



## CIO Special

15 septiembre, 2023

Autores:  
Dr. Ulrich Stephan  
Chief Investment Officer Germany

Konrad Aigner  
Senior Investment Officer

Lorenz Vignold-Majal  
Investment Strategist

# Alemania: reforzando la competitividad

## Puntos clave

### 01 Tensiones por shocks externos

### 02 Situación macroeconómica

### 03 Perspectivas para la renta variable alemana

### 04 Política y competitividad

- El debilitamiento de la economía mundial, junto con la subida de los tipos de interés y la necesaria reestructuración del sector energético, están afectando con especial dureza a la economía alemana.
- A pesar de ello, las perspectivas para el DAX siguen siendo en general positivas, con valoraciones atractivas en la mayoría de los parámetros, aunque las estimaciones de los analistas sobre el BPA pueden ser demasiado optimistas.
- Sigue siendo necesario abordar múltiples problemas estructurales internos para reforzar la competitividad futura de las empresas alemanas.

## 01 Tensiones por shocks externos

La actividad económica alemana sigue siendo débil y fluctúa a lo largo del crecimiento cero. Las últimas previsiones del FMI señalaban a Alemania como el único país del G7 (Francia, Italia, Japón, Canadá, Reino Unido, EEUU y Alemania) que experimentaría una contracción económica en 2023<sup>1</sup>. Tras dos trimestres de contracción del PIB en el 4º trimestre de 2022 y el 1ºT de 2023, cumpliéndose la condición técnica para una recesión, las cifras preliminares del 2º trimestre mostraron un crecimiento ligeramente positivo. Para el año 2023 esperamos un crecimiento cero. La previsión mediana de consenso para el crecimiento en 2024 ha fluctuado entre el 1% y el 1,1% desde marzo y recientemente ha vuelto a situarse en el extremo inferior de la horquilla. La mayoría de los economistas prevén tiempos difíciles para la mayor economía europea.

Hasta cierto punto, esta debilidad parece sorprendente, dado que la economía alemana capeó comparativamente bien las consecuencias de la pandemia de Covid en 2020. Diversas medidas de apoyo fiscal introducidas para mantener a las personas en un entorno laboral, incluido el muy exitoso programa de jornada reducida subvencionado por el Estado, contribuyeron a limitar la pérdida de horas de trabajo debida a las pérdidas de producción por el distanciamiento social y los consiguientes problemas en la cadena de suministro. Gracias al apoyo prestado por estos instrumentos, se ha preservado en gran medida la base de ingresos de la población trabajadora, lo que ha contribuido a evitar una mayor caída de la demanda interna.

Cuando Rusia invadió Ucrania en febrero de 2022, la economía alemana sufrió un extraordinario revés por el shock externo. El incidente desencadenó importantes reacciones políticas, que el canciller Scholz calificó de "punto de inflexión" (Zeitenwende)<sup>2</sup>. Y las reacciones políticas también tuvieron consecuencias económicas. La guerra y las posteriores sanciones contra Rusia provocaron un aumento significativo de los precios de las materias primas, en especial del gas natural. Las condiciones del comercio exterior se deterioraron, no sólo frente a Rusia.

Antes de esto, la actitud comparativamente cauta y restrictiva de China durante la pandemia de COVID-19, con restricciones a la entrada y prolongados problemas en la cadena de suministro, hizo que las empresas alemanas y de otros países intensificaran sus esfuerzos por ampliar las fuentes de insumos y productos preliminares y diversificar las cadenas de suministro en general. Algunas empresas consiguieron ampliar sus cadenas de suministro a auténticas redes de abastecimiento.



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



Las preocupaciones comerciales han aumentado aún más por el creciente endurecimiento de las posiciones de EEUU y China. La atención de estos dos países parece desplazarse cada vez más hacia la protección de sus economías nacionales y se han introducido más restricciones a la exportación de determinados productos de importancia estratégica. Por ejemplo, EEUU ha impuesto controles a las exportaciones de ciertos equipos utilizados en la producción de semiconductores avanzados de alto rendimiento, y China ha respondido a estas medidas con restricciones a la exportación de galio y germanio, productos de vital importancia para la producción de semiconductores, vehículos eléctricos y hardware de comunicaciones. Este tipo de medidas dificultan cada vez más el comercio exterior.

La conmoción exterior que supuso la guerra de Rusia contra Ucrania también obligó al Gobierno alemán a centrarse más en su propia seguridad y en el gasto militar. El aumento del gasto en estas áreas limita la cantidad de financiación disponible para otras muchas reformas estructurales necesarias.

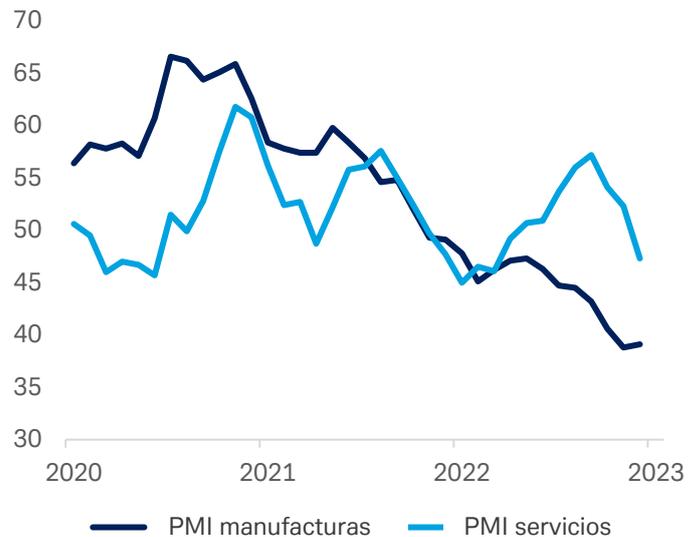
## 02 Situación macroeconómica

El actual punto débil de la economía alemana es obviamente el sector manufacturero. El índice de gestores de compras (PMI) del sector lleva por debajo de 50 desde mediados de 2022 y la publicación del PMI de julio volvió a decepcionar, cayendo a un mínimo postpandémico de 38,8 puntos (Figura 1). Es probable que la debilidad de la economía mundial y la recuperación económica china, más débil de lo previsto, sean en gran medida responsables de esta situación. Para empeorar las cosas, el índice de nuevos pedidos cayó aún más, hasta los 32,7 puntos, lo que sugiere que es poco probable que las empresas industriales experimenten una gran mejora a medio plazo.

Sin embargo, si nos fijamos en los datos económicos fundamentales, la debilidad del sector manufacturero alemán es menos pronunciada. Aunque la última cifra de producción industrial es en torno al -7% inferior a la de antes de la COVID-19 y alrededor de un -12% inferior a su máximo de 2017, se ha mantenido prácticamente plana desde 2020. Sin embargo, se ha abierto una gran brecha de producción entre los distintos sectores industriales. Las industrias intensivas en energía aún no se han recuperado de la crisis del precio del gas del año pasado. En los cinco primeros meses del año, la producción de la industria química cayó un -17% con respecto al año anterior. La industria de materiales de construcción (-18%) y la industria papelera (-14%) también disminuyeron, aunque el descenso de la producción metalúrgica (-2%) fue menos pronunciado. Sigue siendo dudoso que estas industrias recuperen alguna vez los niveles de producción anteriores, ya que se espera que los precios de la energía se asienten en niveles más altos que antes de la guerra de Ucrania y sigue habiendo incentivos para que las empresas deslocalicen las fases de producción de alto consumo energético a países con suministros de energía más baratos.

En cambio, sectores como la alimentación y las bebidas, los muebles y el automóvil han aumentado recientemente sus niveles de producción. La industria automovilística se beneficia de una mejora de las cadenas de suministro y puede por fin liquidar sus pedidos pendientes. La demanda de automóviles también está aumentando. Las matriculaciones de automóviles nuevos parecen haber tocado fondo y vuelven a aumentar desde el otoño pasado (gráfico 2).

Gráfico 1: Purchasing Manager Indices (PMI) en Alemania



Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG, a 11 de septiembre de 2023.

Gráfico 2: Matriculaciones de turismos nuevos (suma 12 miles)



Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG, a 11 de septiembre de 2023.



### Gráfico 3: Confianza de los consumidores y ventas minoristas



Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG, a 11 de septiembre de 2023.

En comparación con el sector manufacturero, la confianza en el sector servicios se ha mostrado resistente, con un PMI de servicios que supera sistemáticamente el umbral de 50, lo que indica expansión. No obstante, en agosto cayó por debajo de 50, aunque los indicadores aquí son mixtos: las ventas al por menor, por ejemplo, se han recuperado algo en los últimos meses tras descender desde su máximo en la primavera de 2021. La confianza de los consumidores también se ha recuperado, aunque sigue por debajo de los niveles previos a la pandemia.

De cara al futuro, hay muchas posibilidades de que el consumo privado se recupere rápidamente a finales de año, a medida que la inflación disminuya y el crecimiento de los salarios reales vuelva a ser positivo. Los 21 millones de jubilados alemanes también podrían impulsar el consumo: desde el 1 de julio, se han beneficiado de aumentos de las pensiones del 4,39% para los de la antigua Alemania Occidental y del 5,86% para los del Este.

Otro elemento positivo por el lado de la oferta es que los problemas de la cadena de suministro parecen estar remitiendo. Las existencias, que se habían acumulado durante la pandemia, también se están reduciendo gradualmente. Las noticias anecdóticas de las empresas indican que este proceso de reducción de existencias avanza a buen ritmo. Según sus estimaciones, los inventarios volverían a niveles normales a finales de año, lo que permitiría una aceleración de la producción.

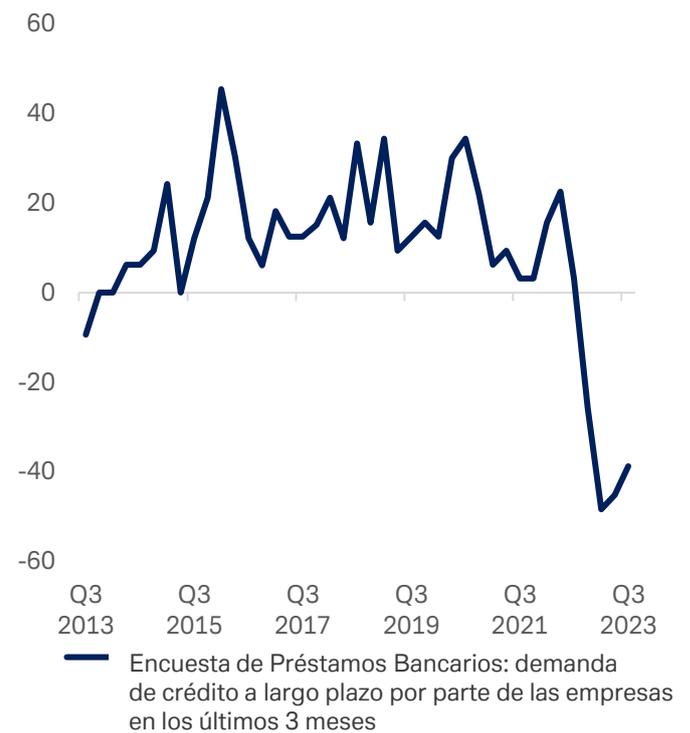
Sin embargo, la demanda de inversión sigue siendo débil. Las razones no son sólo económicas, sino también estructurales. El papel central de la energía tanto en el consumo como en la producción, el fracaso del suministro de gas natural ruso y el paso a las energías renovables plantean un reto importante y aumentan las presiones para el cambio. El proceso de reconversión está aún sujeto a múltiples incertidumbres. ¿Qué cambios, por ejemplo, serán necesarios en el marco jurídico y reglamentario? ¿Será posible desarrollar nuevas tecnologías adecuadas? ¿Qué tecnologías aportarán soluciones rentables y tendrán éxito en el mercado? ¿Qué cambios habrá que introducir

en las infraestructuras y con qué rapidez? ¿En qué medida puede planificarse este proceso de reconversión con el objetivo de lograr los procesos más baratos y eficientes?

Estas cuestiones ilustran la complejidad inherente a las reformas y ajustes estructurales necesarios. Éstos sólo podrán tener éxito si una gran parte de la población alemana está convencida de su necesidad y si las ideas y la creatividad de los afectados pueden incorporarse a los procesos de reconversión. Esto es tanto más importante cuanto que tales incertidumbres ya están provocando cierta reticencia por parte de los inversores privados.

Algunas incertidumbres pueden reducirse mediante directrices claras y medidas sobre el marco jurídico, aliviando la reticencia de los inversores a invertir. A ello contribuirían también otros mecanismos de incentiación para mejorar la rentabilidad de las inversiones. En este contexto, la atención se centrará en las estrategias de comunicación del Gobierno alemán para las medidas en estos ámbitos, que no siempre han tenido éxito y apenas han contribuido a mejorar el clima de inversión.

### Gráfico 4: Demanda empresarial de crédito a largo plazo



Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG, a 11 de septiembre de 2023.



## 03 Perspectivas para la renta variable alemana

Por supuesto, el destino de la economía del que fue el mayor exportador mundial<sup>3</sup> también depende en gran medida de la demanda exterior, sobre todo de China y EEUU. Aunque la reapertura de China ha sido decepcionante hasta ahora, los recientes medidas de estímulo hacen albergar esperanzas de que el crecimiento pueda repuntar pronto. Esto podría tener un impacto significativo en el PIB alemán. En 2018<sup>4</sup>, el Bundesbank estimó que cada cambio de un punto porcentual en el PIB chino provocaba un cambio en el PIB alemán de un 0,1%. Sin embargo, algunos economistas han advertido de que este efecto podría ser menor en la actualidad, ya que las empresas chinas han tomado medidas para localizar sus cadenas de suministro.

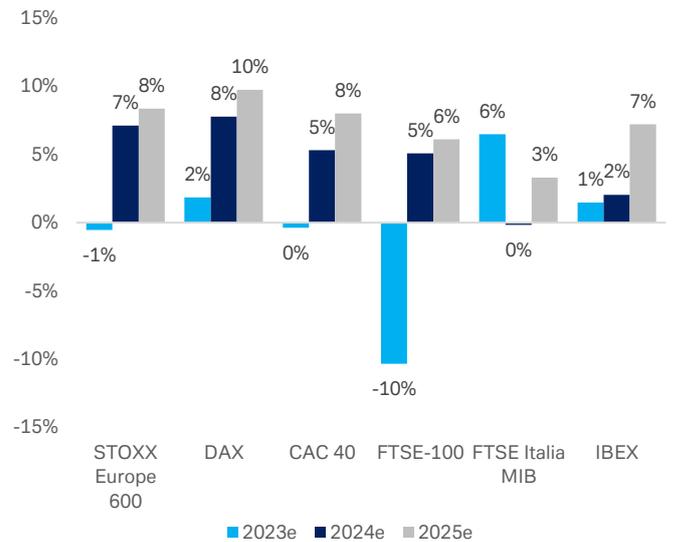
No obstante, el estímulo chino podría ayudar a compensar parte del lastre derivado de la leve desaceleración económica que se espera en EEUU en los próximos trimestres. Este país es el segundo mercado de exportación más importante de Alemania, después de la UE, y absorbe casi el 10% de las exportaciones. En términos de crecimiento económico, ambas economías han estado muy correlacionadas entre sí en el pasado. Con alrededor de 0,7, el coeficiente de correlación es muy superior al existente entre EEUU y Francia (0,4), Italia (0,3) y el Reino Unido (0,35). Históricamente, las recesiones en EEUU han ido seguidas de caídas del PIB alemán, con una sola excepción reciente.

A pesar de la aparente debilidad de la economía alemana, el DAX ha tenido un buen comportamiento en el último año, subiendo más de un 13% y marcando un nuevo máximo histórico el 28 de julio. La evolución bursátil se ha visto favorecida por las fuertes revalorizaciones de los beneficios por acción (BPA). Desde finales del año pasado, el consenso de los analistas ha elevado sus estimaciones de BPA para 2023 y 2024 en un 12% y un 10%, respectivamente. Sin embargo, algunas de las revisiones se deben a la salida de empresas del DAX y al necesario reequilibrio del índice. Pero incluso después de excluir estos efectos, las mejoras esperadas del BPA siguen siendo significativas.

En los denominados sectores Prime Standard, aquellos para los que se dispone de datos I/B/E/S completos, las estimaciones de crecimiento del BPA 2023 son más elevadas para los sectores de servicios públicos (+18%), automoción (+17%), tecnología (+16%) y comercio minorista (+15%). La sanidad (-12%) ha sido el único sector que ha experimentado rebajas significativas. El consenso de los analistas espera que el DAX registre un crecimiento del BPA más rápido que el mercado europeo en general hasta 2025 (gráfico 5). Las estimaciones de crecimiento del BPA se sitúan actualmente en el 2%, 8% y 10% respectivamente para el DAX durante el periodo 2023-2025. Esto contrasta con el 0%, 7% y 8% para el STOXX 600. Las estimaciones del DAX también son superiores a las del CAC40 francés y el FTSE 100 británico.

Creemos que estas estimaciones de los analistas son bastante optimistas. Las previsiones de BPA para los próximos 12 meses se sitúan actualmente en máximos históricos, un 60% por encima de los niveles anteriores a la pandemia. Aunque los beneficios por acción del DAX han caído menos bruscamente que las estimaciones del mercado europeo durante anteriores caídas temporales del crecimiento, no son inmunes a una ralentización más pronunciada del crecimiento económico. Los beneficios por acción previstos cayeron un 30% y un 40% respectivamente durante la COVID-19 y la crisis financiera mundial.

## Gráfico 5: Crecimiento previsto de los beneficios en Europa



Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG, a 11 de septiembre de 2023.

Aunque no esperamos que la economía mundial experimente un colapso comparable, sí prevemos que el crecimiento se mantenga moderado durante los próximos años. En este entorno, puede ser un reto para las empresas alemanas cumplir las expectativas. Dicho cumplimiento también dependerá en gran medida de los sectores más grandes. Los sectores industrial (22%), financiero (17%) y de consumo discrecional (15%, principalmente fabricantes de automóviles) representan más de la mitad del índice. Esto explica por qué el DAX se considera un índice muy cíclico, ligado a la "vieja economía".

El DAX también se considera un índice internacional porque las empresas que lo componen generan alrededor del 80% de sus ventas fuera de Alemania. Alrededor del 26% de sus ventas se generan en Norteamérica, el 40% en Europa sin Alemania y el 20% en Asia-Pacífico. Y cerca de la mitad de las ventas en Asia-Pacífico proceden de China, donde los automóviles y los materiales representan hasta el 30% de este total.

Esta elevada exposición a China explica por qué el DAX es sensible a las variaciones del tipo de cambio CNY/EUR, así como al crecimiento chino. Normalmente, el DAX reacciona positivamente a una apreciación del CNY, ya que esto provoca un efecto de conversión positivo (es decir, los beneficios denominados en CNY valen más en euros). La evolución relativa del índice con respecto al STOXX Europe 600 también muestra una correlación positiva con los PMI chinos. La correlación con el índice de sorpresas económicas de Citigroup (CESI) es aún mayor. Esto puede apuntar a un mayor rendimiento de las acciones alemanas, ya que el CESI ha rebotado desde su mínimo de mediados de julio de -93 puntos y ha mejorado desde entonces. La aplicación de las medidas económicas chinas anunciadas también puede apoyar al DAX.

Las valoraciones del DAX también parecen atractivas según la mayoría de los indicadores. La relación precio/beneficio (P/B), precio/valor contable (P/B) y rentabilidad por dividendos (calculada a partir de los beneficios estimados a 12 meses) es de 11,1, 1,4 y 3,6%, respectivamente.



Las valoraciones con respecto a otros índices bursátiles también son bajas. El DAX cotiza con un descuento del 14% en términos de PER a 12 meses con respecto al STOXX Europe 600. El descuento con respecto al S&P 500 alcanza un máximo histórico del 45%, lo que dice mucho de la falta de valores de crecimiento en el índice alemán.

El único indicador que no parpadea en verde es la prima de riesgo de la renta variable, que viene determinada por la diferencia entre el rendimiento de los beneficios a 12 meses y el rendimiento del Bund a 10 años. Con un 6,6%, se sitúa 70 pb. por debajo de su media a 10 años.

En conjunto, esperamos que el DAX continúe su tendencia alcista, impulsado por el sentimiento positivo en torno a los paquetes de estímulo chinos previstos para los próximos meses. Sin embargo, a medio plazo, nos preocupa que la rebaja de los beneficios por acción de consenso pueda lastrar el ánimo de los inversores. El DAX también podría resentirse del hecho de que contiene pocas empresas relacionadas con el actual tema bursátil número 1: la Inteligencia Artificial.

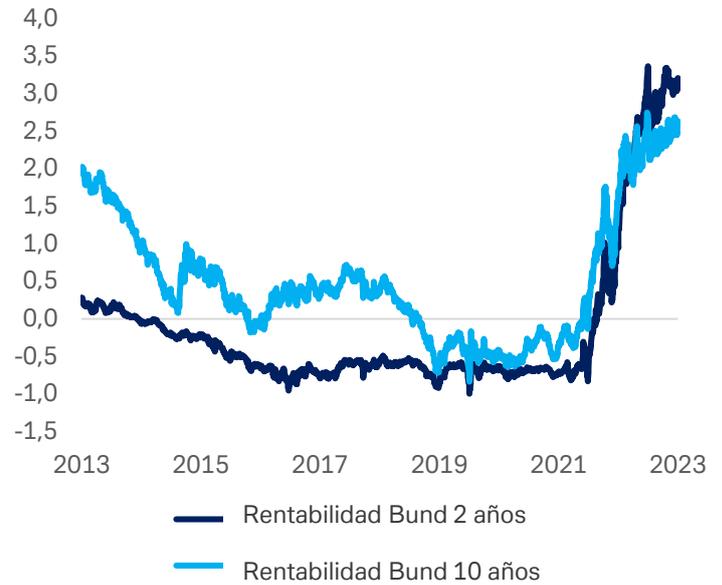
## 04 Política y competitividad

El crecimiento de la demanda interna en Alemania se enfrenta a importantes vientos en contra. Los costes de financiación de las inversiones se están encareciendo con el aumento de los tipos (Figura 6). La demanda de préstamos a largo plazo por parte de las empresas ha disminuido considerablemente en los últimos tiempos (gráfico 4). Debido a unas tasas de inflación obstinadamente elevadas, es probable que el BCE mantenga los tipos de interés altos durante algún tiempo, por lo que no se espera un gran alivio en el frente de los tipos de interés en un futuro próximo. La reorientación de las empresas hacia otras fuentes de energía, el uso de nuevas tecnologías, la mayor consideración de los aspectos ligados a la economía circular en los procesos de producción, la digitalización y la conexión en red, la construcción o adaptación y modernización de las infraestructuras y la adaptación estructural en general necesitan el apoyo de marcos políticos y jurídicos adecuados. El entorno de inversión y la demanda interna también deberán apoyarse en medidas de política económica y fiscal adecuadas.

Sin embargo, el margen de apoyo de la política fiscal a las medidas de reforma estructural se ha reducido considerablemente. Tras la rápida sucesión de la crisis del COVID-19 (que provocó un gasto adicional de 250 000 millones de euros) y el ataque ruso a Ucrania (que disparó los precios de la energía y el gasto en defensa), el freno de la deuda se ha suspendido temporalmente.

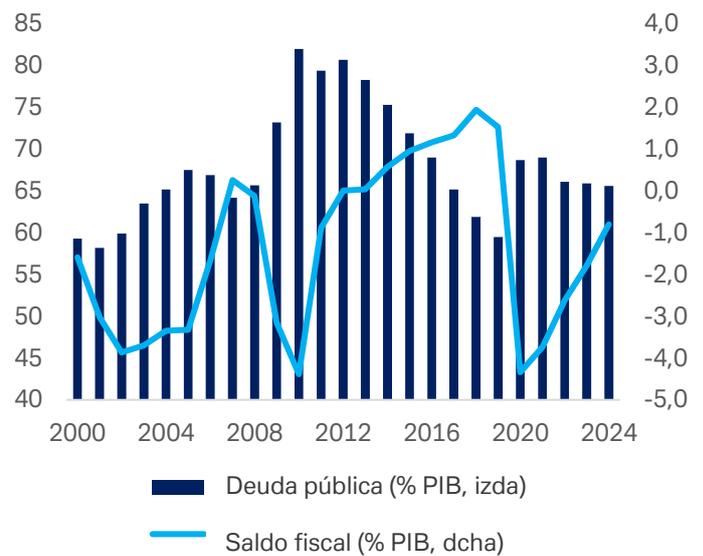
El déficit presupuestario público alcanzó el 4,3% del PIB en 2020 y volvió a reducirse en los años siguientes hasta situarse en torno al 1,8% este año<sup>5</sup>. Para el presupuesto de 2024 y la planificación financiera actualizada hasta 2027, los socios de la coalición del Gobierno federal han acordado que quieren cumplir las normas del freno de la deuda establecidas en la Ley Fundamental (es decir, una limitación de la nueva deuda federal al 0,35% del PIB y ninguna nueva deuda estatal), así como mantener los gastos de defensa en niveles elevados y abstenerse de subir los impuestos. El cumplimiento de estos acuerdos limita el alcance de las medidas de reforma global. En nuestra opinión, la atención no debe centrarse en las políticas de distribución, sino en abordar los problemas estructurales que ponen a prueba a las empresas.

Gráfico 6: Rentabilidades de los bonos gobierno alemanes



Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG, a 11 de septiembre de 2023.

Gráfico 7: Finanzas públicas en Alemania



Fuente: Refinitiv Datastream, OECD Economic Outlook Volume 2023 Issue 1, Deutsche Bank Ag., a 11 de septiembre de 2023

Es poco probable que los objetivos tan diferentes de los tres socios de la coalición de gobierno permitan la adopción de importantes medidas de reforma fiscal<sup>6</sup>. En los distintos ministerios hay que reajustar las prioridades de gasto y ejercer una mayor disciplina. Dado que el margen de financiación es escaso, las partidas de gastos estructurales deben contrarrestarse ahorrando en otros ámbitos, sobre todo si el crecimiento económico es insuficiente. Debido a las distintas prioridades sobre estos objetivos entre los partidos de la coalición, se observa un enfrentamiento entre dichos miembros sobre las posiciones de gasto. No obstante, el Gobierno de coalición ha acordado una serie de proyectos clave para el presupuesto federal de 2024.<sup>7</sup>



El plan presupuestario para 2024 presenta algunos aspectos positivos. Un proyecto importante, desde el punto de vista de la política económica, es la propuesta de "Ley para Reforzar las Oportunidades de Crecimiento, las Inversiones y la Innovación, así como la Simplificación Fiscal y la Equidad Tributaria (Ley de Oportunidades de Crecimiento)", que va acompañada de un amplio paquete de desgravaciones fiscales. Además de los incentivos a la inversión, la financiación de la investigación y las desgravaciones por depreciación, esta propuesta legislativa también contiene numerosas simplificaciones del sistema fiscal, que deberían tener un amplio impacto y contribuir a reducir la burocracia.

Otro proyecto es la llamada "Ley de Financiación del Futuro", que pretende reforzar a Alemania como centro financiero y mejorar las condiciones de financiación de las empresas jóvenes y orientadas al crecimiento. Como parte de esto, un marco legal menos burocrático, digital y moderno pretende movilizar capital privado para inversiones más orientadas al riesgo e industrias orientadas al futuro. Las pequeñas y medianas empresas (Pymes), en particular, deben fortalecerse mediante un mercado de capitales más atractivo y mejores opciones de financiación.

Estos proyectos de ley aún deben ser ultimados y aprobados por el Parlamento federal. Aunque podrían haber sido aún más amplios en cuanto a volumen de financiación<sup>8</sup>, sus objetivos van en la buena dirección y, por tanto, sería ventajoso, sobre todo en la actual coyuntura económica, que se aplicaran rápidamente. Esto es especialmente cierto porque varias medidas importantes que ya están en marcha (como la reducción de la burocracia) no dependen directamente de las finanzas. En definitiva, es importante que los políticos establezcan unos requisitos marco claros y eviten la microgestión, dados los problemas que suele conllevar.

En la situación actual, caracterizada por el cambio y la necesaria reestructuración de la economía en materia de energía, cambio climático, digitalización y nuevas tecnologías, es importante apoyar especialmente a las pequeñas y medianas empresas. Las empresas más grandes tienden a ceñirse a productos y procesos de producción bien establecidos y de éxito, y a realizar inversiones a gran escala. Las pequeñas y medianas empresas, por el contrario, tienen que reaccionar incluso a pequeños cambios en las condiciones del mercado, ya que trabajan constantemente para mejorar sus productos y buscar las mejores soluciones a los problemas de sus clientes. El carácter altamente inventivo de las pymes económicas alemanas, y su búsqueda de enfoques orientados a la solución, ha dado lugar a muchos de los llamados "campeones ocultos"<sup>9,10</sup> y ha contribuido así a la elevada flexibilidad de la economía alemana. En el pasado, esta flexibilidad ha ayudado a hacer frente a importantes trastornos estructurales y a adaptarse a las cambiantes condiciones del mercado.

Esto nos hace confiar en que la economía alemana afrontará bien los problemas estructurales actuales en relación con la energía, el cambio climático, las nuevas tecnologías, etc.

El Gobierno ha reconocido los problemas estructurales existentes y está abordándolos. Pero creemos que es importante evitar errores políticos que puedan limitar o sofocar la creatividad y la inventiva de las empresas. Hay que procurar reducir al mínimo las incertidumbres políticas.

Unos marcos claros pueden dar a las empresas el margen necesario para utilizar su creatividad y espíritu inventivo para mejorar la viabilidad futura de la economía alemana. Las empresas y, sobre todo, las pymes pueden recibir más apoyo si se les proporcionan las infraestructuras adecuadas, se simplifican los procesos de planificación y aprobación, la burocracia se orienta más hacia los servicios y, por último, pero no por ello menos importante, se ofrecen más incentivos para que las personas participen en el mercado laboral.



## Glosario

---

El **Bundesbank** es el banco central de Alemania.

La **pandemia Covid** es una pandemia causada por el coronavirus 2 del síndrome respiratorio agudo severo (SARS-CoV-2) y variantes de este virus.

El **DAX** es un índice bursátil de primer orden compuesto por las 40 principales empresas alemanas que cotizan en la Bolsa de Fráncfort; otros índices DAX incluyen una gama más amplia de empresas.

**EUR** es el código monetario del euro, la moneda de la zona euro.

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

La **Eurozona** está formada por 19 Estados miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro como moneda común y única moneda de curso legal.

La **Agencia Alemana de la Energía (dena)** es un centro de excelencia para la transición energética aplicada y la protección del clima.

El **producto interior bruto (PIB)** es el valor monetario de todos los bienes y servicios acabados producidos dentro de las fronteras de un país en un periodo de tiempo determinado.

La **Agencia Internacional de la Energía (AIE)** es una organización intergubernamental que proporciona recomendaciones políticas, análisis y datos sobre todo el sector energético mundial.

La **definición de Maastricht** de la deuda de las administraciones públicas incluye únicamente préstamos, títulos de deuda y efectivo y depósitos, con deuda a valor nominal y no a valor de mercado.

El **fondo Next Generation EU (NGEU)** es un paquete de medidas de recuperación de la Unión Europea para ayudar a los Estados miembros afectados por la pandemia del COVID-19.

La **Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)** es una organización intergubernamental que proporciona una plataforma para comparar experiencias políticas, identificar buenas prácticas y coordinar las políticas nacionales e internacionales de sus miembros. Es un importante editor de datos económicos.



## Bibliografía

---

1. IMF, World Economic Outlook, update July 2023, tomado de: [World Economic Outlook Update, July 2023: Near-Term Resilience, Persistent Challenges \(imf.org\)](#)
2. Discurso del primer ministro Olaf Scholz, tomado de: [Regierungserklärung von Bundeskanzler Olaf Scholz am 27. Februar 2022 \(bundesregierung.de\)](#)
3. Agencia Federal de Educación Cívica, tomado de : [Deutschland: Entwicklung des Außenhandels | Globalisierung | bpb.de](#)
4. Deutsche Bundesbank, Informe Mensual Julio 2018, tomado de : [Die Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft und ihre internationalen Folgen \(bundesbank.de\)](#)
5. Previsiones presupuestarias según la definición de Maastricht, extraído de: [OECD Economic Outlook, Volume 2023 Issue 1 | OECD iLibrary \(oecd-ilibrary.org\)](#)
6. Deutsche Bank Research, Focus Germany: "Midterm review" – reforms to tackle the new growth challenge, 25 de julio de 2023
7. Borrador del Gobierno, recuperado de: [Bundesfinanzministerium - Regierungsentwurf für den Bundeshaushalt 2024 und Finanzplan bis 2027](#)
8. Frankfurter Allgemeine Zeitung as of 29.8.2023, extraído de: [Lindners Wachstumschancengesetz fällt üppiger aus als gedacht \(faz.net\)](#)
9. „Deutschlands Hidden Champions“, in Perspektiven – The Investment Journal for clients of Deutsche Bank, número 09 2023, p.8.
10. Bundesverband der mittelständischen Wirtschaft (BVMW): "Las pequeñas y medianas empresas garantizan estabilidad y progreso", recuperado de: [Zahlen und Fakten rund um den deutschen Mittelstand - BVMW DE](#)



## Información importante

### General

El presente documento no podrá distribuirse en Canadá ni en Japón. Este documento va dirigido exclusivamente a clientes minoristas o profesionales. La comunicación del presente documento es realizada de buena fe por Deutsche Bank AG, sus sucursales (según se permita en cada jurisdicción correspondiente), sus sociedades filiales y sus directivos y empleados (colectivamente, «Deutsche Bank»). Este material se facilita con carácter informativo exclusivamente 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 celebrar 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.es

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 pueden encontrarse sujetas a riesgos genéricos de mercado, derivados del instrumento o específicos de este, o asociados al emisor en concreto. Si dichos riesgos se materializasen, los inversores podrían incurrir en pérdidas, entre otras, por ejemplo, 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, entre otras cosas, la precisión, suficiencia, 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 precisión 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.

Antes de tomar una 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 ninguna persona. 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 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. Más información disponible a petición del inversor. La forma de difusión o distribución del presente documento podría estar sujeta a restricciones legales o reglamentarias en determinados países, entre otros, 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 ese 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 la futura rentabilidad. Se facilitará más información a petición del inversor.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia-Pacífico, este documento se considera material de marketing, pero no es el caso de EEUU. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de los rendimientos futuros. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede llevar a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan un riesgo. El valor de una inversión puede bajar o subir y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo.



## Información importante

### Reino de Bahrain

Para residentes en el Reino de Baréin: Este documento no constituye una oferta de venta de valores, derivados o fondos comercializados en Baréin, ni de participación en los mismos, según el significado incluido en el Reglamento de la Agencia Monetaria de Baréin. Todas las solicitudes de inversión deberían proceder de fuera de Baréin y cualquier asignación debería realizarse fuera de ese país. El presente documento se ha elaborado con carácter informativo privado exclusivamente para los inversores a los que va destinado, que serán instituciones. No se realizará ninguna invitación para el público del Reino de Baréin y este documento no se emitirá, trasladará ni pondrá a disposición del público en general. El Banco Central (CBB) no ha revisado ni aprobado el presente documento ni tampoco la comercialización de dichos valores, derivados o fondos en el Reino de Baréin. Por lo tanto, no se podrán ofrecer ni vender los valores, derivados o fondos a residentes de ese país, salvo como lo permita su legislación. El CBB no es responsable de la rentabilidad de los valores, derivados o fondos.

### 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 nn... o 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: Centro Financiero Internacional de Dubái, The Gate Village, Edificio 5, Apdo. 504902, Dubái (E.A.U.) Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG. Los servicios o productos financieros relacionados solo se encuentran a disposición de Clientes profesionales, según la definición de este término que realiza la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái.

### Estado de Qatar

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 solo se encuentran a disposición de Clientes empresariales, según la definición de este término que realiza 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 por acciones («Aktiengesellschaft») constituida en virtud de las leyes de la República Federal de Alemania, y dispone de licencia para realizar 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 Bruselas y está inscrita en el Registro Mercantil (RPM) de Bruselas con el CIF BE 0418.371.094. Para obtener más información, puede solicitarse o bien consultarse 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 de los Mercados de Capitales (CMA). Deutsche Securities Saudi Arabia solo puede llevar a cabo las actividades de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia de la CMA. Lugar de establecimiento principal en Arabia Saudita: King Fahad Road, distrito de Al Olaya, Apdo. 301809, Faisaliah Tower, 17º piso, 11372 Riyadh (Arabia Saudita).

### Reino Unido

En el Reino Unido («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: 23 Great Winchester Street, EC2P 2AX Londres (Reino Unido). DB UK Bank Limited es una entidad autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority 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).



## Información importante

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. 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 las Leyes de Hong Kong) [la «SFO», por sus siglas en inglés]) 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. El aviso legal para Estados Unidos se regirá por las leyes del Estado de Delaware y se interpretará de acuerdo a estas, independientemente de cualquier disposición relativa a conflictos de derecho que imponga la aplicación de las leyes de otro fuero.

### Estados Unidos

En los Estados Unidos, los servicios de corretaje se ofrecen a través de Deutsche Bank Securities Inc., un corredor de bolsa y asesor de inversiones registrado, que realiza actividades de valores en los Estados Unidos. Deutsche Bank Securities Inc. es miembro de FINRA, NYSE y SIPC. Los servicios bancarios y crediticios se ofrecen a través de Deutsche Bank Trust Company Americas, miembro de la FDIC, y otros miembros del Deutsche Bank Group. Con respecto a los Estados Unidos, véanse las declaraciones anteriores realizadas en este documento. Deutsche Bank no se responsabiliza ni garantiza que la información contenida en este documento sea apropiada o esté disponible para su uso en países fuera de los Estados Unidos, o que los servicios descritos en este documento estén disponibles o sean adecuados para la venta o el uso en todas las jurisdicciones o por todas las contrapartes. A menos que esté registrado, con una licencia que pueda permitirse de acuerdo con la ley aplicable, ninguno de Deutsche Bank o sus afiliados ofrece ningún servicio en los Estados Unidos o que esté diseñado para atraer a personas estadounidenses (tal como se define dicho término en la Regulación S de los Estados Unidos). State Securities Act of 1933, según enmendada). Este descargo de responsabilidad específico de los Estados Unidos se regirá e interpretará de acuerdo con las leyes del estado de Delaware, sin tener en cuenta las disposiciones sobre conflictos de leyes que obligarían a aplicar la ley 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 Frankfurt am Main. Está inscrita en el registro del tribunal de distrito («Amtsgericht») de Frankfurt am Main con el n.º HRB 30 000 y posee licencia para realizar actividades bancarias y prestar servicios financieros. Autoridades de control: 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).



## Información importante

### Francia

Deutsche Bank AG es una entidad de crédito autorizada, sujeta a la supervisión general del Banco Central Europeo y de BaFin, la Autoridad Federal de Supervisión Financiera alemana. Sus diversas sucursales son supervisadas localmente, para determinadas actividades, por las autoridades bancarias competentes, como la Autoridad de Control Prudencial y Resolución (La ACPR) y la Autoridad de los Mercados Financieros (La AMF) en Francia. Este documento se ha elaborado únicamente con fines de debate. No es un documento de análisis financiero. Las opiniones expresadas en este documento pueden diferir de las expresadas por otros departamentos de Deutsche Bank, incluido el departamento de análisis financiero. La forma de circulación y distribución de este documento puede estar restringida por ley o normativa en determinados países, incluido Estados Unidos. Este documento no está destinado a ser distribuido o utilizado por ninguna persona o entidad que sea nacional de, o residente o esté ubicada en cualquier país, estado o jurisdicción donde dicha distribución, publicación, disponibilidad o uso sea contrario a las leyes y reglamentos aplicables o someta a Deutsche Bank AG o a cualquiera de sus filiales a cualquier requisito adicional de registro o licencia. Las personas en posesión de este documento están obligadas a informarse sobre dichas restricciones y a observarlas. Este documento y la información contenida en él no constituyen un asesoramiento de inversión, una oferta, un incentivo o una recomendación para realizar una transacción. Este documento no puede ser considerado como la base exclusiva de decisión de inversión alguna y no puede ser entendido como la recomendación por parte de Deutsche Bank para que el Receptor entre en ningún tipo de operación.. Nada de lo contenido en este documento constituye asesoramiento financiero, jurídico, fiscal o de otro tipo, y no debe tomarse ninguna decisión de inversión o de otro tipo basándose únicamente en este documento. Por lo tanto, Deutsche Bank AG insta a los inversores potenciales a buscar asesoramiento independiente de sus propios asesores profesionales fiscales, jurídicos, contables y de otro tipo sobre la idoneidad de la transacción propuesta a la luz de sus objetivos, recursos financieros y operativos o cualquier otro criterio antes de tomar cualquier decisión de inversión, incluidos los riesgos y beneficios potenciales de la transacción, en particular cuando se trate de transacciones en divisas, inversiones en países distintos de Francia?, valores de renta fija de alto rendimiento, fondos de cobertura, materias primas o fondos de capital riesgo/inversión. Es responsabilidad exclusiva de los inversores potenciales obtener la documentación (folleto, Term Sheets, contrato de suscripción, etc.) y la información necesarias para evaluar la inversión y los riesgos que conlleva. Deutsche Bank AG no se hace responsable de los riesgos asociados a los productos mencionados en este documento. Es posible que no sean adecuados para todos los inversores y/o que sólo lo sean para determinadas categorías de inversores. Además, los productos financieros mencionados en este documento sólo son adecuados para inversores que tengan los conocimientos y la experiencia necesarios para evaluar y asumir los riesgos inherentes a una inversión, incluidos los riesgos financieros, políticos y de mercado, así como el riesgo de perder la totalidad del importe invertido. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras y no son constantes a lo largo del tiempo. Nada de lo contenido en el presente documento constituye una declaración o garantía de resultados futuros.

Queda prohibida toda reproducción, representación, distribución o redistribución, total o parcial, del contenido de este documento en cualquier soporte o por cualquier procedimiento, así como toda venta, reventa, retransmisión o puesta a disposición de terceros por cualquier medio. Queda prohibida la reproducción o distribución de este documento sin nuestra autorización por escrito. © 2023 Deutsche Bank AG. Todos los derechos reservados.

### Sudáfrica

En Sudáfrica, este material es distribuido por Deutsche Bank Suisse SA autorizado como proveedor de servicios financieros (FSP) para la prestación de Servicios de Asesoramiento e Intermediación por la Autoridad de Conducta del Sector Financiero de Sudáfrica (FSCA) bajo el número de registro 52190. Deutsche Bank Suisse SA está autorizado para operar una Oficina de Representación por la Autoridad Prudencial del Banco de la Reserva de Sudáfrica (SARB).

### 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 o cualquier 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 bolsas extranjeras de 1999 y de la normativa promulgada en virtud de la misma, todo 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 toda inversión mencionada 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

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

### España

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal 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 Unipersonal solo puede llevar a cabo las actividades bancarias y de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia. 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 Unipersonal.



## Información importante

---

### Portugal

Deutsche Bank AG, Sucursal de Portugal es una institución de crédito regulada por el Banco de Portugal y la Comisión de Valores Portuguesa (la «CMVM»), registrada con los números 43 y 349 respectivamente y con número de inscripción en el Registro Mercantil 980459079. Deutsche Bank AG, Sucursal de Portugal solo puede llevar a cabo las actividades bancarias y de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia. El domicilio social se encuentra sito en Rua Castilho, 20, 1250-069 Lisboa (Portugal). Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG, Sucursal de Portugal.

### Austria

Este documento es distribuido por Deutsche Bank Österreich AG, con domicilio social en Viena (República de Austria), inscrita en el Registro Mercantil del Tribunal Mercantil de Viena con el número FN 140266z. Está supervisada por la Autoridad Austríaca de Mercados Financieros (Finanzmarktaufsicht o FMA), sita en Otto-Wagner Platz 5, 1090 Viena y (como entidad del grupo Deutsche Bank AG) por el Banco Central Europeo («BCE»), sito en Sonnemannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main (Alemania). Este documento no ha sido presentado ante ninguna de las autoridades de control antes mencionadas ni ha sido aprobado por ellas. Respecto de determinadas inversiones mencionadas en este documento, pueden haberse publicado folletos. En tal caso, las decisiones de inversión deberían basarse exclusivamente en los folletos publicados, incluidos sus posibles suplementos. Solo dichos documentos tienen carácter vinculante. Este documento constituye material de promoción comercial que se facilita exclusivamente con carácter informativo y publicitario, y no es el resultado de ningún análisis ni estudio financiero.

### Holanda

Este documento es distribuido por Deutsche Bank AG, Sucursal de Ámsterdam, con domicilio social en De entre 195 (1101 HE) en Ámsterdam, Países Bajos, y registrado en el registro de comercio de los Países Bajos con el número 33304583 y en el registro en el sentido de la Sección 1: 107 de la Ley de Supervisión Financiera de los Países Bajos (Wet op het financieel toezicht). Este registro se puede consultar a través de [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl).

© Deutsche Bank AG 2023. Todos los derechos reservados

053777 091523