



Julio de 2021

CIO Insights



Desafíos para el crecimiento

Actualización de las perspectivas económicas y de inversión



Índice

01	Carta a los inversores	p.2
----	------------------------	-----

02	Actualización económica y de las clases de activos	p.4
----	--	-----

Las cifras globales no explican toda la situación

La inflación no volverá automáticamente a unos niveles muy bajos

La política fiscal podría estar supeditada a la suerte

La exuberancia de los mercados no puede durar para siempre

Renta fija: los diferenciales podrían estrecharse más

Recuadro: fuentes de ingresos de una cartera

Renta variable: atrapada entre la falta de alternativas y el alza de los tipos

Materias primas: aún no se encuentran en un nuevo superciclo

Divisas: los motores están cambiando

03	Resumen de las clases de activos	p.13
----	----------------------------------	------

04	Estimaciones para los mercados de capitales a largo plazo	p.15
----	---	------

05	Temas de inversión clave	p.16
----	--------------------------	------

06	Tablas de previsiones	p.19
----	-----------------------	------



Carta a los inversores



Christian Nolting
Global CIO

Desafíos para el crecimiento

Muchas economías están recuperando el ritmo gracias al exitoso despliegue de las campañas de vacunación. En consecuencia, las principales cifras de crecimiento se recuperarán rápidamente. Sin embargo, no deberíamos confundir recuperación económica con un regreso al statu quo anterior a la pandemia. En nuestra revisión anual del 2021, que denominamos [Movimientos tectónicos](#), anunciábamos ya que se producirán cambios tanto en la estructura de la economía mundial como en la política económica. Muchos de estos cambios no serán sencillos y seremos testigos de varios desafíos para el crecimiento.

El debate actual en torno a la inflación es indicativo de lo que nos espera. Las altas tasas de inflación son un síntoma de cambios y una de las razones que generan una mayor incertidumbre respecto a las consecuencias de dichos cambios. Las causas de la inflación pueden ser muchas, entre ellas el incremento de la demanda a medida que la pandemia parece irse controlando, las alteraciones y escasez de la oferta y la adaptación de las economías a la nueva realidad. Todo ello, es, hasta cierto punto, una consecuencia predecible de la reapertura. Sin embargo, con independencia de sus causas y de si resulta ser transitoria o no, está claro que la inflación puede conllevar un amplio debate sobre potenciales cambios en la política económica y provocar volatilidad en el mercado.

En los próximos años surgirán también otros motivos de preocupación. El debate actual sobre un posible nuevo régimen impositivo mundial a las corporaciones multinacionales es indicativo de una mayor preocupación por las desigualdades económicas y la relación entre empresas y gobiernos. Ello tendrá asimismo repercusiones en otros desafíos que deberán afrontar las administraciones públicas, tales como la necesidad de aumentar sus ingresos para financiar las mejoras en las infraestructuras y cubrir unos niveles de deuda mucho más altos (especialmente si necesitan refinanciar los mismos pagando una mayor rentabilidad).

Lo que conviene asimismo entender acerca de la situación actual es que estamos experimentando un fuerte período de crecimiento en un momento en el que tanto el marco monetario como la política fiscal están muy relajados y parece que así seguirán, incluso si asumimos cierta reducción gradual de estímulos (es decir, una reducción de los programas de compra de activos por parte de los bancos centrales) y una caída del impulso fiscal. La represión financiera (con unos tipos de interés reales artificialmente bajos) seguirá generando una serie de desafíos para los inversores, incluyendo aquellos que buscan fuentes previsibles de ingresos.

Creo que podemos destacar tres cuestiones en esta inusual mezcla de cambio económico y de políticas económicas aún muy acomodaticias.

En primer lugar, se trata de una situación que generará nuevas e importantes oportunidades de inversión, si bien también algunos riesgos. Las tensiones en torno al crecimiento son algo normal en cualquier recuperación, pero las carteras deben mostrarse resilientes a ellas. Los peligros que conlleva la «exuberancia del mercado» y las posibles burbujas en algunas clases de activos confirman con creces la necesidad de una gestión de riesgos sofisticada.

En segundo lugar, si bien algunos de los desafíos serán temporales, otros cambios económicos estructurales están aquí para quedarse. Muchos de estos cambios ya eran visibles antes de la pandemia (tales como la digitalización o el incremento de los niveles de deuda), pero se han acelerado, y otros (como la demografía) responden a otros impulsos. Las estrategias de inversión deben responder a dichos cambios. Nuestros sectores de inversión clave (resumidos en la página 16) se centran en diez ámbitos de cambio recogidos en un triángulo basado en la tecnología, la demografía y la sostenibilidad.

En tercer lugar, en tanto que inversores, debemos seguir innovando y mantenernos abiertos a nuevos enfoques. El creciente interés por la inversión en ESG ha llevado a modificar las evaluaciones del potencial y los riesgos de las inversiones. La inversión en infraestructuras, por ejemplo, se evalúa cada vez más dentro de un contexto ESG. La tarificación del carbono tiene en la actualidad unas consecuencias para las inversiones mucho más amplias a medida que los países se encaminan hacia objetivos de cero emisiones netas. Todo ello acabará repercutiendo en la forma en que evaluamos y respondemos al escenario futuro de inversiones, incluso cuando disminuyan los desafíos al crecimiento actuales.

«Algunos de los desafíos al crecimiento serán temporales, pero otros cambios económicos estructurales están aquí para quedarse. Esta situación va a crear nuevas e importantes oportunidades, si bien también algunos riesgos: en tanto que inversores debemos seguir innovando y mantenernos abiertos a nuevos enfoques.»

Christian Nolting

Christian Nolting
Global CIO

Perspectivas breves

2021 en síntesis

- Las economías están recuperando el ritmo, pero ello no significa que estemos volviendo al statu quo previo a la pandemia en todos los ámbitos.
- Los inversores deberán hacer frente a una situación en la que el fuerte crecimiento económico coexistirá con entornos de política monetaria y fiscal menos estrictos, a pesar de los debates sobre la reducción gradual de estímulos.
- Esta situación generará nuevas e importantes oportunidades de inversión, si bien también algunos riesgos. Los inversores deberán prestar especial atención a la gestión de riesgos de las carteras.



Utilice el código QR para acceder a una selección de otros de nuestros informes Deutsche Bank.



Actualización económica y de las clases de activos

Las previsiones macroeconómicas y por clases de activos se encuentran en las páginas 19 y 20.

Las cifras globales no explican toda la situación

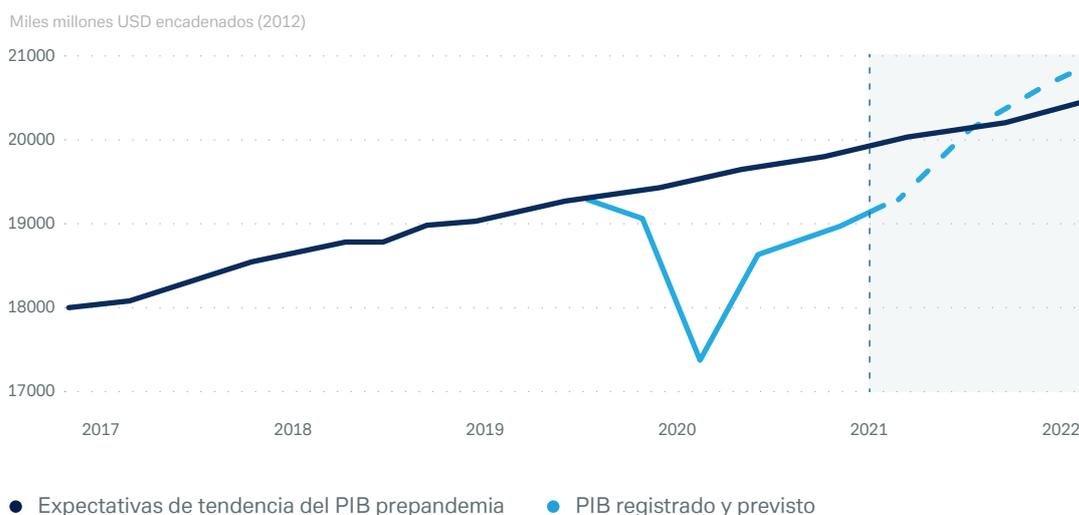
El crecimiento del PIB ya está repuntando. No se mantendrán unas cifras de crecimiento global interanual muy elevadas (puesto que las bases de comparación cambian), pero las tasas medias anuales de 2021 serán altas, y disminuirán solo ligeramente en 2022.

Las tasas de crecimiento relativas también podrían obedecer en gran parte a una cuestión temporal. Es probable que el crecimiento del PIB estadounidense se acerque al de China en 2021; la última vez que fue más alto fue en 1976. Sin embargo, esta anomalía estadística refleja simplemente la evolución de la pandemia de coronavirus: China atajó la primera ola con rapidez, y el crecimiento intertrimestral pasó a ser positivo a partir del 2.º trimestre de 2020, mientras que la economía estadounidense se está recuperando ahora con fuerza. No obstante, persisten las diferencias regionales. Pese a los problemas actuales con el coronavirus, sobre todo en la India, y cierta desaceleración deliberada de la expansión china, al crecimiento de Asia aún le queda fuelle y los datos regionales del PIB pronto empezarán a reflejarlo. En cambio, la rápida recuperación que seguramente registrará Europa en los próximos trimestres no significa que se hayan resuelto las cuestiones en torno a su débil crecimiento económico a largo plazo.

En lo que se refiere a la producción, ciertas partes del mundo están avanzando con rapidez hacia su tendencia anterior a la pandemia. La figura 1 muestra la previsión de que el PIB estadounidense recupere los niveles de antes de la pandemia en el 2.º trimestre de 2021 y que vuelva a su crecimiento tendencial precovid en el 4.º trimestre de 2021 o el 1.º de 2022. Sin embargo, la pandemia tendrá un impacto más duradero sobre la estructura de las economías.

Figura 1: previsión del PIB de EEUU frente a las expectativas anteriores a la pandemia

Fuente: Deutsche Bank AG. Datos a 27 de mayo de 2021.



«Las tasas de crecimiento en 2021 podrían obedecer en gran parte a la evolución temporal de la pandemia. A la dinámica de crecimiento de Asia aún le queda fuelle».

La inflación no volverá automáticamente a unos niveles muy bajos

Las previsiones de inflación también deben considerarse con cautela. En muchos de los principales mercados, las tasas medias de inflación en 2021 y en 2022 seguramente serán algo más altas que en 2020 (véase la página 19). Dicho esto, unas variaciones relativamente pequeñas de estas cifras medias anuales ocultarán movimientos subyacentes mucho más amplios. En 2021, ya vimos cómo un auge de la demanda junto con una disrupción de la oferta (de bienes, servicios o mano de obra) pueden impulsar al alza tanto los precios de producción como los precios al consumo. Las tasas interanuales de inflación de los precios de producción han ido repuntando hacia el 10% en China y en EEUU, y han superado el 5% en Alemania; estos niveles habrían sido inconcebibles hace pocos años. Los mercados aún están tratando de evaluar qué podrían implicar estos episodios temporales para las políticas económicas y los beneficios empresariales. Seguimos creyendo, al igual que la Fed y el BCE, que las tasas de inflación muy altas serán temporales y remitirán más adelante este año. Pero no creemos que, durante un periodo de fuerte crecimiento y un entorno económico en rápida transformación, sea razonable esperar que la inflación vuelva automáticamente a los niveles anormalmente bajos registrados en la última década. Otros factores –la fijación de precios del carbono, una desaceleración de la globalización y las subidas de los impuestos de sociedades– podrían también impedir que la inflación vuelva a los bajos niveles anteriores.

Los bancos centrales considerarán que dejar repuntar la inflación y los tipos de interés reales (todavía generalmente negativos) tiene ciertas ventajas. Una de ellas es que una inflación más elevada podría ayudar a reducir las cargas de deuda a largo plazo. La Secretaria del Tesoro estadounidense, Yellen, ya ha empezado a preparar el terreno en este sentido, sosteniendo que la inflación puede manejarse y que unos tipos de interés algo más altos serían positivos para la economía estadounidense. Cabe destacar asimismo que la Fed revisó al alza sus previsiones de inflación en junio.

No obstante, los bancos centrales saben por experiencia que los cambios de política monetaria deben gestionarse con prudencia: en el caso de la Fed, ello podría significar aprovechar la reunión de agosto de 2021 en Jackson Hole para anunciar el inicio del debate sobre la reducción de los estímulos, a pesar de que no empiece a reducirlos efectivamente hasta principios de 2022, aunque el riesgo de que la Fed actúe más pronto que tarde parece aumentar. En el caso del BCE, esto podría implicar dejar de utilizar el actual programa de compras de deuda de emergencia para la pandemia (PEPP) y recurrir más al programa de compras de activos (APP) previo a la COVID-19, a la vez que se reducen los estímulos totales, probablemente durante un periodo de transición.

La política fiscal podría estar supeditada a la suerte

El progreso en materia de política fiscal podría ser más desigual. Son muchos los gobiernos que no cuentan con grandes incentivos para reducir el gasto con rapidez y podrían confiar en que el crecimiento económico aumentará la recaudación fiscal (tal vez junto con subidas de los tipos impositivos) y controlar así los déficits fiscales. Los déficits primarios son un problema desde hace tiempo para muchos países, desde el inicio de la crisis financiera mundial, por lo que no pueden achacarse en su totalidad a la pandemia de coronavirus.

Es probable que los efectos sobre el mercado sean limitados (a menos que un país eleve realmente su gasto actual de forma injustificada). Esto significa que los déficits fiscales podrán reducirse solo de forma gradual (figura 2).

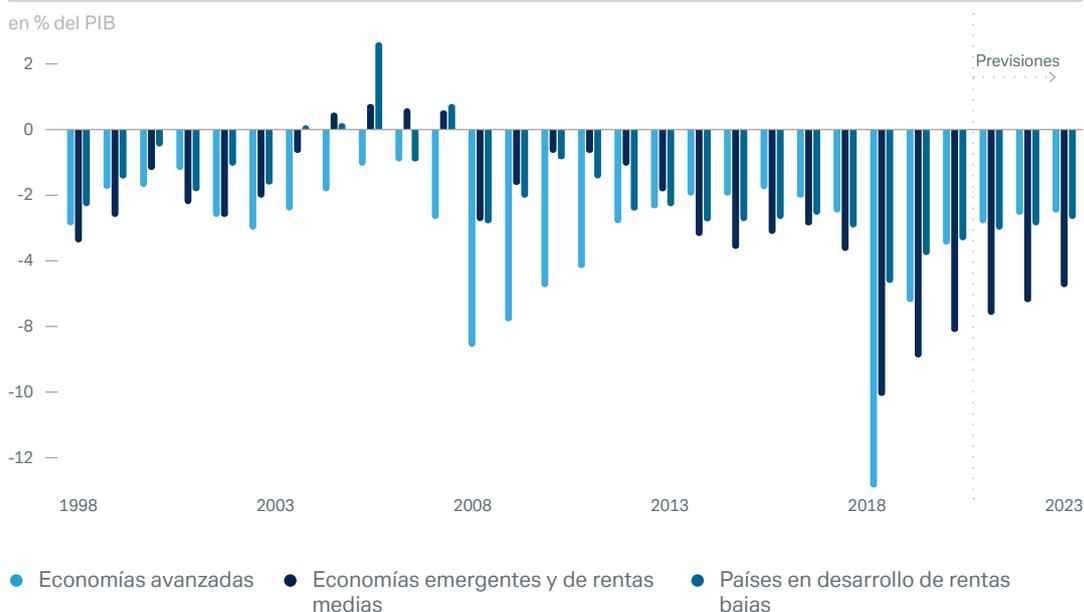
Ello podría generar una situación en que los desacuerdos en materia fiscal (por ejemplo, acerca de los planes de gasto en infraestructura en EEUU) empiecen a crear volatilidad en los mercados y a agravar las tensiones políticas nacionales o internacionales. Los temores en torno a las políticas fiscales harán que se preste más atención a dos cuestiones que señalamos en nuestras perspectivas anuales de cara al 2021: el creciente papel de los Estados, y la desigualdad entre las economías. Asimismo, vale la pena recordar que, aunque el gasto fiscal siga siendo elevado en términos absolutos, el impulso fiscal (la variación del gasto) seguramente disminuirá o pasará a ser negativo, lo que podría suponer algunas decisiones difíciles cuando ciertas partes de algunas economías todavía necesiten apoyo.

Es notable cómo los mercados han aceptado una rápida escalada de la deuda como un hecho consumado. No obstante, las subidas de los tipos podrían llevar finalmente a un replanteamiento de los costes de la deuda y su asequibilidad, y a una mayor selectividad de los inversores entre países. Cuando esto suceda, el sentimiento podría cambiar rápidamente.

«Los bancos centrales considerarán que dejar repuntar la inflación y los tipos de interés reales tiene ciertas ventajas. No obstante, los desacuerdos en materia fiscal podrían crear volatilidad en los mercados y agravar las tensiones».

Figura 2: los saldos fiscales primarios mejorarán solo de forma gradual

Fuente: IMF, Deutsche Bank AG. Previsiones del 2020 en adelante. Datos a 27 de mayo de 2021.



La exuberancia de los mercados no puede durar para siempre

En los próximos meses, es posible que persista el entusiasmo de los mercados gracias a la continuación de los estímulos. No obstante, podríamos entrar en un periodo bastante más moderado más adelante en 2021 y en 2022, cuando las posibles tensiones relativas al crecimiento se hagan más patentes y los mercados anticipen cada vez más un endurecimiento monetario. En su reciente informe «Financial Stability Review», el BCE advirtió acerca de la «exuberancia de los mercados» y los peligros (teóricos) de una caída del 10% del S&P 500: en nuestra opinión, es probable que haya periodos de volatilidad, especialmente cuando se hagan anuncios de política monetaria. Como hemos comentado más arriba, la Fed podría aprovechar la reunión de agosto en Jackson Hole para anunciar el inicio de los debates sobre la reducción de los estímulos (si no lo hace antes), y esto podría provocar un reajuste. La historia también indica que las condiciones del mercado pueden cambiar con rapidez en tiempos de repunte económico: la figura 3 muestra cómo la curva de tipos de interés de los bonos de EEUU suele incrementar su pendiente drásticamente en periodos de recuperación económica como el actual.

Figura 3: la curva de tipos de EEUU suele incrementar su pendiente en periodos de recuperación económica

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos a 22 de junio de 2021.



Renta fija: los diferenciales podrían estrecharse más

Nos mantenemos cautelosos con respecto a la deuda pública de mercados desarrollados «core», dados los riesgos de subidas de los tipos de interés. Aunque las alzas previstas de los rendimientos de estos bonos son relativamente moderadas (véase la página 20), podrían afectar al valor de las posiciones existentes.

Otros segmentos del universo de renta fija presentan algunas oportunidades, pero los rendimientos muy bajos seguirán exigiendo asumir cierto riesgo para obtener una rentabilidad nominal positiva destacable. Las primas de riesgo de los distintos activos de renta fija dependerán de las características de oferta/demanda del mercado, así como de la evolución de los beneficios empresariales. La velocidad y magnitud de las subidas de tipos futuras también serán relevantes. La deuda Investment Grade podría beneficiarse del menor volumen de oferta con respecto a unos niveles anteriores muy elevados y de la creciente disciplina crediticia de los emisores estadounidenses. La deuda High Yield, tanto en EEUU como en Europa, se ha visto de momento respaldada por una nueva caída de las tasas de impago de las empresas, y la futura volatilidad temporal parece manejable.

Parece probable que los diferenciales de la deuda de mercados emergentes, tanto corporativa como soberana, se estrechen algo más, dados algunos fundamentos positivos, pero un posible endurecimiento monetario de EEUU ensombrecerá el panorama. Con todo, la deuda de mercados emergentes debería seguir siendo una fuente de rentabilidad atractiva en un entorno de bajos tipos a nivel mundial.

Los inversores que busquen fuentes de rentas para las carteras deberán intentar un enfoque diversificado (véase el recuadro).

Cuadro

Gestionar las fuentes de ingresos de una cartera: viviendo en un entorno de «represión financiera»

Los inversores centrados en obtener rentas seguirán teniendo dificultades. Prevemos que los rendimientos nominales suban ligeramente en los próximos doce meses, pero, dada la inflación, los tipos de interés reales seguirán siendo bajos o negativos. Por consiguiente, el crecimiento mundial no comportará el final de la «represión financiera» (el mantenimiento de forma deliberada de unos tipos reales muy bajos), que seguirá dominando la política económica y el entorno de inversión. Por lo tanto, encontrar fuentes fiables de ingresos que generen rentabilidades significativas seguirá siendo difícil.

Los mercados de renta fija, evidentemente, ofrecen distintas maneras de generar rentas. [Los bonos pueden pagar cupones](#) con distintas frecuencias (anual, semestral...) a lo largo de la vida del bono o a su vencimiento. Hay varias posibles variaciones, como, por ejemplo, los bonos con cupones crecientes (en los que el pago del cupón aumenta con el tiempo) y bonos de tipo variable (en los que el pago está vinculado a algún tipo de interés del mercado monetario). Los bonos corporativos pueden pagar un cupón más alto, pero esto refleja su mayor riesgo de crédito.

Los inversores también pueden tratar de generar rentas a partir de [dividendos de acciones](#). No obstante, estos dependerán de los beneficios de la empresa y las decisiones tomadas por su equipo directivo. También puede haber distintos dividendos, en función de los derechos de los accionistas/deudores y de la posición en el balance, como los dividendos de acciones preferentes. Otro enfoque, bastante distinto, para generar rentas en los mercados de renta variable es [extraer una rentabilidad de la volatilidad](#), por ejemplo, tomando posiciones en el índice de volatilidad VIX, pero ello implica ciertos riesgos.

En cuanto a inversiones alternativas, una fuente consolidada de rentas para los inversores es el alquiler de [bienes inmuebles](#). Obtener ingresos de inversiones en materias primas es más difícil, pero si la curva de futuros de una materia prima se encuentra en una situación de «mercado invertido» (es decir, en que el precio actual de una materia prima es más alto que el precio en el mercado de futuros), se pueden obtener ingresos renovando el contrato. Asimismo, los inversores pueden [recurrir a fondos](#): los fondos y ETF de distribución pueden desembolsar pagos de cupones y dividendos. Utilizar un enfoque de «fondo de fondos» invirtiendo en una amplia gama de ETF –por ejemplo, en activos inmobiliarios, infraestructura y acciones ordinarias que abonen dividendos– permite diversificar las fuentes de ingresos para tratar de que los flujos de rentas futuros sean más previsibles.

Renta variable: atrapada entre la falta de alternativas y las alzas de los tipos

Tras las fuertes subidas de este año, es probable que la renta variable empiece a tenerlo algo más difícil a partir de ahora.

Habrà cierto potencial de recuperación en Europa y en algunos mercados emergentes (especialmente en Asia) a medida que se aceleren las campañas de vacunación. Sin embargo, con un horizonte a 12 meses, es difícil prever que las acciones puedan obtener nuevas ganancias significativas. Es probable que la renta variable se vea atrapada entre la convicción persistente de que «no hay alternativa» para los inversores que buscan unas rentabilidades razonables, y los crecientes temores sobre las implicaciones de las alzas de los tipos reales. (La figura 4 muestra la relación entre los rendimientos reales de EEUU y los ratios precio/beneficios previstos a 12 meses del S&P 500). El encarecimiento de las materias primas y otros factores de producción afectará los márgenes de beneficios de las empresas, a menos que consigan repercutirlo enteramente a los consumidores. Como telón de fondo de todo esto, estará la sensación de que estamos superando un periodo de «picos» (del impulso económico, los estímulos fiscales y la liquidez) y adentrándonos en un panorama de inversión bastante menos respaldado por las políticas económicas. Como hemos visto, la temporada bastante positiva de beneficios del primer trimestre de 2021 no hizo más que contentar a los mercados: harán falta más buenas noticias sobre los beneficios del segundo y tercer trimestres.

Figura 4: relación entre rendimientos reales negativos de EEUU y los ratios PER del S&P 500

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos del 22 de junio de 2021.



Por estilos y sectores, las preferencias están cambiando sucesivamente mientras se mantiene la incertidumbre. En estos momentos, un enfoque «barbell» (asignación a extremos opuestos), que incluya acciones de crecimiento y acciones cíclicas seleccionadas, parece apropiado. Las subidas de los tipos de interés podrían mermar el atractivo relativo de los valores tecnológicos –debido al descuento de los beneficios futuros–, pero estos mantendrán su relevancia a largo plazo.

«En un periodo de 12 meses, es difícil prever que las acciones puedan obtener nuevas ganancias significativas. Podríamos estar superando un periodo de «picos» y adentrándonos en un panorama de inversión bastante menos respaldado por las políticas económicas».

Materias primas: aún no se encuentran en un nuevo superciclo

Las materias primas han registrado unas ganancias sólidas y muy visibles gracias a la reapertura de las economías y algunas restricciones de la oferta. Por ejemplo, el índice de alimentos de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO) subió casi un 40% anual en mayo. Las autoridades chinas también han anunciado nuevas medidas para monitorizar los precios de las materias primas, tras la subida reciente de los precios de producción.

No obstante, parece prematuro hablar de un nuevo superciclo de las materias primas. Son muchos y diversos los factores que han contribuido al aumento reciente de sus precios, y es posible que algunos de ellos no vayan a perdurar. Los precios del cobre, por ejemplo, han subido debido a la convicción de que la descarbonización seguirá impulsando su demanda a través de mejoras de las redes eléctricas, las energías renovables, los vehículos eléctricos, etc. Se trata de un argumento convincente a largo plazo, pero los precios del cobre a medio plazo podrían ser volátiles, y verse posiblemente lastrados por la desaceleración del crecimiento económico chino.

Con un horizonte a 12 meses, tampoco prevemos que el precio del petróleo registre nuevas ganancias significativas, dada la continua amenaza de una expansión de la oferta si los precios suben con rapidez. La OPEP+ ha conseguido hasta ahora limitar los aumentos de su propia producción, pero existen una serie de tensiones (como las relativas a la producción de Irán), y la recuperación de la demanda dependerá de que se siga controlando el coronavirus. También es posible que la producción de petróleo estadounidense no se mantenga estacionaria para siempre (figura 5).

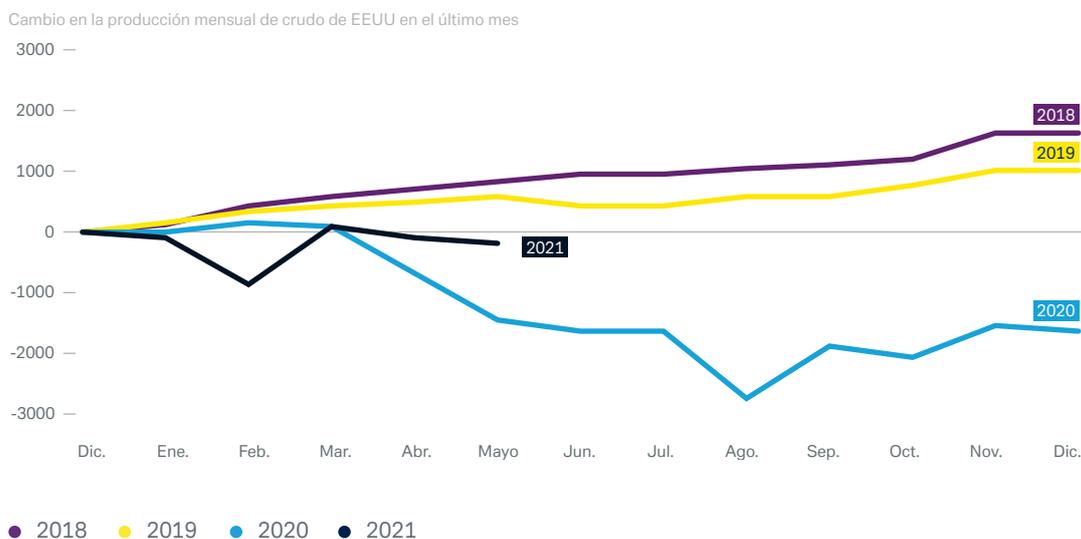
El precio del oro se verá probablemente contenido por los temores de subidas de los tipos, siempre y cuando la inflación se mantenga (más o menos) bajo control. Esto podría limitar el interés de los inversores y fijar un tope a las subidas de su cotización.

«Es posible que algunos factores que han contribuido al aumento reciente de los precios de las materias primas no vayan a perdurar. En el caso del petróleo, la amenaza de nuevas expansiones de la oferta seguramente limitará las ganancias futuras».



Figura 5: los productores de petróleo de EEUU mantienen la disciplina

Fuente: U.S. Energy Information Administration, Deutsche Bank AG. Datos del 28 de mayo de 2021.

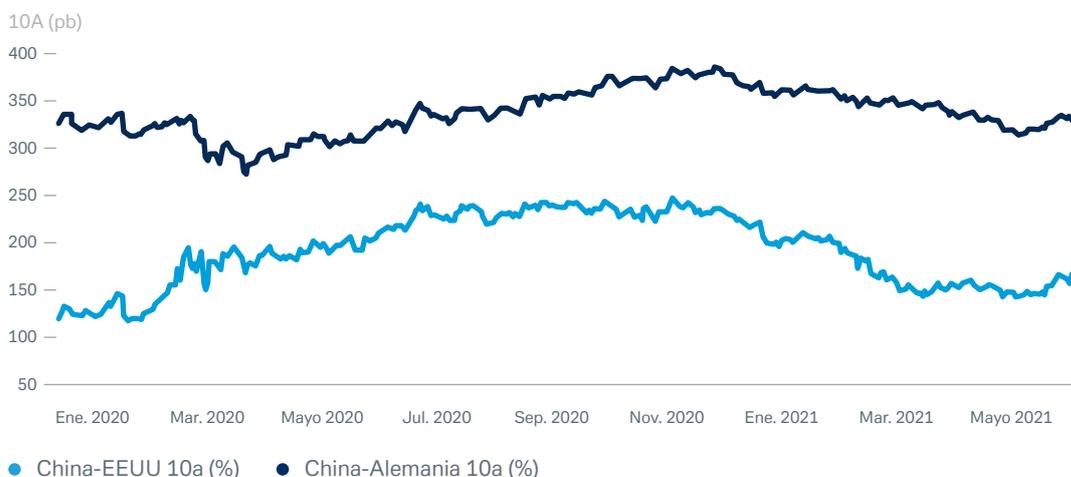


Divisas: los motores están cambiando

En el último año, los tipos de cambio de los principales pares de divisas han obedecido más a los cambios en el sentimiento de riesgo que a las divergencias de crecimiento entre los distintos países, de políticas económicas y otras variables fundamentales. Sin embargo, aunque el dólar es aún un indicador del riesgo (pues se beneficia del sentimiento de aversión al riesgo), los debates sobre la reducción de los estímulos monetarios ya están empezando a tener algo más de impacto. Puesto que los motores de las divisas están cambiando, es posible que no se registren tendencias marcadas en los próximos meses. Con un horizonte a 12 meses, prevemos que el EUR/USD se sitúe en 1,20. El USD/JPY ha avanzado gracias al alza de las rentabilidades de los bonos estadounidenses, y los inversores japoneses siguen encontrando atractivos los bonos en monedas extranjeras cubiertos por el riesgo de cambio; sin embargo, habrá que vigilar esta situación cuando cambie el ciclo de tipos de EEUU. Otras divisas (como la GBP) se han visto ya directamente afectadas por la reducción de los estímulos, pero la cotización de la libra ya parece descontar un gran optimismo. Los mercados financieros chinos siguen atrayendo capitales extranjeros (en parte, debido a los diferenciales de rentabilidad favorables: véase la figura 6), por lo que es de prever que el CNY siga bien respaldado; sin embargo, es posible que las autoridades chinas no consientan nuevas ganancias rápidas del yuan en el futuro, puesto que las disputas entre EEUU y China están aún pendientes de resolución.

Figura 6: la continua ventaja de rentabilidad de China podría respaldar al CNY

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos del 22 de junio de 2021.



Es probable que otros dos aspectos pasen a ser motores importantes de los tipos de cambio. En primer lugar, las consideraciones ESG podrían afectar los tipos de cambio a través de su impacto en los flujos de inversión transfronterizos: este podría ser particularmente el caso para las economías que se enfrentan a retos ESG importantes y que son asimismo muy dependientes de la financiación externa. En segundo lugar, las autoridades monetarias podrían acelerar el lanzamiento de sus propias monedas digitales (CBDC), dado su preocupación por las implicaciones del creciente interés de los inversores minoristas e institucionales por las monedas digitales del sector privado.

«En el último año, los tipos de cambio de los principales pares de divisas han obedecido sobre todo a la actitud hacia al riesgo, pero ahora están empezando a aparecer otros motores».

Resumen de las clases de activos



Bonos soberanos «core»: los rendimientos fluctúan, pero tienden al alza, y los debates sobre la reducción de los estímulos en EEUU adquirirán relevancia en el 2.º semestre de 2021. Es posible que los estímulos se reduzcan moderadamente en la 1.ª mitad de 2022, pero aún falta para las subidas de tipos, y los rendimientos reales a 10 años de EEUU seguirán siendo negativos. La rentabilidad del Bund a 10 años podría llegar a cero en un horizonte a 12 meses, y los del bono japonés a 10 años, a unos niveles moderadamente positivos. El papel de estos bonos como elemento de diversificación en las carteras sigue supeditado a las expectativas del mercado sobre la inflación y las políticas monetarias. **Previsiones para finales de junio de 2022: bono del Tesoro de EEUU a 10 años 2,00%; bono del Estado de Japón a 10 años 0,20%; Bund alemán a 10 años 0,00%.**



Bonos Investment Grade: las subidas de tipos son manejables si no son demasiado marcadas o bruscas. Es probable que la oferta en EEUU disminuya mientras que la demanda sigue elevada, pero las rentabilidades ofrecidas son limitadas. Los fundamentos de Europa también son favorables, con una oferta reducida, pero el BCE debe gestionar bien la comunicación relativa a las compras del PEPP. Una mayor disciplina crediticia por parte de los emisores estadounidenses debería respaldar las valoraciones y el ciclo de calificaciones negativas en Europa empezará a tocar fondo. **Previsiones de primas de riesgo para finales de junio de 2022: Grado de Inversión de EEUU (índice BarCap U.S. Credit) 75 pb, bonos Grado de Inversión en EUR (índice iBoxx EUR Corp) 75 pb.**



Bonos High Yield: el volumen de emisiones en EEUU se mantiene elevado, pero las tasas de impago han ido cayendo. Los diferenciales se siguen reduciendo, pero a un ritmo más moderado. En Europa, las emisiones también son abundantes y las tasas de impago disminuyen. Mantenemos una actitud constructiva en ambos mercados, puesto que las economías están repuntando y los picos temporales de la volatilidad (debido a las emisiones, la inflación o problemas de las cadenas de suministro) podrían presentar oportunidades de inversión. Debemos ser cautos con los bonos sensibles a la duración. **Previsiones de primas de riesgo para finales de junio de 2022: High Yield de EEUU (índice Barclays U.S. HY) 290 pb, bonos High Yield en EUR (índice ML EUR Non-Financials) 300 pb.**



Deuda de mercados emergentes en divisa fuerte: los diferenciales aún podrían estrecharse. La mayoría de emisores soberanos tienen una solvencia sólida y su capacidad de refinanciación aún es buena. Tal vez los mercados sean demasiado cautelosos, pues probablemente se mantendrá el apoyo y se registrarán unas buenas recuperaciones. Para los bonos corporativos, los fundamentos de los emisores se están ya recuperando, con la ventaja de una moderada duración; sin embargo, un endurecimiento monetario demasiado rápido en EEUU supondría un riesgo en este sentido. **Previsiones de los diferenciales para finales de junio de 2022: deuda soberana de ME (índice EMBIG Div) 300 pb, deuda corporativa de ME (índice CEMBI Broad) 270 pb.**



Renta variable estadounidense: las estimaciones de beneficios se han revisado al alza dadas las ganancias del T1 2021, y las valoraciones parecen sostenibles siempre y cuando las rentabilidades reales se mantengan negativas. Dicho esto, la recuperación económica ya parece estar ampliamente descontada y las subidas de tipos limitarán las revalorizaciones futuras. Las perspectivas de alzas de los tipos también están llevando a una revaluación de las preferencias sectoriales. **Previsión del S&P 500 para finales de junio de 2022: 4.200.**

Resumen de las clases de activos



Renta variable europea: las esperanzas de una recuperación económica han respaldado el avance reciente y las perspectivas de beneficios siguen siendo constructivas tras el fuerte crecimiento del T1 2021. Los estímulos fiscales y monetarios de la zona euro también siguen siendo favorables. Los beneficios deberían recuperar los niveles de 2019 para 2023. El foco político estará puesto en las elecciones en varios países, pero es posible que su impacto directo sobre las bolsas sea limitado. **Previsión del Euro Stoxx 50 para finales de junio de 2022: 4.000; previsión del Stoxx Europe 600: 440.**



Renta variable japonesa: la recuperación mundial (y, en particular, de China) debería ser un factor de apoyo a través de las exportaciones, pese a los problemas por el confinamiento nacional debido al coronavirus. La debilidad del JPY también debería ayudar. Se mantienen los factores favorables de unos balances robustos, un apalancamiento reducido y una mejora del gobierno corporativo. El Banco de Japón mantiene su política expansiva, pero su presencia en el mercado se está convirtiendo en un problema en cuanto al equilibrio de oferta y demanda. El descuento de valoración con respecto al S&P 500 parece haberse estabilizado en torno al 15-25%. **Previsión del MSCI Japan para finales de junio de 2022: 1.200.**



Renta variable de mercados emergentes: la rentabilidad reciente se ha visto frenada por los temores en torno a la inflación en EEUU y las implicaciones para el USD, así como por la reaparición del coronavirus en Asia y el endurecimiento de las políticas económicas en China. Sin embargo, parece probable que el crecimiento económico repunte en el 2.º semestre de 2021, especialmente en Asia, donde también se prevé un fuerte crecimiento de los beneficios. Las valoraciones aún parecen razonables (incluidas las de algunas acciones tecnológicas), y la fuerte participación de los inversores nacionales y las reformas en materia ESG son factores positivos a más largo plazo. **Previsión del MSCI Emerging Markets para finales de junio de 2022: 1.400.**



Oro: las preocupaciones sobre la inflación aún no han cambiado demasiado la dinámica del mercado. Las subidas recientes de la cotización del oro han sido moderadas y, dadas las mayores tasas de crecimiento económico y el aumento de los rendimientos nominales, seguramente no se registrarán nuevas ganancias importantes. Una reducción de los estímulos sería un nuevo factor favorable. Los indicios recientes de nuevos flujos de entrada a los ETF deben confirmarse y las posiciones de inversión minoristas y especulativas siguen disminuyendo. Las expectativas sobre el índice DXY seguirán siendo importantes, pero el coronavirus y otros obstáculos podrían proporcionar solo un impulso temporal. **Previsión del oro para finales de junio de 2022: USD1.850/oz.**



Crudo: las expectativas de que se mantenga el crecimiento global de la demanda han hecho subir los precios del petróleo en los últimos meses. La disciplina en la producción de la OPEP+ y las reducciones de las existencias mundiales de petróleo también han contribuido a ello, mientras que la producción estadounidense está aumentando solo de manera muy moderada. Las inquietudes acerca del impacto del coronavirus sobre la demanda de Asia podrían frenar las subidas de precios a corto plazo, pero una mayor demanda de viajes en la OCDE debería compensar los ligeros aumentos de la oferta mundial. **Previsión del WTI para finales de junio de 2022 (precio a plazo en 12 meses): 63 USD/barril**

Estimaciones sobre los mercados de capitales a largo plazo

La mayor parte de la rentabilidad de una cartera se debe a la Asignación Estratégica de Activos (SAA en sus siglas en inglés), que ofrece una fuente de rentabilidad más sostenible que la selección de valores o que acertar el momento de entrar y salir del mercado. Las previsiones de rentabilidad de los activos a largo plazo son uno de los parámetros en que se basa nuestro enfoque SAA. Elaboramos estas previsiones para una serie de índices de clases de activos, en distintas divisas. En la figura 7 que aparece a continuación presentamos una pequeña selección de estas estimaciones sobre la rentabilidad de las distintas clases de activos.

Vale la pena señalar que las rentabilidades a largo plazo no son más que uno de los tres parámetros necesarios para una SAA efectiva. Las previsiones de rentabilidad deben ir acompañadas de unas estimaciones de la volatilidad (es decir, el grado de variación de los precios de los activos) y las probables correlaciones (las relaciones entre los precios de los distintos activos).

Las previsiones de rentabilidad de las distintas clases de activos siempre comportan un cierto grado de incertidumbre. Las carteras deben diseñarse en torno a estos distintos grados de incertidumbre, por lo que una alta rentabilidad esperada no se traducirá necesariamente en una elevada asignación en la cartera. Estamos continuamente aprendiendo acerca del impacto de la incertidumbre en los distintos activos y seguimos ajustando estos tres componentes de nuestro proceso de SAA.

Figura 7: previsiones de algunas rentabilidades medias anuales a 10 años

Fuente: DWS, Deutsche Bank AG. Datos a 31 de diciembre de 2020.

	Moneda local	EUR	USD
S&P 500	5,4%	4,6%	5,4%
MSCI Europe	4,5%	4,4%	5,2%
FTSE 100	6,5%	6,3%	7,1%
TOPIX japonés	3,0%	2,5%	3,3%
Títulos del Tesoro EE.UU.	0,8%	0,0%	0,8%
Deuda global en euros	-0,5%	-0,5%	0,3%
Deuda corporativa EE.UU.	1,2%	0,4%	1,2%
High Yield EE.UU.	2,3%	1,6%	2,3%
High Yield Pan Euro	1,5%	1,5%	2,3%
Deuda pública ME	3,8%	3,0%	3,8%
Materias primas de Bloomberg, sin agricultura ni ganadería	0,3%	-0,5%	0,3%

Temas de inversión clave

Actualmente contamos con 10 temas de inversión clave, diseñados para ser relevantes a largo plazo y ofrecer oportunidades de inversión continuadas. Podemos visualizar estos temas como sectores encajados en un triángulo basado en tres dimensiones: la tecnología, la demografía y la sostenibilidad del mundo en que vivimos (o TEDS, si usamos su abreviatura en inglés) (figura 8).

Figura 8: El triángulo TEDS

Fuente: Deutsche Bank AG. Datos del 1 de junio de 2021.



Ciberseguridad

Situada en la parte superior del triángulo, la necesidad de ciberseguridad responde al papel fundamental de la economía digital y al coste y frecuencia de los ciberataques. La tecnología 5G (véase más adelante) conlleva asimismo la necesidad de más ciberseguridad, por el incremento de las interacciones con dispositivos físicos. Es un tema que afecta tanto a sociedades y gobiernos como a las empresas.



Inteligencia artificial (IA)

La IA es un factor esencial en muchas áreas, incluyendo la ciberseguridad. El coronavirus ha potenciado el uso de la IA en numerosos aspectos de la sanidad, pero también en el sector financiero. Podríamos estar cerca de un punto de inflexión dadas las mejoras en la capacidad de computación y el almacenamiento de datos de próxima generación. El riesgo político de la IA se manifiesta a diversos niveles.



El 5G

El 5G tiene implicaciones para muchos sectores tecnológicos y podría facilitar la IA. La construcción de la red 5G implica un amplio abanico de actividades económica, desde la demanda de semiconductores y materias primas hasta el suministro de infraestructuras para centros de datos y torres celulares. Estas demandas van a generar tanto oportunidades como tensiones económicas y políticas, por ejemplo, en torno al papel de China en los mercados emergentes y como proveedor tecnológico.



ESG

La inversión ESG ocupa el centro del triángulo y va a seguir haciéndolo. La pandemia del coronavirus parece haber magnificado la importancia de la gestión de riesgos mediante inversiones centradas en aspectos medioambientales, sociales y de buen gobierno corporativo. La administración Biden ha prestado una mayor atención a las cuestiones medioambientales y ha asumido compromisos mayores de cara al 2021 y los próximos años. Según parece, la coordinación de las respuestas financieras de los sectores público y privado va a ser cada vez más importante.



Movilidad inteligente

La interacción entre la sostenibilidad y la tecnología es evidente en la movilidad inteligente. El objetivo es conciliar la necesidad de reducir de forma importante las emisiones con un transporte coste-eficiente. Los menores costes de la fabricación de los vehículos eléctricos (a pesar de ciertas preocupaciones por el suministro de algunos recursos), una gestión más eficaz de la red eléctrica y el impulso a las iniciativas para compartir vehículo y otras capacidades por parte de la conectividad y la automatización deberían reducir la contaminación y la congestión vial.



Asistencia sanitaria

Al descender por el triángulo, la sanidad supone una interacción obvia entre la demografía y la tecnología. Las poblaciones cada vez más envejecidas y el aumento de la riqueza de los mercados emergentes están impulsando la demanda. Mientras tanto, la tecnología está ayudando a transformar la prestación de servicios, los dispositivos médicos, la industria farmacéutica y las finanzas sanitarias. La sanidad podría estar transformándose en un proceso permanente de gestión y conservación de la salud de las personas.



Millennials

Los Millennials evidencian la importancia de las tendencias demográficas, ya que son la primera generación que deberá afrontar las verdaderas consecuencias del cambio climático. Además, este grupo podría tener que ayudar a la población de más edad con una vida laboral más larga, si bien se podría beneficiar económicamente de la reducción de la mano de obra. Los Millennials recurrirán a su cada vez mayor importancia para impulsar cambios en muchos ámbitos, desde la prestación de servicios públicos hasta las prioridades corporativas y de inversión.



Inversión en infraestructuras

La inversión en infraestructuras debe pensarse también a largo plazo, debido a las carencias existentes en los mercados desarrollados y emergentes. A su vez, la innovación (p. ej., a través de los datos, la interconexión y la automatización) nos está ya forzando a cambios muy rápidos. Es probable que aumenten las infraestructuras tradicionales invirtiendo en la descarbonización del transporte, las energías renovables y la digitalización. Las evaluaciones de los ciclos de vida de los proyectos de infraestructuras, en concreto en relación con el cambio climático, podrían provocar un cambio de prioridades y de enfoques financieros.



Gestión de los recursos

En la parte inferior del triángulo destacan los aspectos relacionados con la sostenibilidad. La gestión de recursos se centra (aunque no en exclusiva) en la gestión de residuos, un punto en el que la tecnología es tanto un problema (por los residuos de aparatos eléctricos y electrónicos) como una posible fuente de soluciones. Otras áreas igualmente conocidas (como las energías alternativas) tienen asimismo cabida aquí. Sin embargo, debido a las tensiones de las finanzas públicas, la gestión de recursos puede tener dificultades para conseguir los recursos que necesita: la gestión de residuos está muy vinculada a los ciclos económicos.



La economía azul

La economía azul es un punto cada vez más importante en los debates en torno a la biodiversidad, la gestión de los recursos y el crecimiento económico. Los océanos (la octava economía más grande del mundo) están sometidos a una gran presión por la sobrepesca y la destrucción medioambiental. La concienciación en cuestiones medioambientales es cada vez mayor (p. ej., en el sector del transporte marítimo) y el acceso a nueva tecnología y más datos debería permitirnos entender mejor los problemas subyacentes, creando oportunidades tanto en las industrias existentes como en otras nuevas.



Anexo 1

Previsiones macroeconómicas

	Previsión para el 2021	Previsión para el 2022
Tasa de crecimiento del PIB (%)		
EE.UU.*	6,7	5,2
Eurozona (incluidos)	4,2	4,6
Alemania	3,3	4,5
Francia	6,0	4,3
Italia	4,5	4,7
España	5,5	5,7
R.Unido	6,5	5,7
Japón	2,7	2,6
China	8,7	5,5
India	10,0	6,5
Rusia	3,3	2,5
Brasil	3,0	2,4
Mundo	5,8	4,6
Inflación: IPC (%)		
EE.UU.*	2,8	2,5
Zona euro	2,0	1,6
Alemania	2,2	1,8
Japón	0,1	0,5
China	1,7	2,4

*La previsión de crecimiento del PIB de EE.UU. de 4T a 4T es del 7,2 % en 2021 y del 4,0% en 2022.

*Para el IPC, la medición es el PCE [deflactor del consumo privado] subyacente de diciembre a diciembre; la media es del 2,6% en 2021 y el 2,5% en 2022; la previsión del PCE global (diciembre a diciembre) es del 3,1% en 2021 y el 2,3% en 2022; la media es del 3,0% en 2021 y del 2,4% en 2022. Previsiones del 27 de mayo de 2021.

Anexo 2

Previsiones por clases de activos

Previsiones de los tipos y diferenciales de la renta fija para finales de junio de 2022

Estados Unidos (bono a 2 años)	0,50%
Estados Unidos (bono a 10 años)	2,00%
Estados Unidos (bono a 30 años)	2,60%
Corp. GI USD (BarCap U.S. Credit)	75pb
USD HY (Barclays U.S. HY)	290pb
Alemania (bono a 2 años)	-0,60%
Alemania (bonos a 10 años)	0,00%
Alemania (bonos a 30 años)	0,60%
Reino Unido (bono a 10 años)	0,95%
Corp GI EUR (iBox Eur Corp all)	75pb
EUR HY (ML Eur Non-Fin HY Constr.)	300pb
Japón (bono a 2 años)	0,00%
Japón (bono a 10 años)	0,20%
Deuda privada Asia (JACI)	240pb
Deuda pública ME (EMBIG Div.)	300pb
Deuda privada ME (CEMBI Broad)	270pb

Previsiones sobre divisas para finales de junio de 2022

EUR frente al USD	1,20
USD frente al JPY	105
EUR frente al JPY	126
EUR frente al GBP	0,89
GBP frente al USD	1,35
USD frente al CNY	6,65

Previsiones de los índices bursátiles para finales de junio de 2022

Estados Unidos (S&P 500)	4.200
Alemania (DAX)	15.700
Zona euro (Euro Stoxx 50)	4.000
Europa (Stoxx 600)	440
Japón (MSCI Japan)	1.200
Suiza (SMI)	11.150
Reino Unido (FTSE 100)	7.100
Mercados emergentes (MSCI EM)	1.400
Asia sin Japón (MSCI Asia ex. Japan)	940
Australia (MSCI Australia)	1.400

Previsiones de las materias primas para finales de junio de 2022

Oro (USD/oz)	1.850
Petróleo (WTI precio a plazo en 12m, USD/b)	63

Previsiones del 27 de mayo de 2021.

Glosario

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

Las **inversiones en «carry»** pretenden generar unas rentabilidades más altas, posiblemente accediendo a ellas (como en el caso de las divisas) mediante préstamos en un entorno de tipos más bajos.

CNY es el símbolo de divisa del yuan chino.

La **correlación** es una medida estadística de cómo dos valores (u otras variables) se mueven en relación el uno con el otro.

Las **acciones cíclicas** resultan afectadas por el ciclo de negocio, y suelen incluir bienes y servicios cuya adquisición es de carácter discrecional.

El **DAX** es el índice de acciones blue chip de las 30 compañías más grandes de Alemania que cotizan en la bolsa de Frankfurt. Otros índices DAX incluyen un mayor número de firmas.

La **Inversión socialmente responsable** (ISR o ESG, por sus siglas en inglés) no solo considera la rentabilidad, sino que también incorpora criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo.

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

El **Stoxx Europe 600** incluye 600 empresas de 18 países de la Unión Europea.

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

La **Reserva federal (Fed)** es el banco central de Estados Unidos.

Su **Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC)** se reúne para fijar la política de tipos de interés.

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

La **Crisis Financiera Global hace (GFC)** referencia a la crisis de los años 2007-2008.

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

Jackson Hole es la ubicación (y denominación habitual) de un simposio económico anual de la Reserva Federal de Kansas City.

Grande, mediana y pequeña capitalización son términos utilizados para diferenciar las acciones según el tamaño de la capitalización de mercado total de una empresa. Las definiciones exactas varían.

Los **Millennials** es el término utilizado para referirse a las personas nacidas entre los años 80 y 90, si bien esta definición puede variar.

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

El **ratio precio-beneficio (PER)** mide el precio actual de la acción de la compañía, comparándolo con su beneficio por acción. En este contexto, NTM se refiere a los beneficios de los siguientes 12 meses.

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

Glosario

Reducción de los estímulos (*tapering*), en el contexto de los mercados financieros, se refiere a la reducción gradual de las compras de activos por parte de los bancos centrales.

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

El **West Texas Intermediate (WTI)** es un tipo de crudo que se utiliza como referencia cuando se habla de los precios del crudo.

Nota importante

General

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

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

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

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

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

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

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

Nota importante

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

Estado de Kuwait

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

Emiratos Árabes Unidos

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

Estado de Catar

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

Reino de Bélgica

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

Reino de Arabia Saudita

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

Reino Unido

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

Nota importante

Hong Kong

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

Singapur

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

Estados Unidos

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

Alemania

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

Nota importante

India

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

Italia

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

Luxemburgo

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

España

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

Austria

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

Países Bajos

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

