoramiento fiscal ni jurídico, tampoco en el presente documento, por lo que nada de lo incluido en el mismo debería interpretarse como un asesoramiento sobre inversiones por parte de Deutsche Bank a nadie. Los inversores deben solicitar asesoramiento a sus propios expertos fiscales, abogados y asesores sobre inversiones al considerar las inversiones y estrategias descritas por Deutsche Bank. Excepto notificación en contrario en un caso concreto, los instrumentos de inversión no están asegurados por ninguna entidad gubernamental, ni sujetos a sistemas de garantía de depósitos, y tampoco están garantizados, ni siquiera por Deutsche Bank. Queda prohibida la reproducción o distribución del presente documento sin la autorización expresa por escrito de Deutsche Bank. Deutsche Bank prohíbe expresamente la distribución y cesión de este material a terceros. Deutsche Bank no asume ninguna responsabilidad, de ningún tipo, derivada del uso o la distribución del presente material, ni relativa a ninguna acción emprendida o decisión tomada respecto de las inversiones mencionadas en este documento que pueda haber realizado el inversor, o que pueda realizar en el futuro.

## Nota importante

La forma de difusión o distribución del presente documento podría estar sujeta a restricciones legales o reglamentarias en determinados países, entre otros, sin limitación, Estados Unidos. El presente documento no está destinado a su distribución o uso por ninguna persona o entidad que sea ciudadana o residente de cualquier localidad, estado, país u otra jurisdicción, o que se encuentre en ellos, en los que dicha distribución, publicación, puesta a disposición o uso contravenga las disposiciones legales o reglamentarias, o que someta a Deutsche Bank a cualquier requisito de obtención de licencias o de registro en dicha jurisdicción que no se cumpla actualmente. Las personas que puedan llegar a estar en posesión del presente documento deberán informarse sobre este tipo de restricciones y respetarlas. La rentabilidad obtenida en el pasado no es garantía de resultados futuros; nada de lo incluido en el presente constituirá ninguna manifestación, garantía ni predicción de una rentabilidad futura. Se facilitará más información a petición del inversor.

### Estado de Kuwait

Este documento ha sido enviado al destinatario a petición de este. Esta presentación no está destinada a la difusión general entre el público de Kuwait. Ni la Autoridad de los Mercados de Capitales de Kuwait ni ningún otro organismo gubernamental pertinente de este país ha otorgado licencia alguna para ofrecer las Participaciones en Kuwait. Por lo tanto, queda restringida la oferta de las Participaciones en Kuwait sobre la base de una colocación privada u oferta pública de acuerdo con el Decreto Ley núm. 31 de 1990 y su reglamento de ejecución (según texto modificado), así como con la Ley n.º 7 de 2010 y las disposiciones legislativas secundarias de esta (según texto modificado). No se va a realizar en Kuwait ninguna oferta pública ni privada de las Participaciones, ni se formalizará en dicho país ningún acuerdo relativo a la venta de las Participaciones. No se procederá a la realización de actividades de promoción comercial, proposición ni incentivación para ofrecer o comercializar las Participaciones en Kuwait.

### Emiratos Árabes Unidos

Deutsche Bank AG en el Centro Financiero Internacional de Dubái (DIFC) (inscrita con el número de registro 00045) está regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (DFSA, por sus siglas en inglés). Deutsche Bank AG -Sucursal del DIFC solo puede llevar a cabo las actividades de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia de la DFSA. Lugar de establecimiento principal en el DIFC: Dubai International Financial Centre, The Gate Village, Building 5, PO Box 504902, Dubai, U.E.A. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG. Los servicios o productos financieros relacionados únicamente podrán ofrecerse a Clientes profesionales, según define este término la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái.

### Estado de Catar

Deutsche Bank AG en el Centro Financiero de Catar (QFC, por sus siglas en inglés) (inscrita con el número de registro 00032) está regulada por la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Catar (QFSA, por sus siglas en inglés). Deutsche Bank AG -Sucursal del QFC solo puede llevar a cabo las actividades de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia de la QFSA. Lugar de establecimiento principal en el QFC: Centro Financiero de Catar, Tower, West Bay, Piso 5, Apdo. 14928, Doha (Catar). Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG. Los servicios o productos financieros relacionados únicamente podrán ofrecerse a Clientes comerciales, según define este término la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Catar.

### Reino de Bélgica

Este documento ha sido distribuido en Bélgica por Deutsche Bank AG, a través de su sucursal en Bruselas. Deutsche Bank AG es una sociedad anónima («Aktiengesellschaft») constituida en virtud de las leyes de la República Federal de Alemania, y autorizada para llevar a cabo actividades bancarias y prestar servicios financieros, sujeta a la supervisión y el control del Banco Central Europeo («BCE») y de la Autoridad Federal Alemana de Control Financiero («Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» o «BaFin»). Deutsche Bank AG, Sucursal en Bruselas, tiene su domicilio social en Marnixlaan 13- 15, B-1000 Brussels, Registro Mercantil (RPM) de Bruselas con el CIF BE 0418.371.094. Puede solicitar o consultar más información en [www.deutschebank.be](http://www.deutschebank.be).

### Reino de Arabia Saudita

Deutsche Securities Saudi Arabia Company (inscrita con el número 07073-37) está regulada por la Autoridad del Mercado de Capitales (CMA). Deutsche Securities Saudi Arabia únicamente puede llevar a cabo las actividades de servicios financieros comprendidas en el alcance de su licencia actual de la CMA. Lugar de establecimiento principal en Arabia Saudita: King Fahad Road, Al Olaya District, P.O. Box 301809, Faisaliah Tower, 17th Floor, 11372 Riyadh, Arabia Saudita.

### Reino Unido

En el Reino Unido esta publicación se considera una promoción financiera y ha sido aprobada por DB UK Bank Limited en nombre de todas las entidades que operan bajo la denominación Deutsche Bank Wealth Management en el Reino Unido. Deutsche Bank Wealth Management es la denominación comercial de DB UK Bank Limited. Inscrita en el Registro Mercantil de Inglaterra y Gales (n.º 00315841). Domicilio social: Winchester House, 23 Great Winchester Street, London EC2P 2AX. DB UK Bank Limited es una entidad autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y su número de inscripción en el Registro de Servicios Financieros es el 140848. Deutsche Bank se reserva el derecho de distribuir esta publicación a través de cualquiera de sus filiales en el Reino Unido. En cualquier caso, esta publicación se considerará una promoción financiera y habrá sido aprobada por las filiales autorizadas por el regulador pertinente del Reino Unido (si una filial no dispusiera de tal autorización, esta publicación habrá sido aprobada por otro miembro británico del grupo Deutsche Bank Wealth Management que disponga de la autorización necesaria para ello).

## Nota importante

### Hong Kong

El presente documento y su contenido se facilitan únicamente a título informativo. Nada de lo incluido en este documento pretende constituir una oferta de inversión ni una propuesta ni recomendación para comprar o vender una inversión y, por lo tanto, no debería interpretarse como tal. En la medida en que el presente documento haga referencia a cualquier oportunidad de inversión específica, téngase en cuenta que no se ha revisado su contenido. El contenido del presente documento no ha sido revisado por ninguna autoridad reguladora de Hong Kong. Se aconseja a los inversores que actúen con cautela en relación con las inversiones incluidas en el presente documento. Si el inversor tiene alguna duda sobre cualquier contenido del presente documento, debería solicitar asesoramiento profesional independiente. Este documento no ha sido aprobado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong ni se ha presentado ninguna copia del mismo ante el Registro Mercantil de Hong Kong y, por lo tanto, (a) las inversiones (a excepción de aquellas que sean un «producto estructurado», según la definición de ese término que recoge la Ordenanza sobre Valores y Futuros (Cap. 571 de la legislación de Hong Kong) (en adelante, la «SFO»)) no podrán ofrecerse ni venderse en Hong Kong, por medio de este documento ni de ningún otro documento excepto a «inversores profesionales», según el significado que recoge la SFO y cualquier norma promulgada en virtud de dicha ley, o en otras circunstancias que no den lugar a que el documento sea un «folleto», según la definición que recoge la Ordenanza sobre sociedades (Disolución y disposiciones varias) (Cap. 32 de las Leyes de Hong Kong) («CO») o que no constituyan una oferta al público según el significado que recoge la CO y (b) ninguna persona emitirá ni poseerá a efectos de emisión, ni en Hong Kong ni en otro lugar, ningún anuncio, invitación ni documento relativo a las inversiones dirigido al público de Hong Kong o a cuyo contenido pueda acceder el público (excepto cuando lo permitan las leyes sobre valores de Hong Kong), salvo con respecto a las inversiones que se comuniquen o estén destinadas a comunicarse exclusivamente a personas fuera de Hong Kong o solo a «inversores profesionales», según el significado que recoge la SFO y cualquier norma promulgada en virtud de ella.

### Singapur

El contenido del presente documento no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur («MAS», por sus siglas en inglés). Las inversiones mencionadas en el presente no están destinadas al público ni a ningún miembro del público de Singapur salvo (i) a un inversor institucional en virtud del Artículo 274 o 304 de la Ley de Valores y Futuros (Cap. 289) (la «SFA», por sus siglas en inglés), según proceda (como pueda modificarse, completarse y/o sustituirse dicho Artículo de la SFA con el paso del tiempo), (ii) a la persona pertinente (que incluye un Inversor acreditado) en virtud del Artículo 275 o 305 y de acuerdo con otras condiciones especificadas en el Artículo 275 o 305 respectivamente de la SFA, según proceda (como pueda modificarse, completarse y/o sustituirse dicho Artículo de la SFA con el paso del tiempo), (iii) a un inversor institucional, un inversor acreditado, un inversor experto o un inversor extranjero (cada uno de estos términos según la definición que recoge el Reglamento para asesores financieros) («FAR», por sus siglas en inglés) (como pueda modificarse, completarse y/o reemplazarse dicha definición con el paso del tiempo) o (iv) de otro modo en virtud de, y conforme a, las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA o la FAR (como puedan modificarse, completarse y/o reemplazarse dichas leyes con el paso del tiempo).

### Estados Unidos

En Estados Unidos se ofrecen servicios de intermediación a través de Deutsche Bank Securities Inc., un intermediario-agente y asesor de inversiones registrado que lleva a cabo actividades con valores en Estados Unidos. Deutsche Bank Securities Inc. es miembro de la FINRA, la NYSE y la SIPC. Se ofrecen servicios bancarios y crediticios a través de Deutsche Bank Trust Company Americas, miembro de la FDIC, y de otros miembros del Grupo Deutsche Bank. Con respecto a Estados Unidos, véanse las declaraciones anteriores incluidas en el presente documento. Deutsche Bank no realiza ninguna manifestación ni ofrece ninguna garantía de que la información incluida en el presente documento resulte apropiada o esté disponible para utilizarse en países fuera de Estados Unidos, ni de que los servicios comentados en el presente documento se encuentren disponibles o resulten apropiados para su venta o uso en todas las jurisdicciones o por todas las contrapartes. Salvo en caso de contar con un registro o licencia según lo permitido por la legislación aplicable, ni Deutsche Bank ni sus filiales ofrecen ningún servicio en Estados Unidos ni destinado a atraer a personas de Estados Unidos (como define dicho término la Norma S de la Ley de Valores [Securities Act] de Estados Unidos de 1933, según texto modificado). El aviso legal para Estados Unidos se regirá por las leyes del Estado de Delaware y se interpretará de acuerdo con ellas, independientemente de cualquier disposición relativa a conflictos de derecho que imponga la aplicación de las leyes de otra jurisdicción.

### Alemania

Este documento ha sido elaborado por Deutsche Bank Wealth Management a través de Deutsche Bank AG, y no ha sido presentado ante la Autoridad Federal Alemana de Control Financiero (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) ni aprobado por esta. Respecto de determinadas inversiones mencionadas en este documento, podrían haberse publicado folletos aprobados por las autoridades competentes. Los inversores deberán basar su decisión de inversión en dichos folletos aprobados, incluidos sus posibles suplementos. Por otra parte, este documento no constituye un análisis financiero según el significado de dicho término que recoge la Ley alemana de negociación de valores («Wertpapierhandelsgesetz») y por lo tanto, no ha de ajustarse a los requisitos legales impuestos a los análisis financieros. Deutsche Bank AG es una sociedad por acciones («Aktiengesellschaft») constituida en virtud de las leyes de la República Federal de Alemania, con domicilio principal en Fráncfort del Meno. Está inscrita en el registro del tribunal de distrito («Amtsgericht») de Fráncfort del Meno con el núm. HRB 30 000 y posee licencia para realizar actividades bancarias y prestar servicios financieros. Autoridades de supervisión: El Banco Central Europeo («BCE»), con domicilio en Sonnemannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main (Alemania), y la Autoridad Federal Alemana de Control Financiero («Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» o «BaFin»), sita en Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn y Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main (Alemania).

## Nota importante

### India

Las inversiones mencionadas en el presente documento no se ofrecen al público indio para su venta ni para su suscripción. Este documento no ha sido registrado ni aprobado por el Consejo de Valores y Bolsa de la India, el Banco de la Reserva de la India ni ninguna otra autoridad reglamentaria o gubernamental de la India. Este documento no es un «folleto» según la definición que recogen las disposiciones de la Ley de sociedades de 2013 (18 de 2013) y, por lo tanto, no debería considerarse como tal. Tampoco se presentará ante ninguna autoridad reguladora de la India. En virtud de la Ley de Gestión de Divisas Extranjeras de 1999 y de la normativa promulgada en virtud de la misma, cualquier inversor residente en la India podría estar obligado a obtener un permiso previo especial del Banco de la Reserva de la India antes de efectuar inversiones fuera de la India, lo que incluye las inversiones mencionadas en el presente documento.

### Italia

Este informe es distribuido en Italia por Deutsche Bank S.p.A., un banco constituido y registrado en virtud de la legislación italiana, sujeto a la supervisión y el control de Banca d'Italia y CONSOB.

### Luxemburgo

Este informe es distribuido en Luxemburgo por Deutsche Bank Luxembourg S.A., un banco constituido y registrado en virtud de la legislación luxemburguesa, sujeto a la supervisión y el control de la Commission de Surveillance du Secteur Financier.

### España

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española es una institución de crédito regulada por el Banco de España y la CNMV, e inscrita en sus respectivos Registros Oficiales con el código 019. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española únicamente puede llevar a cabo aquellas actividades bancarias y de servicios financieros comprendidas en el alcance de su licencia actual. El establecimiento principal en España se encuentra sito en Paseo de la Castellana número 18, 28046 - Madrid. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española.

### Austria

Este documento es distribuido por Deutsche Bank AG, Sucursal en Viena, inscrita en el Registro Mercantil del Tribunal Mercantil de Viena con el número FN 140266z. Deutsche Bank AG es una empresa pública constituida en virtud de la legislación alemana y autorizada para llevar a cabo actividades bancarias y prestar servicios financieros. Está supervisada por el Banco Central Europeo («BCE»), con domicilio en Sonnemannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main (Alemania), y la Autoridad Federal Alemana de Control Financiero («BaFin»), sita en Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn y Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main (Alemania). La sucursal de Viena está asimismo supervisada por la Autoridad Austriaca del Mercado Financiero («FMA»), con sede en Otto-Wagner Platz 5, 1090 Viena. Este documento no ha sido presentado ante ninguna de las autoridades de supervisión anteriormente mencionadas ni ha sido aprobado por ellas. Pueden haberse publicado folletos para algunas de las inversiones mencionadas en este documento. En tal caso, las decisiones de inversión deberían basarse exclusivamente en los folletos publicados, incluidos sus posibles suplementos. Solo dichos documentos tienen carácter vinculante.

### Países Bajos

Este documento es distribuido por Deutsche Bank AG, Sucursal en Ámsterdam, con domicilio social en De entree 195 (1101 HE), Amsterdam (Países Bajos), inscrita en el Registro Mercantil de los Países Bajos con el número 33304583 y en el registro con el sentido del Apartado 1:107 de la Ley de Supervisión Financiera de los Países Bajos («Wet op het financieel toezicht»). Este registro puede consultarse en [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl).