



CIO Special

1 Diciembre, 2021

Autor:
Rosa Duce
Chief Investment Officer Spain

España: riesgo y oportunidades del NGEU

- 01 Introducción
- 02 NGEU: una oportunidad única
- 03 La clave está en las reformas estructurales
- 04 ¿Y ahora qué?
- 05 Implicaciones para la inversión

Puntos clave

- La pandemia por Covid-19 impactó considerablemente la economía Española, con el PIB cayendo un 10,8% en 2020. La llegada de las vacunas ha permitido una paulatina recuperación de la actividad durante 2021, aunque menos fuerza de la prevista. Esperamos que el 2021 cierre el año con un crecimiento del 5%, cifra que podría alcanzar el 6.3% en 2022.
- España tiene acceso a un total de 152.000 mn.€ del fondo Next Generation de la UE (NGEU) entre 2021-26. El acceso a los fondos del NGEU está condicionado a la realización de reformas. Mercado laboral, pensiones y una completa modernización del sector público son las principales reformas a realizar en el futuro próximo.
- La llegada de los fondos del NGEU presenta una oportunidad única para corregir desequilibrios heredados del pasado y preparar a la economía para el futuro. Pero si no es así, entonces la economía española tendrá un breve periodo de alto crecimiento sin que haya un cambio en el modelo económico.

01

La pandemia por Covid-19 impactó con fuerza a la economía española, probablemente como consecuencia del fuerte peso de los sectores más afectados por las restricciones (el turismo supone aproximadamente un 12% del PIB). Como resultado, el PIB retrocedió un 10.8% en 2020, con el segundo trimestre cayendo un -21,5% anual.

La fuerte respuesta a la crisis (equivalente al 20% del PIB en 2020), principalmente vía préstamos y garantías, así como ayudas directas, como apoyo al empleo (ERTEs) y beneficios a los trabajadores autónomos, permitió cierta preservación del empleo. Como resultado, y al contrario de lo que sucedió en crisis anteriores, la tasa de paro se ha mantenido en torno al 15% (actualmente se sitúa por debajo de este nivel).

La llegada de las vacunas ha permitido una gradual recuperación de la actividad durante 2021, aunque con menor dinamismo de lo esperado. La subida del 1,1% trimestral del 2º trimestre vino seguida de un incremento del 2% en el 3º trimestre. A nivel doméstico, el consumo lidera la recuperación, mientras que el sector industrial se está viendo frenado, como en el resto de Europa, por los problemas de suministro a nivel mundial y el incremento de los costes de las materias primas, que han llevado incluso a algunas compañías a paralizar la producción. En el caso del sector exterior, la recuperación parcial del turismo ha permitido una contribución positiva en el tercer trimestre.

Desafortunadamente, los primeros indicadores del 4º trimestre muestran cierto nivel de estancamiento en la actividad económica. Los altos precios de la electricidad, la subida del IPC y los persistentes problemas de suministro a nivel mundial (cuellos de botella en las cadenas de producción) pesan sobre la actividad económica. La falta de actividad del sector público es otro freno en el crecimiento. En cualquier caso, es probable que el año 2021 se cierre con un crecimiento cercano al 5%, y esperamos que la economía acelere su crecimiento durante 2022 (previsión CIO: +6.3%), gracias a la subida del consumo (la tasa de ahorro de las familias está hoy ligeramente por debajo del 10% de la renta disponible, una cifra no vista en 20 años) y la llegada de los fondos del NGEU. Estos factores permitirían volver a los niveles de riqueza precrisis en la segunda mitad del próximo año.



Por favor, use este código QR para acceder a una selección de las publicaciones del CIO de Deutsche Bank (www.deutschewealth.com).



Gráfico 1: crecimiento del PIB (a/a)



Fuente: INE. Datos a 12 de noviembre de 2021

02 NGEU: una oportunidad única

La crisis económica generada por la pandemia por Covid 19 ha forzado a la UE a aprobar un programa de estímulos sin precedentes: el fondo *Next Generation EU* (NGEU). El mismo supone no sólo la movilización de un ingente volumen de fondos, sino que además, por primera vez en la historia, supondrá la emisión de deuda de forma conjunta. España es elegible para acceder a 152.000 mn.EUR procedentes de este fondo, repartidos entre el programa React-EU, para 2021-22 (financiación a corto plazo) y 140.000 mn.EUR del Fondo para la Recuperación y Resiliencia (RRF por sus siglas en inglés). Este último está repartido de forma equiponderada entre transferencias y préstamos. El Plan para la Recuperación, Transformación y Resiliencia aprobado por el gobierno español se compromete a utilizar todo el dinero disponible en transferencias (70.000 mn.EUR) durante el periodo 2021-23, mientras que el uso de los préstamos se iniciará mayoritariamente a partir de 2023.

El plan está dividido en 4 ejes principales, alienados a su vez en 10 políticas ligadas al conjunto de la economía, pero también de sectores específicos (turismo, comercio, agricultura, salud y autos)..



Eje I: Transición ecológica (40.29% del total de inversión). El Plan incluye el compromiso con la transformación de la economía española a hacia una economía sostenible, en línea con el Acuerdo Verde de la UE y el Plan Nacional para el Clima y la Energía.



Eje II: Transformación digital (29.58%). Inversiones y reformas para mejorar las infraestructuras digitales, garantizando el acceso universal a los servicios digitales (Agenda España Digital 2025). La digitalización está también incluida en los otros tres ejes del plan.



Eje III: Cohesión social y territorial. Medidas específicas para mejorar la calidad de vida en las áreas más despobladas del país con el foco en mejorar su conectividad, mantener la población en las zonas rurales, y apoyar la transformación verde y digital en la industria agroalimentaria, muy importante para estas regiones. La educación es también un factor clave de este eje, con el fin de dotar de oportunidades para las generaciones futuras.



Eje IV: Igualdad de género. Mujeres y jóvenes han sido los más afectados por la crisis. La brecha salarial ente géneros y las barreras de acceso a las mujeres al empleo son problemas tradicionales en el mercado de trabajo español.

10 políticas alineadas con estos objetivos:

1. Agenda rural y urbana, desarrollo agrícola y lucha contra la despoblación.
2. Infraestructuras resilientes y sostenibles
3. Transición energética justa e inclusiva
4. Una Administración Pública del siglo XXI
5. Modernización y digitalización de la industria, fomento y apoyo a las Pymes, recuperación y transformación del turismo y otros sectores estratégicos.
6. Impulso al I+D, promoción y mejora de las capacidades del Sistema Nacional de Salud.
7. Educación y conocimiento, aprendizaje permanente y desarrollo de capacidades
8. La nueva economía de los cuidados y las políticas de empleo. Necesidad de construir una economía asistencial más fuerte, que abarque los servicios para personas dependientes o vulnerables. Reducir la dualidad del mercado laboral. Fomento de las actividades deportivas.
9. Modernización del sistema fiscal para un crecimiento inclusivo y sostenible. La relación entre ingresos fiscales y PIB de España es inferior a la media europea. Existe una fuerte presión fiscal sobre las rentas del trabajo y un desarrollo insuficiente de los impuestos medioambientales.

Gráfico 2: Coste total de las 10 políticas



Fuente: Ministerio de Economía. Datos a Octubre de 2021



03 La clave está en las reformas estructurales

El acceso a los fondos del NGEU está condicionado a las reformas. El mercado laboral, el sistema de financiación de las pensiones y la modernización completa del sector público son probablemente las principales reformas que deben abordarse en el futuro, en línea con las Recomendaciones Específicas por País (CSRs) de la Comisión Europea para España publicadas en 2019-20 (véase el gráfico 3). El Gobierno ha dado los primeros pasos en dos de estas reformas clave: la reforma de las pensiones y la reforma laboral, ambas en fase de negociación con las fuerzas sociales para alcanzar un borrador definitivo.

En el caso de la reforma laboral, el objetivo debe ser acabar con la excesiva dualidad del mercado de trabajo, con un peso excesivo de los contratos temporales (25% del total). También hay que reforzar el uso de las políticas activas de empleo, para mejorar la capacidad de las agencias de empleo de poner en contacto a los demandantes de empleo con los puestos disponibles. La actual propuesta del Gobierno cuestiona algunos factores clave de la reforma de 2012, como la supresión de los convenios sectoriales o regionales en favor de la negociación a nivel empresa. Sin embargo, este último punto está siendo fuertemente cuestionado por los empresarios, que creen que esta medida provocará un aumento de los costes laborales.

En cuanto a las pensiones, el objetivo es garantizar la sostenibilidad del sistema a medio plazo. Para ello, la reforma plantea ajustar los incentivos a la jubilación anticipada para acercar la edad real de jubilación a la legal, separar las fuentes de financiación, modificar las bases máximas de cotización y desarrollar vehículos alternativos de ahorro a largo plazo. Al mismo tiempo, prevé revertir la reforma anterior y volver a vincular los pagos de las pensiones a la inflación. Este factor, sin embargo, está encontrando oposición por parte de la Comisión Europea, dado el actual momento de inflación históricamente alta (5,4% interanual en octubre). El Gobierno también ha suprimido el llamado factor de sostenibilidad, diseñado en la última reforma de 2012, para introducir un factor de igualdad intergeneracional. El objetivo es que personas de distintas generaciones con la misma trayectoria laboral deberían recibir la misma cuantía de pensión ahora y en el futuro. La propuesta actual del Gobierno, en debate con las organizaciones sociales, consiste en un aumento de las cotizaciones a la S.Social desde 2022 hasta 2032 en 0,6 p.porcentuales al año para aumentar la actual reserva de la Seguridad Social. Esta es otra medida muy criticada tanto por los sindicatos como por las empresas

04 ¿Y ahora qué?

La llegada de los fondos del NGEU supone una oportunidad única para corregir los desequilibrios heredados del pasado y preparar la economía para el futuro. La transición ecológica, la digitalización, los cambios demográficos, un mercado laboral más equilibrado y la despoblación regional son algunos de los problemas que deben abordarse para generar un nuevo modelo económico, basado en la mejora de la productividad y la eficiencia. Si los proyectos del NGEU se aplican correctamente y se ponen en marcha las reformas estructurales pendientes, España debería ser capaz de alcanzar un mayor crecimiento potencial del PIB.

Pero si esto no ocurre, entonces España experimentará un periodo de mayor crecimiento puntual (gracias a los impulsos fiscal y monetario), pero no logrará cambios permanentes en su modelo de crecimiento. Ese es el mayor riesgo. De hecho, el proyecto de ley de presupuestos para 2022 recientemente aprobado parece basarse en hipótesis optimistas (se espera que el crecimiento del PIB supere el 6% en 2022). Y las finanzas públicas seguirán bajo escrutinio. Aunque las normas fiscales de la UE están suspendidas, la Comisión Europea seguirá muy pendiente de que las desviaciones sean temporales, y como consecuencias de las ayudas a la recuperación. Pero se trata de una situación transitoria: la reducción del déficit sigue siendo necesaria.

Gráfico 3: Recomendaciones de la Comisión Europea (CSRs), España

	2019	2020
Finanzas Públicas	Fortalecimiento de las finanzas públicas Uso de las ganancias inesperadas para consolidar las finanzas públicas	Tomar todas las medidas necesarias para luchar contra la pandemia Cuando sea posible, buscar la consolidación fiscal.
Sistema de pensiones	La decisión de vincular de nuevo las pensiones a la inflación y la derogación del factor de sostenibilidad requiere medidas compensatorias para garantizar la sostenibilidad del sistema a largo plazo	
Mercado de trabajo	Reducción de la temporalidad Mejorar la cobertura en los parados más afectados vía programas de subsidios mínimos. Mayor cooperación educación - empresa.	Soporte al empleo vía acuerdos para evitar el despido Reforzar la protección de empleo, especialmente en trabajadores más penalizados por la pandemia
Inversión Pública & Marco empresarial	Foco en inversiones que promuevan la innovación y la eficiencia energética. Mejora de las infraestructuras ferroviarias Mejora de la competencia en los servicios empresariales y en colegios profesionales	Promoción de la inversión privada. Foco en inversión verde y en la transición digital, infraestructuras digitales y energías limpias. Medidas de apoyo para dar liquidez a las empresas ante la pandemia.
Sistema sanitario		Fortalecimiento del sistema.

Fuente: Deutsche Bank AG, Comisión Europea, 2019, 2020



Además, la actual propuesta de aumentar los salarios públicos en función del IPC puede ser utilizada por los sindicatos como argumento incluirlo en el resto de sectores. Como resultado, podríamos ver efectos de segunda ronda del actual aumento de los precios de la energía y el gas, y provocando presiones salariales persistentes que pesarían sobre el crecimiento y la creación de empleo en el futuro. Por último, aunque las actuales tasas de vacunación se encuentran entre las más altas de Europa (cerca del 92% de la población), el actual aumento de contagios por la variante Omicron supone un riesgo para el crecimiento. La aparición de nuevas mutaciones más contagiosas o resistentes a las vacunas actuales es un riesgo adicional.

05 Implicaciones para la inversión

La evolución relativa del índice Ibx 35 ha sido inferior a la de sus homólogos europeos. En 2020, el índice cayó un 15,5%, en gran parte como consecuencia de los descensos de los valores vinculados a los sectores turístico y financiero. La mejora de las perspectivas económicas y el sentimiento generalmente positivo hacia los activos de riesgo han contribuido a que el Ibx muestre ganancias en lo que va de 2021 (sube en torno al 11% TYTD), aunque por debajo del resto de Europa. La aceleración del crecimiento económico que se espera para 2022 y la esperada llegada de fondos europeos podrían permitir que este comportamiento positivo se mantenga.

La mayor parte de los fondos del NGEU se centrarán en la digitalización, la sostenibilidad, la educación y la sanidad. A la vista de las recientes declaraciones de los responsables gubernamentales, las infraestructuras digitales serán una cuestión importante en los próximos años.

La transición ecológica es también un pilar fundamental. Ya se han aprobado leyes sobre la electrificación del transporte y se ha hecho un gran esfuerzo por ampliar la red eléctrica y la infraestructura de recarga. Las principales empresas de servicios públicos ya están desplegando estaciones de recarga en zonas públicas y privadas y el gobierno está fomentando las alianzas entre industrias para avanzar en la movilidad inteligente, los proyectos de energía limpia y la economía verde en general. El problema es que el sector eléctrico se muestra escéptico ante las iniciativas del gobierno debido a la última legislación que tendrá un impacto negativo en sus beneficios.

El Gobierno también está centrando su atención en utilizar el impulso de la I+D para evitar y revertir parcialmente la "fuga de cerebros" de trabajadores españoles con talento hacia otras partes del mundo. La educación será clave para mejorar la competitividad y desarrollar un entorno eficiente para las grandes empresas y los emprendedores. El objetivo final es promover algunas ciudades españolas como "Silicon Valleys" europeos y utilizar el capital público para apoyar a las start-ups en todos los campos tecnológicos.

La implantación global y el prestigio de las grandes empresas españolas de construcción y obras públicas las hace atractivas por el enorme volumen de inversión que probablemente se destinará a infraestructuras en todo el mundo.

Un mayor crecimiento del PIB debería ayudar a garantizar un mejor control de las finanzas públicas y, en particular, a alcanzar los objetivos de nivel de deuda que hacen posible la estabilidad del mercado y un mayor crecimiento. Como ya se ha mencionado, el principal riesgo es que los fondos del NGEU no

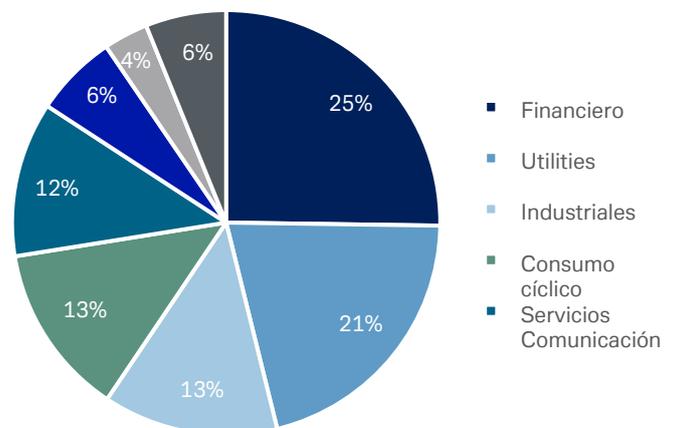
se utilicen con la eficiencia que debieran, y que los cambios del modelo económico español no sean tan exitosos o permanentes como se esperaba. Los retos de las finanzas públicas están, pues, ligados a grandes interrogantes sobre el rumbo futuro de la economía española.

Gráfico 4: Previsiones de la Comisión Europea

	2020	2021	2022	2023
PIB (a/a)	-10,8%	4.6%	5.5%	4.4%
Inflación (a/a)	-0.3%	2.8%	2.1%	0.7%
Tasa de paro	15.5%	15.2%	14.3%	13.9%
Saldo fiscal/PIB	-11.0%	-8.1%	-5.2%	-4.2%
Deuda/PIB	120%	120.6%	118.2%	116.9%
Bal.Corr./PIB	0.8%	0.3%	0.8%	1.0%

Fuente: Comisión Europea. Datos a noviembre de 2021.

Gráfico 5: Ibx 35, peso por sectores



Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos a noviembre de 2021.



Glosario

El **Índice de Precios al Consumo (IPC)** mide los precios de una cesta de bienes y servicios representativa del consumo de una familia.

EUR es la divisa de la zona euro.

La **Eurozona** está formada por 19 países de la Unión Europea que han adoptado el euro como moneda común.

Producto Interior Bruto (PIB) es el valor monetario de todos los bienes acabados y servicios producidos dentro de las fronteras de un país en un período de tiempo determinado.

La **Facilidad para la Recuperación y la Resiliencia (Recovery and Resilience Facility, RRF)** es un instrumento para favorecer la recuperación de la zona euro y mitigar los efectos de la pandemia por coronavirus. El objetivo es hacer a las economías europeas más sostenibles, más resistentes y mejor preparadas para los retos y oportunidades del futuro, en especial, la transición ecológica y transformación digital.

El **Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia** es el instrumento clave del fondo Next Generation de la UE. Establece el camino para la modernización de la economía española, la recuperación económica y la creación de empleo, después de los efectos de la pandemia del Covid, además de preparar a la economía para los retos del futuro.

Investigación y Desarrollo (I&D) representa las actividades realizadas por las compañías para innovar su producción e introducir nuevos productos y servicios, o bien para mejorar la oferta existente.



Bibliografía

Spanish Economic and Digital Transformation Ministry, Recovery, Transformation and Resilience Plan, Junio 2021.

Banco de España, Boletín Económico, 03 2021.

European Commission, 2020 European Semester: Country Specific Recommendations, Junio 2020.

European Commission, Autumn 2021 Economic Forecast, Spain, Noviembre 2021.

Deutsche Bank Research, Spain's Recovery Plan: a high-level and unfinished map, Mayo 2021.



Información importante

General

Este documento está siendo distribuido de buena fe por Deutsche Bank AG, sus sucursales (según lo permitido en cualquier jurisdicción pertinente), las empresas afiliadas y sus funcionarios y empleados (colectivamente, "Deutsche Bank"). Este material es sólo para su información y no pretende ser una oferta, o recomendación o solicitud de una oferta para comprar o vender cualquier inversión, seguridad, instrumento financiero u otro producto específico, para concluir una transacción, o para proporcionar cualquier inversión, asesoramiento de servicios o inversiones, o para proporcionar cualquier investigación, investigación de inversión o recomendación de inversión, en cualquier jurisdicción. Todos los materiales de esta comunicación están destinados a ser revisados en su totalidad. Si un tribunal de jurisdicción competente considera que alguna disposición de esta exención de responsabilidad es inaplicable, las disposiciones restantes permanecerán en pleno vigor y efecto. Este documento se ha preparado como un comentario general del mercado sin tener en cuenta las necesidades de inversión, objetivos o circunstancias financieras de cualquier inversor. Las inversiones están sujetas a riesgos genéricos de mercado que se derivan del instrumento o son específicos del instrumento o están vinculados al emisor en particular. En caso de que tales riesgos se materializaran, los inversores pueden incurrir en pérdidas, incluidas (sin limitación) una pérdida total del capital invertido. El valor de las inversiones puede caer, así como aumentar y no puede recuperar la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Este documento no identifica todos los riesgos (directos o indirectos) u otras consideraciones que puedan ser importantes para un inversor al tomar una decisión de inversión. Este documento y toda la información incluida en este documento se proporcionan "tal cual", "según disponibilidad" y Deutsche Bank no realiza ninguna representación o garantía de ningún tipo, expresa, implícita o legal, con respecto a cualquier declaración o información contenida en este documento o en conjunción con este documento. Todas las opiniones, los precios de mercado, las estimaciones, las declaraciones prospectivas, las declaraciones hipotéticas, los rendimientos de previsión u otras opiniones que conduzcan a conclusiones financieras contenidas en este documento reflejan el juicio subjetivo de Deutsche Bank sobre la fecha de este informe. Sin limitación, Deutsche Bank no garantiza la exactitud, adecuación, integridad, fiabilidad, puntualidad o disponibilidad de esta comunicación o cualquier información contenida en este documento y renuncia expresamente a la responsabilidad por errores u omisiones en el presente documento. Las declaraciones prospectivas implican elementos significativos de juicios y análisis subjetivos y cambios en los mismos y/o la consideración de factores diferentes o adicionales podrían tener un impacto importante en los resultados indicados. Por lo tanto, los resultados reales pueden variar, tal vez materialmente, de los resultados contenidos en este documento. Deutsche Bank no asume ninguna obligación de actualizar la información contenida en este documento ni de informar a los inversores sobre la información actualizada disponible. La información contenida en este documento está sujeta a cambios sin previo aviso y se basa en una serie de supuestos que pueden no resultar válidos, y pueden ser diferentes de las conclusiones expresadas por otros departamentos dentro de Deutsche Bank. Aunque la información contenida en este documento ha sido compilada diligentemente por Deutsche Bank y derivada de fuentes que Deutsche Bank considera fiables y fiables, Deutsche Bank no garantiza ni no puede hacer ninguna garantía sobre la integridad, la equidad o la exactitud de la información y no debe ser invocada como tal. Este documento puede proporcionar, para su comodidad, referencias a sitios web y otras fuentes externas. Deutsche Bank no asume ninguna responsabilidad por su contenido y su contenido no forma parte de este documento. El acceso a estas fuentes externas es bajo su propio riesgo. Antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben considerar, con o sin la ayuda de un asesor de inversión, si las inversiones y estrategias descritas o proporcionadas por Deutsche Bank son apropiadas, a la luz de su inversión particular necesidades, objetivos, circunstancias financieras y detalles del instrumento. Al tomar una decisión de inversión, los inversores potenciales no deben basarse en este documento, sino únicamente en lo que figura en los documentos de oferta final relacionados con la inversión. Como proveedor global de servicios financieros, Deutsche Bank se enfrenta de vez en cuando a conflictos de intereses reales y potenciales. La política de Deutsche Bank consiste en tomar todas las medidas apropiadas para mantener y operar acuerdos organizativos y administrativos eficaces para identificar y gestionar dichos conflictos. La alta dirección de Deutsche Bank es responsable de garantizar que los sistemas, controles y procedimientos de Deutsche Bank sean adecuados para identificar y gestionar los conflictos de intereses. Deutsche Bank no ofrece asesoramiento fiscal o jurídico, incluso en este documento y nada en este documento debe interpretarse como Deutsche Bank proporcionando a cualquier persona asesoramiento en inversiones. Los inversores deben buscar asesoramiento de sus propios expertos fiscales, abogados y asesores de inversión para considerar inversiones y estrategias descritas por Deutsche Bank. Salvo notificado en sentido contrario en un caso particular, los instrumentos de inversión no están asegurados por ninguna entidad gubernamental, no están sujetos a sistemas de protección de depósitos y no están garantizados, incluso por Deutsche Bank. Este documento no podrá reproducirse ni distribuirse sin la autorización expresa por escrito de Deutsche Bank. Deutsche Bank prohíbe expresamente la distribución y transferencia de este material a terceros. Deutsche Bank no acepta responsabilidad alguna derivada del uso o distribución de este material o por cualquier acción tomada o decisión tomada con respecto a las inversiones mencionadas en este documento que el inversor pueda haber celebrado o pueda celebrar en el futuro. La forma de circulación y distribución de este documento puede estar restringida por ley o regulación en ciertos países, incluyendo, sin limitación, los Estados Unidos. Este documento no está dirigido a, o destinado a su distribución o uso por, cualquier persona o entidad que sea ciudadano o residente de o se encuentre en cualquier localidad, estado, país u otra jurisdicción, donde dicha distribución, publicación, disponibilidad o uso sería contrario a la ley o a la regulación o que someta a Deutsche Bank a cualquier requisito de registro o licencia dentro de dicha jurisdicción que no se haya cumplido actualmente. Las personas en cuya posesión pueda venir este documento están obligadas a informarse y a observar tales restricciones. El rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros; nada de lo contenido en este documento constituirá ninguna representación, garantía o predicción en cuanto al rendimiento futuro. Más información está disponible a petición del inversor.

Reino de Bahrein

Para los residentes del Reino de Bahrein: Este documento no constituye una oferta de venta o participación en valores, derivados o fondos comercializados en Bahrein en el sentido del Reglamento del Organismo Monetario de Bahrein. Deberían recibirse todas las solicitudes de inversión y efectuarse las asignaciones, en cada caso desde fuera de Bahrein. Este documento ha sido preparado para fines de información privada de los inversores previstos sólo que serán instituciones. No se hará ninguna invitación al público en el Reino de Bahrein y este documento no se emitirá, pasará a él ni se pondrá a disposición del público en general. El Banco Central (CBB) no ha revisado, ni aprobado, este documento ni la comercialización de dichos valores, derivados o fondos en el Reino de Bahrein. En consecuencia, los valores, derivados o fondos no podrán ofrecerse ni venderse en Bahrein ni a sus residentes, salvo lo permitido por la legislación de Bahrein. El CBB no es responsable de la ejecución de los valores,



Información importante

Estado de Kuwait

Este documento ha sido enviado a usted a su propia solicitud. Esta presentación no es para la circulación general al público en Kuwait. Los intereses no han sido autorizados para ofrecer en Kuwait por la Autoridad de Mercados de Capitales de Kuwait o cualquier otra agencia gubernamental kuwaití pertinente. Por lo tanto, la oferta de los Intereses en Kuwait sobre la base de una colocación privada u oferta pública está restringida de conformidad con el Decreto Ley No 31 de 1990 y sus reglamentos de aplicación (modificado) y la Ley No 7 de 2010 y sus estatutos (como enmendado). En Kuwait no se está realizando ninguna oferta privada o pública de los Intereses, y no se celebrará ningún acuerdo relativo a la venta de los Intereses en Kuwait. No se están utilizando actividades de comercialización, solicitud o incentivo para ofrecer o comercializar los Intereses en Kuwait.

Emiratos Arabes Unidos

Deutsche Bank AG en el Dubai International Financial Centre (registrado no 00045) está regulado por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái. Deutsche Bank AG -DIFC Branch sólo podrá llevar a cabo las actividades de servicios financieros que estén comprendidas en el ámbito de aplicación de su licencia DFSA existente. Principal lugar de negocios en el DIFC: Dubai International Financial Centre, The Gate Village, Building 5, PO Box 504902, Dubai, U.A.E. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG. Los productos o servicios financieros relacionados solo están disponibles para clientes profesionales, según lo definido por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái.

Estado de Qatar

Deutsche Bank AG en el Centro Financiero de Qatar (registrado no 00032) está regulado por la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Qatar. Deutsche Bank AG -QFC Branch sólo podrá llevar a cabo las actividades de servicios financieros que estén comprendidas en el ámbito de aplicación de su licencia QFCRA existente. Principal sede de negocios en el QFC: Qatar Financial Centre, Tower, West Bay, Level 5, PO Box 14928, Doha, Qatar. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG. Los productos o servicios financieros relacionados solo están disponibles para los clientes comerciales, según lo definido por la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Qatar.

Reino de Bélgica

Este documento ha sido distribuido en Bélgica por Deutsche Bank AG actuando 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 sujetos a la supervisión y control de la (bce) y la Autoridad Federal Alemana de Supervisión Financiera ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"). Deutsche Bank AG, Brussels Branch tiene su domicilio social en Marnixlaan 13-15, B-1000 Brussels, registrada en el RPM Bruselas, con el número IVA BE 0418.371.094. Hay más información disponible a pedido o en www.deutschebank.be.

Reino de Arabia Saudita

Deutsche Securities Saudi Arabia Company (registrada no 07073-37) está regulada por la Autoridad del Mercado de Capitales. Deutsche Securities Arabia Saudita sólo puede llevar a cabo las actividades de servicios financieros que estén comprendidas en el ámbito de aplicación de su licencia CMA existente. Principal lugar de negocios en Arabia Saudita: King Fahad Road, Distrito de Al Olaya, P.O. Box 301809, Faisaliah Tower, 17th Floor, 11372 Riyadh, Arabia Saudita.

Reino Unido

En el Reino Unido ("Reino Unido"), esta publicación se considera una promoción financiera y está aprobada por DB UK Bank Limited en nombre de todas las entidades que operan como Deutsche Bank Wealth Management en el Reino Unido. Deutsche Bank Wealth Management es un nombre comercial de DB UK Bank Limited. Registrado en Inglaterra & Gales (No. 00315841). Oficina registrada: 23 Great Winchester Street, London EC2P 2AX. DB UK Bank Limited está autorizada por la Autoridad de Regulación Prudencial y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial y su Número de Registro de Servicios Financieros es 140848. Deutsche Bank se reserva el derecho de distribuir esta publicación a través de cualquiera de sus filiales en el Reino Unido, y en cualquier caso, esta publicación se considera una promoción financiera y está aprobada por dicha filial cuando está autorizada por el regulador del Reino Unido correspondiente (si dicha filial no está autorizada de este modo, esta publicación es aprobada por otro miembro del Reino Unido del grupo Deutsche Bank Wealth Management que tenga la autorización necesaria para proporcionar dicha aprobación).

Hong Kong

Este documento y su contenido se proporcionan únicamente con fines informativos. Nada en este documento pretende ser una oferta de cualquier inversión o una solicitud o recomendación para comprar o vender una inversión y no debe interpretarse o interpretarse como una oferta, solicitud o recomendación. En la medida en que este documento haga referencia a cualquier oportunidad de inversión específica, su contenido no ha sido revisado. El contenido de este documento no ha sido revisado por ninguna autoridad reguladora en Hong Kong. Se recomienda tener cuidado con las inversiones contenidas en el presente documento. Si tiene alguna duda sobre cualquiera de los contenidos de este documento, debe obtener asesoramiento profesional independiente. Este documento no ha sido aprobado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong ni el Registro de Sociedades de Hong Kong ha registrado una copia de este documento y, en consecuencia, a) las inversiones (excepto las inversiones que ", tal como se define en la Ordenanza sobre Valores y Futuros (Cap. 571 de las Leyes de Hong Kong) (el "SFO")) no podrá ofrecerse ni venderse en Hong Kong por medio de este documento o cualquier otro documento que no sea a "inversores profesionales" en el sentido del SFO y cualquier normas establecidas en virtud de las mismas, o en otras circunstancias que no resulten en que el documento sea un "prospecto" tal como se define en la Ordenanza sobre Empresas (Disposiciones DeniorySy y Diversas) (Cap. 32 de las Leyes de Hong Kong) ("CO") o que no constituyan una oferta a la Ordenanza de las Empresas (Disposiciones Deniantes y Diversas) que público en el sentido del CO y b) ninguna persona emitirá o poseerá a efectos de emisión, ya sea en Hong Kong o en otro lugar, cualquier anuncio, invitación o documento relacionado con las inversiones a las que se dirija, o cuyo contenido pueda ser acceso o lectura por el público en Hong Kong (excepto si está permitido hacerlo bajo las leyes de valores de Hong Kong) excepto con respecto a las inversiones que están o están destinadas a ser desechadas sólo a personas fuera de Hong Kong o sólo a "inversores profesionales" adelgazar el significado del SFO y cualquier regla hecha en virtud del mismo.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de marketing, pero no es el caso en los EEUU. No se puede garantizar que vaya a cumplirse ninguna previsión u objetivo. Las previsiones están basadas en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. La rentabilidad pasada no es una indicación de resultados futuros. Las inversiones conllevan riesgo. El valor de una inversión puede caer así como subir y usted podría no recuperar la cantidad invertida originalmente en un momento dado. Su capital puede estar en riesgo



Información importante

Singapur

El contenido de este documento no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur ("MAS"). Las inversiones mencionadas en el presente documento no pueden hacerse al público ni a ningún miembro del público en Singapur que no sea (i) a un inversor institucional en virtud del artículo 274 o 304 de la Ley de Valores y Futuros (Cap 289) ("SFA-"), según sea el caso (según sea el caso (según sea el caso de cualquier Sección de la SFA puede ser modificada, complementado y/o sustituido de vez en cuando), (ii) a una persona relevante (que incluye a un Inversor Acreditado) de conformidad con la Sección 275 o 305 y de conformidad con otras condiciones especificadas en la Sección 275 o 305 respectivamente de la SFA, según sea el caso (como cualquier sección de la SFA puede ser modificada, complementado y/o sustituido de vez en cuando), (iii) a un inversor institucional, un inversionista acreditado, un inversionista experto o un inversionista extranjero (cada uno según lo definido en el Reglamento de Asesores Financieros) ("FAR") (ya que cualquier definición de este tipo puede ser modificada, complementada y/o reemplazada de vez en cuando) o (iv) de otra manera de conformidad con, y de conformidad con las condiciones de, cualquier otra disposición aplicable del SFA o la FAR (según la misma puede ser modificada, y de conformidad con, y de conformidad con las condiciones de, cualquier otra disposición aplicable del SFA o la FAR (según la misma, complementado y/o sustituido de vez en cuando).

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 inversión registrado, que lleva a cabo actividades de valores en los Estados Unidos. Deutsche Bank Securities Inc. es miembro de FINRA, NYSE y SIPC. Los servicios bancarios y de préstamo 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 formuladas en este documento. Deutsche Bank no declara 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 discutidos en este documento estén disponibles o sean apropiados para su venta o uso en todas las jurisdicciones, o por todas las contrapartes. A menos que esté registrado, con licencia como de otra manera puede ser permisible de conformidad con la ley aplicable, ninguno de Deutsche Bank o sus filiales ofrece ningún servicio en los Estados Unidos o que esté diseñado para atraer a personas estadounidenses (como tal término se define en virtud de la Regulación S de la Ley de Valores de los Estados Unidos de 1933, en su forma enmendada). Esta exención de responsabilidad específica de los Estados Unidos se registrará e interpretará de conformidad con las leyes del Estado de Delaware, sin tener en cuenta cualquier conflicto de disposiciones legales que exija la aplicación de la ley de otra jurisdicción.

Alemania

Este documento ha sido creado por Deutsche Bank Wealth Management, actuando a través de Deutsche Bank AG y no ha sido presentado ni aprobado por la Autoridad Federal de Supervisión Financiera Alemana (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht). Para algunas de las inversiones mencionadas en el presente documento, los folletos han sido aprobados por las autoridades competentes y publicados. Los inversores están obligados a basar su decisión de inversión en tales folletos aprobados, incluidos los posibles suplementos. Además, este documento no constituye un análisis financiero en el sentido de la Ley alemana de comercio de valores (Wertpapierhandelsgesetz) y, por lo tanto, no tiene que cumplir con los requisitos legales para el análisis financiero. Deutsche Bank AG es una sociedad anónima ("Aktiengesellschaft") constituida en virtud de las leyes de la República Federal de Alemania con domicilio social en Fráncfort del Meno. Está registrado ante el tribunal de distrito ("Amtsgericht") en Fráncfort del Meno bajo el número HRB 30 000 y tiene licencia para llevar a cabo actividades bancarias y para prestar servicios financieros. Autoridades de supervisión: El Banco Central Europeo ("BCE"), Sonnemannstrasse 22, 60314 Fráncfort del Meno, Alemania y la Autoridad Federal Alemana de Supervisión Financiera ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"), Graurheindorferer Strasse 108, 53117 Bonn y Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Alemania.

India

Las inversiones mencionadas en este documento no se ofrecen al público indio para su venta o suscripción. Este documento no está registrado y/o aprobado por el Consejo de Valores y Cambio de la India, el Banco de la Reserva de la India o cualquier otra autoridad gubernamental/reguladora en la India. Este documento no es ni debe considerarse un "prospecto" como se define en las disposiciones de la Ley de Sociedades de 2013 (18 de 2013) y el mismo no se presentará ante ninguna autoridad reguladora en la India. De conformidad con la Ley de Gestión de Divisas de 1999 y las reglamentaciones emitidas en virtud de la India, cualquier inversionista residente en la India puede estar obligado a obtener el permiso especial previo del Banco de la Reserva de la India antes de realizar inversiones fuera de la India, incluidas las inversiones mencionadas en este documento.

Italia

Este informe es distribuido en Italia por Deutsche Bank S.p.A., un banco constituido y registrado bajo la legislación italiana sujeto a la supervisión y 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 del Derecho luxemburgués sujeto a la supervisión y control de la Comisión de Vigilancia del Secteur Financier.

España

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española es una entidad de crédito regulada por el Banco de España y la CNMV, e inscrita en sus respectivos Registros Oficiales en virtud del Código 019. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española sólo podrá realizar los servicios financieros y las actividades bancarias que estén comprendidas en el ámbito de aplicación de su licencia existente. El principal lugar de negocios en España se encuentra en Paseo de la Castellana número 18, 28046 - Madrid. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Es

Portugal

Deutsche Bank AG, Portugal Branch es una entidad de crédito regulada por el Banco de Portugal y la Comisión Portuguesa de Valores ("CMVM"), registrada con los números 43 y 349, respectivamente y con el número de registro comercial 980459079. Deutsche Bank AG, Portugal Branch sólo puede llevar a cabo los servicios financieros y las actividades bancarias que estén comprendidas en el ámbito de aplicación de su licencia existente. El domicilio social es Rua Castilho, 20, 1250-069 Lisboa, Portugal. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG, Sucursal Portugal.



Información importante

Austria

Este documento es distribuido por Deutsche Bank AG Vienna Branch, 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 negocios bancarios y prestar servicios financieros. Está supervisado por el Banco Central Europeo (BCE), Sonnemannstraße 22, 60314 Fráncfort del Meno, Alemania y por la Autoridad Federal de Supervisión Financiera (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Alemania y Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Alemania. La sucursal de Viena también está supervisada por la Autoridad Austriaca del Mercado Financiero (FMA), Otto-Wagner Platz 5, 1090 Viena. Este documento no ha sido presentado ni aprobado por las autoridades de supervisión antes mencionadas. Los folletos pueden haber sido publicados para algunas de las inversiones mencionadas en este documento. En tal caso, las decisiones de inversión deben tomarse únicamente sobre la base de los folletos publicados, incluidos los anexos. Sólo estos documentos son vinculantes. Este documento constituye material de marketing sólo con fines informativos y promocionales y no es el resultado de ningún análisis o investigación financiera.

Países Bajos

Este documento es distribuido por Deutsche Bank AG, Amsterdam Branch, con domicilio social en De entrée 195 (1101 HE) en Amsterdam, Países Bajos, y registrado en el registro comercial neerlandés con el número 33304583 y en el registro en el sentido de Artículo 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.

050659 120121