



Octubre 2021

CIO Insights



Cambio de marcha
Actualización de las perspectivas
económicas y de inversión



Índice

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

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

Economía: la recuperación se producirá a distintas velocidades

Inflación: no se volverá a los niveles ultrabajos

Renta fija: la represión financiera continuará

Deuda corporativa: obtener un rendimiento significativo exigirá riesgo

Renta variable: la reducción de los estímulos no comportará ningún cambio radical

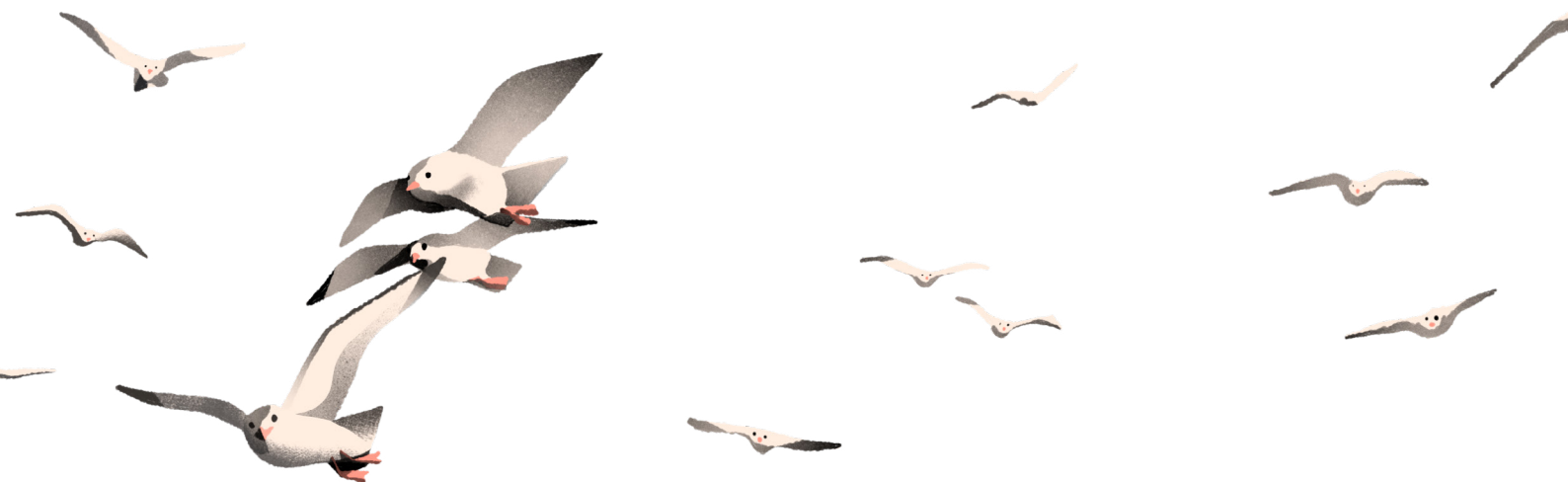
Materias primas: el petróleo sube, pero el oro baja

Divisas: los factores macro vuelven a un primer plano

03	Resumen de las clases de activos	p.14
----	----------------------------------	------

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

05	Tablas de previsiones	p.19
----	-----------------------	------



Carta a los inversores



Christian Nolting
Global CIO

Cambio de marcha

La recuperación económica mundial no es un camino llano. Dado que cada país tiene su propio enfoque contra el coronavirus (desde la «tolerancia cero» a la «coexistencia con vacunas»), las economías se están reabriendo a distintas velocidades y continúa habiendo confinamientos temporales. Sin embargo, el crecimiento económico ha vuelto y se mantendrá.

Se sigue prestando atención a la política monetaria, y los bancos centrales empiezan a hablar cada vez más de cuándo empezar a reducir los estímulos, en cuanto estos no sean tan necesarios. Pero el endurecimiento monetario no será el punto de inflexión que puede parecer a primera vista. Incluso después de la prometida reducción de los estímulos (y las subidas de tipos posteriores), continuará habiendo represión financiera, es decir, unos tipos reales negativos (tipos nominales ajustados por la inflación). Los rendimientos de la deuda pública seguirán muy por debajo de los niveles normalmente asociados a un rápido crecimiento. Esta recuperación económica sigue siendo atípica.

Centrarse meramente en la política monetaria comporta el riesgo de ignorar otros cambios económicos y sociales importantes. La economía mundial cambiará de marcha de muchas maneras distintas, a medida que los gobiernos, empresas y personas se vayan adaptando a las nuevas realidades. Se observan ya muchas señales de ello a corto plazo, tales como los problemas de las cadenas de suministro mundiales (evidentes, por ejemplo, en los elevados costes de transporte y los problemas de suministro de los circuitos integrados).

«La economía mundial está cambiando de marcha de muchas maneras y el proceso de adaptación continuará. Este entorno seguirá siendo favorable para los activos de riesgo, pero no hay que dejarse llevar por la euforia ni relajarse excesivamente.»

Deberemos asimismo adaptarnos en otros ámbitos. Las perspectivas anuales de este año se titulaban «[Movimientos tectónicos](#)» y apuntaban a que muchas tensiones estructurales de la economía mundial se observaban ya antes de la pandemia de coronavirus. Es relativamente fácil medir los desequilibrios en áreas como el mercado de trabajo y el incremento del endeudamiento público, pero algunos efectos menos cuantificables podrían ser más relevantes a largo plazo; por ejemplo, las implicaciones del plan de estímulo europeo para la integración europea. Las perturbaciones provocadas por la pandemia están dando asimismo una excusa para hacer ciertos cambios de marcha -fundamentales y deliberados- en aspectos sociales, como, por ejemplo, la priorización de China de la «prosperidad común» frente a un crecimiento rápido. Las nuevas prioridades de China, evidentes a través de los cambios normativos y el control de ciertos sectores (como el tecnológico y el inmobiliario) tienen ya implicaciones en la inversión. La necesidad de endurecer las medidas en materia medioambiental en todo el mundo impulsará seguramente también otros cambios importantes. Este proceso no ha hecho más que empezar.

¿Qué implicaciones tiene todo esto para los inversores? Aunque el entorno de inversión es complejo, vale la pena recordar dos cosas: la mayoría de economías están registrando un fuerte crecimiento y las políticas económicas (tanto monetarias como fiscales) seguirán siendo generalmente expansivas. Así, si bien numerosos parámetros pronto habrán tocado techo (por ejemplo, el crecimiento económico y los beneficios), este entorno debería seguir siendo favorable para los activos de riesgo como la renta variable, aunque las ganancias no sean tan espectaculares como en los últimos meses. En consecuencia, es muy posible que las vías de inversión alternativas en estos «activos reales», incluidas las menos líquidas (por ejemplo, a través de 'Private Equity' o 'Venture Capital'), adquieran relevancia.

En una situación en que muchos aspectos (sociales, económicos y corporativos) evolucionan, sigue siendo importante no dejarse llevar por la euforia ni relajarse excesivamente. Las actuaciones de los bancos centrales y de otros actores tendrán un impacto en los mercados y es posible que siga habiendo tensiones de política monetaria. También hay algunos riesgos geopolíticos evidentes (por ejemplo, dentro de Asia, o relativos a las relaciones entre Estados Unidos y China). A medida que la economía mundial vaya cambiando de marcha –de muchas maneras–, se generarán muchas oportunidades, pero las reglas de inversión siguen siendo las mismas: mantenerse innovadores y abiertos a los nuevos planteamientos, diferenciar entre los cambios temporales y los estructurales, y gestionar el riesgo de las carteras.

Christian Nolting

Christian Nolting
Global CIO

Perspectivas breves

Perspectivas en síntesis

- El crecimiento económico sigue repuntando, pero las economías y los responsables políticos aún deben adaptarse a las nuevas realidades de muchas maneras.
- El entorno de inversión es favorable pero, puesto que muchos temas evolucionan, los inversores no deben dejarse llevar por la euforia ni relajarse excesivamente.
- Así, los inversores deben diferenciar entre los cambios temporales y los estructurales, evaluar los nuevos enfoques de inversión y centrarse en la gestión del riesgo.



Utilice el código QR para consultar una selección de otros Informes CIO de Deutsche Bank (www.deutschewealth.com).

Actualización macroeconómica y de las clases de activos

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

Economía: la recuperación se producirá a distintas velocidades

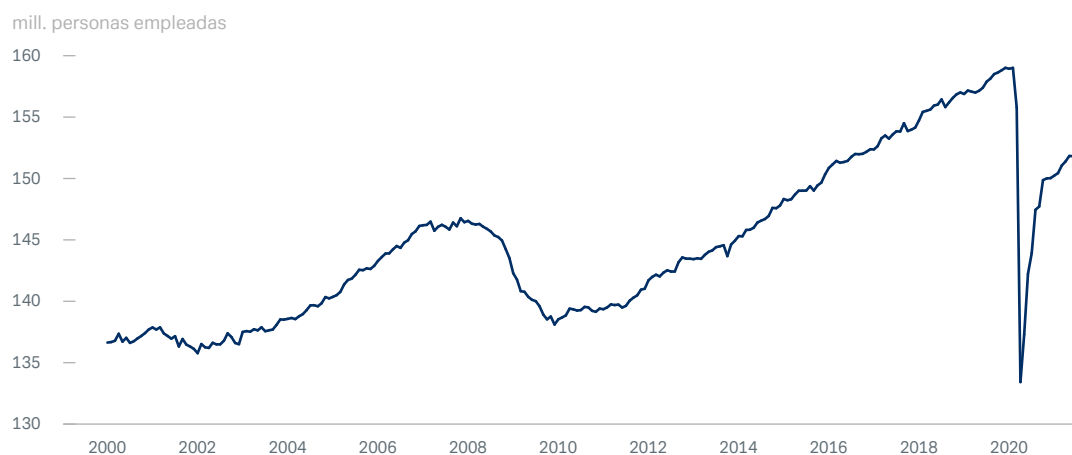
Las tasas de crecimiento económico serán generalmente elevadas en 2021, pese a los problemas que sigue presentando el coronavirus. Seguramente se mantendrá un fuerte crecimiento en 2022, pero cambiará a una marcha algo más lenta en algunas regiones, como Estados Unidos y muchos mercados emergentes. No obstante, las economías seguirán sendas de recuperación diferentes, en gran parte debido a la distinta gestión de la pandemia (en el ámbito sanitario y económico).

En Estados Unidos, pese a que las tasas de contagio del coronavirus se mantienen elevadas en algunos estados, prevemos un crecimiento del PIB del 6,2% en 2021, la mayor tasa desde 1984. El consumo sigue siendo el principal motor de crecimiento y, dada la reapertura de la economía, la balanza se está inclinando, pasando de los bienes a los servicios. Nuestra previsión de crecimiento de EE.UU. para 2022 (4,7%) refleja las expectativas de un mayor gasto de infraestructura, que, en función del acuerdo político que se alcance, podría añadir hasta 80 p.b. al crecimiento del PIB estadounidense el año que viene y tener un impacto sustancial los años ulteriores.

En consecuencia, la política monetaria se ajustará en breve. La reducción de los estímulos o «tapering» (definida como la reducción de las compras netas mensuales de activos por parte de la Fed, es decir, aminorar la marcha de la expansión del balance) podría empezar más adelante este año y haber terminado para septiembre de 2022. (El proceso de contracción del tamaño del balance de la Fed sería el paso siguiente y, evidentemente, tardará más tiempo). El fin de la reducción de los estímulos y la caída de la tasa de desempleo (podría alcanzarse el 3,8% para finales de 2022 o principios de 2023) allanará el camino para dos o tal vez tres subidas de tipos en 2023. Pero prevemos que, durante este proceso, haya cierta incertidumbre; por ejemplo, este podría subestimar el tamaño de las reducciones iniciales de compras de valores respaldados por hipotecas (MBS) y títulos del Tesoro por parte de la Fed.

Figura 1: la recuperación del mercado laboral estadounidense es fuerte, y aún no ha terminado

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos del 10 de septiembre de 2021.

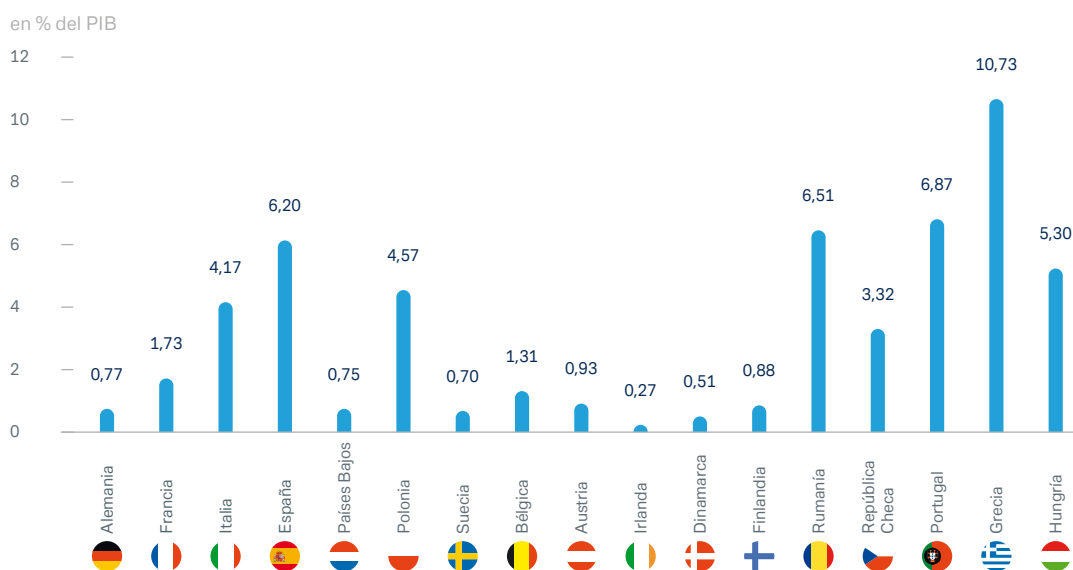


Europa irá a la zaga, tanto en lo que se refiere al crecimiento como a la respuesta de las políticas económicas. Pese a ello, nuestra previsión de crecimiento del 4,5% en 2021 para la zona euro significa que el PIB global de la zona volverá a los niveles de antes de la crisis el último trimestre de este año. Alemania (3,0%) crecerá menos que la media de la zona euro este año, debido en parte a las interrupciones de suministro de los bienes intermedios, que limitan el incremento de la producción industrial. Sin embargo, en 2022 la economía alemana repuntará, ayudando a mantener el crecimiento global de la zona euro en torno al nivel de este año, si bien algunos países (como España) se quedarán por detrás del promedio. En consecuencia, la brecha de crecimiento entre Estados Unidos y la zona euro se está reduciendo.

En la zona euro, aún falta mucho para que se produzcan subidas de tipos. Preveemos que el programa de compras de deuda de emergencia para la pandemia (PEPP) finalice a finales del primer trimestre de 2022, según lo planeado. El BCE ha anunciado ya una ligera desaceleración en el ritmo de compras del PEPP en el 4.º trimestre de este año. El fin del PEPP el próximo año podría ir seguido de una aceleración de las compras del antiguo programa de compras de activos (APP). Mientras tanto, por supuesto, las economías de la zona euro recibirán ayudas del fondo de recuperación Next Generation EU (NGEU). Ello debería respaldar la inversión y el crecimiento (en algunos países, por unas cantidades importantes, figura 2), pero también podría ocultar vulnerabilidades de algunas economías de la zona.

Figura 2: Ayudas planeadas del fondo NGEU de la Unión Europea (préstamos excluidos) con respecto al PIB

Fuente: Comisión Europea, Deutsche Bank AG. Cifras del 30 de abril de 2021.



Japón y el Reino Unido seguirán dos trayectorias distintas de recuperación de la COVID. Japón registrará unas tasas de crecimiento del PIB relativamente moderadas este año y el próximo (de tan solo algo más del 2,5%). Es improbable que haya variaciones importantes en las tasas de inflación, y el Banco de Japón seguramente mantendrá su política monetaria actual. El Reino Unido, en cambio, ya está registrando una recuperación (si bien bastante inestable). Pese a otros problemas de la economía británica no relacionados con el coronavirus, creemos que el Banco de Inglaterra podría subir los tipos de interés a finales de 2022, es decir, antes que la Fed.

Para los mercados emergentes, hemos rebajado nuestras previsiones de crecimiento de Asia para 2021 y elevado las de América Latina, que se ha beneficiado del alza de las materias primas y del sólido crecimiento estadounidense. Sin embargo, a partir de 2022, es probable que Asia registre de nuevo un fuerte crecimiento y que América Latina no tenga tan buen comportamiento. La recuperación de Brasil será débil en 2021 y se desacelerará en 2022.

En Asia, China y India seguirán unas trayectorias de recuperación bastante diferentes. En el caso de India, algunos brotes graves del coronavirus han afectado el crecimiento en 2021, pero la economía india ha demostrado resistir cada vez mejor a la segunda ola y las siguientes, y el banco central ha mantenido el apoyo de la política monetaria, pese a las preocupaciones sobre la persistencia de la inflación. El crecimiento indio podría ascender a más del 9% este año y volver a unos niveles más normales en el próximo.

En cambio, la desaceleración del crecimiento chino se ha visto agravada por los continuos intentos de controlar los brotes locales del coronavirus. Las autoridades chinas parecen estar cada vez más dispuestas a aceptar un crecimiento económico más lento como vía para alcanzar sus objetivos sociales a más largo plazo, en vista también del deseo de reducir el riesgo financiero y otras fuentes de riesgo. Sin embargo, la desaceleración del crecimiento chino no será drástica y sigue habiendo muchos factores de apoyo económico, bien sea a través del consumo, del apoyo fiscal o de una política monetaria laxa; es posible que se reduzca de nuevo el coeficiente de reservas obligatorias o que se tomen otras medidas. La experiencia reciente de China nos recuerda que los aspectos políticos siguen siendo clave, pese al coronavirus.

Inflación: no se volverá a los niveles ultrabajos

Las esperanzas de una «normalización» del crecimiento han ido acompañadas de la creencia de que la inflación también se «normalizará», alentada por las continuas declaraciones de la Fed de que la inflación es «temporal». Al igual que con el crecimiento, los distintos países siguen trayectorias de inflación diferentes; es posible que las tasas interanuales ya estén tocando techo en Estados Unidos, pero podrían seguir aumentando en la zona euro hasta principios del año que viene.

No obstante, si bien las medias de inflación anuales seguramente bajarán en 2022 con respecto a 2021, no prevemos que vuelvan a los niveles históricamente bajos de antes de la pandemia. Las curvas de oferta de las economías se acercarán finalmente a la demanda; en consecuencia, es improbable que se mantengan las elevadas tasas interanuales recientes de algunos bienes en EE.UU. o una elevada inflación salarial (como los vehículos de segunda mano de EE.UU. y los salarios en los sectores de viajes y hostelería).

Sin embargo, algunos problemas de suministro (por ejemplo, de los circuitos integrados) tardarán tiempo en resolverse. Las presiones en torno a las cadenas de suministro ya existían antes del coronavirus (debido, por ejemplo, a los aranceles y restricciones entre EE.UU. y China, y a algunos acontecimientos locales, como el Brexit), pero tal vez la pandemia haya acelerado una tendencia hacia cadenas más cortas y localizadas, lo que podría encarecer los costes.

Continúa el debate acerca de las circunstancias en que un mayor gasto público hará subir la inflación. Sin embargo, también es posible identificar un área específica de las políticas públicas que tendrá implicaciones directas sobre los precios: la política medioambiental. Alcanzar la neutralidad en emisiones de carbono tendrá un coste. La adopción de un nuevo sistema de fijación de precios del carbono podría añadir 106 p.b. a la inflación alemana este año. La implementación del régimen de comercio de derechos de emisión (RCDE) de la UE agrega 200 p.b. a los niveles de inflación solamente a través de los efectos directos, si bien este impacto podría tardar en producirse.

Asimismo, cabe esperar volatilidad en los activos vinculados al cambio climático. Unos 130 países de todo el mundo se han comprometido con la descarbonización para 2050, pero, dadas las predicciones actuales respecto al incremento de la temperatura, es probable que las políticas climáticas deban endurecerse aún más.

La fijación de precios del carbono está muy avanzada en la UE, pero no tanto en otras partes. China lanzó un mercado nacional de carbono en julio y es posible que haya más cambios significativos en el mercado internacional de carbono, tal vez relacionados con impuestos al carbono en la fuente de consumo en vez de la de producción, un precio mínimo internacional del carbono, o un acuerdo para establecer precios del carbono más bajos para los mercados emergentes. Todas estas alternativas podrían incidir no solo en los niveles de precios, sino también en la actividad económica y las distintas clases de activos.

Renta fija: la represión financiera continuará

La represión financiera seguirá siendo el escenario dominante. Los rendimientos de la deuda pública subirán de manera moderada, pero los tipos de interés reales (es decir, ajustados por la inflación) se mantendrán bajos o negativos. Como hemos observado anteriormente, no se prevén subidas de los tipos oficiales estadounidenses hasta 2023.

No obstante, si bien las previsiones por clases de activos a 12 meses (véase la página 20) parecen generalmente benignas, no está claro cómo evolucionarán las cosas exactamente en los próximos meses. Esto podría añadir riesgo en los mercados de capitales. Existe la hipótesis de que los mercados ya descuentan en gran medida la reducción de los estímulos (es decir, el menor apoyo de política monetaria), pero es posible que el ciclo de subidas de tipos en sí (que empezará seguramente en 2023) aún no esté debidamente descontado. Entender las distintas implicaciones del coronavirus y del ciclo económico normal sigue resultando difícil, del mismo modo que los responsables de políticas económicas y los mercados conservan la incertidumbre acerca de los efectos retardados de la política fiscal y monetaria actual, o sobre cómo reaccionarán los consumidores ante las subidas de precios. En consecuencia, es posible que los mercados ya estén descontando la recuperación del coronavirus, pero no el ciclo de alzas de tipos.

Es probable que los tipos de la deuda pública suban hacia niveles más compatibles con un fuerte crecimiento, pero el proceso será parcial y tardará un tiempo. Nuestra previsión a 12 meses (finales de septiembre de 2022) para la rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a 10 años es del 2,0% y para el Bund a 10 años, del 0,0%, si bien la trayectoria para alcanzar estos niveles no será seguramente una trayectoria sin sobresaltos. Las recuperaciones recientes de las rentabilidades se han quedado rápidamente sin fuelle.

Además, distintos tramos de la curva de tipos del Tesoro estadounidense se verán afectados por distintos factores. En el tramo corto de la curva (2 años), el principal motor serán las expectativas de subidas de tipos, mientras que en el extremo más largo (30 años), el factor primordial podrían ser las previsiones de inflación a largo plazo. La inclinación de la curva dependerá de la relación entre ambos aspectos.

Deuda corporativa: obtener un rendimiento significativo exigirá riesgo

Prevedemos un ligero estrechamiento de los diferenciales de la deuda corporativa a 12 meses, pero los rendimientos reales en una gran parte de esta clase de activos seguirán siendo negativos. La velocidad a la que varíen los tipos de los títulos del Tesoro de EE.UU. también presenta algunos riesgos; si hay variaciones demasiado fuertes o erráticas, podrían perturbar los diferenciales de la deuda corporativa.

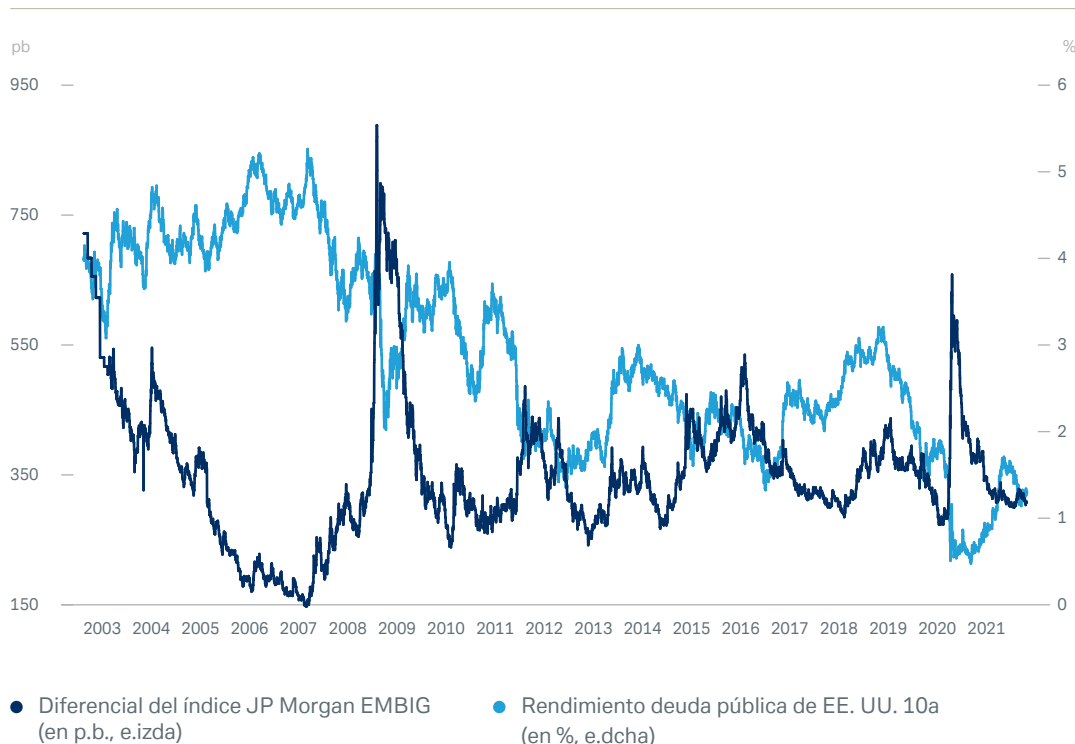
Esto nos hace ser cautelosos con respecto a la deuda [Grado de Inversión](#), pese a que los fundamentos subyacentes del mercado son razonables. En el caso de la deuda Grado de Inversión en USD, la demanda sigue sorprendiendo al alza, por ejemplo, de fondos de pensiones que desean alargar la duración. En Europa existe también demanda de este tipo de deuda para fines regulatorios y se mantendrán las compras oficiales a través del programa APP del BCE, que posee el 27% del universo corporativo elegible. Sin embargo, frente a ello, persiste el problema de que las valoraciones son altas medidas según la mayoría de parámetros y que las rentabilidades potenciales son bajas.

La deuda [High Yield](#) en USD se beneficia de unas bajas expectativas de impago (las tasas actuales son del 1,5%) y la creciente proporción en el mercado de los bonos denominados «estrellas en ascenso». No obstante, si bien sus fundamentos siguen siendo sólidos, estos títulos presentan ciertos riesgos, en especial si los tipos suben con rapidez, lo que podría perjudicar la deuda High Yield y favorecer el crédito. Asimismo, es improbable que los bonos High Yield en USD, junto con sus homólogos en EUR, se beneficien de otra gran variación de los diferenciales, pero son una fuente de «carry». La deuda High Yield en EUR se beneficia asimismo de una menor dispersión y de bajas tasas de impago, si bien vale la pena cuestionarse en qué medida los márgenes de beneficios empresariales actuales podrán mantenerse en 2022.

Los bonos chinos han ensombrecido el panorama de la [deuda corporativa de los mercados emergentes](#). Se ha deteriorado la percepción acerca de la voluntad del gobierno central o los gobiernos locales de rescatar a las empresas en dificultades, y los inversores han abandonado sectores considerados especialmente problemáticos (como el inmobiliario). En general, las previsiones de los diferenciales ocultan una divergencia considerable del interés de los inversores por las áreas atractivas y aquellas en riesgo de sufrir corrientes de ventas a gran escala.

Figura 3: las subidas de tipos de EE.UU. tienen un impacto limitado sobre los diferenciales de los Mercados Emergentes a largo plazo

Fuente: Bloomberg Finance L.P., JP Morgan. Datos del 10 de septiembre de 2021.



Fuera de Asia, la deuda corporativa ha registrado una buena evolución; por ejemplo, los títulos de las principales empresas exportadoras de América Latina se han beneficiado en muchos casos de la recuperación de Estados Unidos, y las empresas centradas en la economía nacional podrían recuperar algo de terreno. A escala global, creemos que podría haber cierto estrechamiento de los diferenciales.

Nos mantenemos en general optimistas acerca de la deuda pública de mercados emergentes. Algunos riesgos geopolíticos y económicos persisten, pero los fundamentos son favorables (por ejemplo, los saldos exteriores y el uso de capital del FMI para ampliar las reservas de divisas), si bien la atención de los inversores podría diferenciarse en áreas como la política fiscal. La figura 3 indica asimismo que el impacto de las subidas de tipos del Tesoro estadounidense sobre los diferenciales de Mercados Emergentes es relativamente limitado en un horizonte a largo plazo.

Renta variable: la reducción de los estímulos no comportará ningún cambio radical

La renta variable ha obtenido una buena rentabilidad este año, si bien ha habido algunas decepciones en los mercados emergentes (incluida China) y, por lo menos hasta hace poco, en Japón. Las acciones de crecimiento se han comportado bien, pero con algunos repuntes temporales de las acciones de valor según fluctuaban las expectativas sobre los tipos de interés.

La reducción de los estímulos seguramente no comportará ningún cambio radical para la renta variable. Puesto que la represión financiera continúa, incluso después de la reducción de los estímulos y las subidas de tipos posteriores, los tipos reales negativos harán que se mantenga el atractivo de la renta variable. Es decir, el argumento de que «no hay alternativa» sigue siendo válido.

Con un horizonte a 12 meses, prevemos que la renta variable obtenga ganancias, si bien seguramente serán más reducidas que en el último año. El fuerte impulso de los beneficios implica que los mercados pueden subir sin que asciendan las valoraciones precio/beneficios (PER), a diferencia de los años anteriores (figura 4). No obstante, finalmente podría haber una rotación más sostenida de las acciones de crecimiento con valoraciones elevadas hacia las acciones cíclicas y de valor.

En [Estados Unidos](#), los beneficios del 2.º trimestre superaron con creces las expectativas, en algunos casos en gran medida, especialmente muchas empresas del ámbito digital. Prevemos que el crecimiento medio de los beneficios del S&P 500 se sitúe en 200 dólares en 2021. Sin embargo, la velocidad de dicho crecimiento pasará a una marcha algo más lenta. Para 2022, nuestra previsión de crecimiento de los beneficios del S&P 500 es del 5%, en vez del 10-15% que podría esperarse en un entorno de crecimiento tan dinámico. Un motivo para ser cautelosos es la subida planeada del impuesto sobre sociedades.

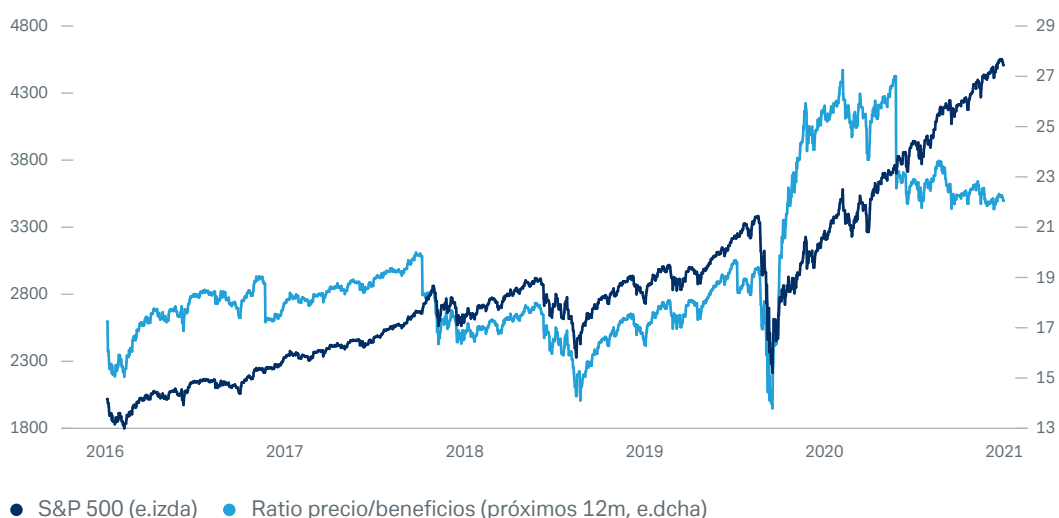
Este seguramente afectaría de manera desproporcionada a las empresas orientadas al mercado interno, si bien el tipo actualmente propuesto podría rebajarse durante el proceso legislativo. También hay algunos interrogantes sobre quién tiene realmente poder de fijación de precios en una situación de falta de suministro de semiconductores y otros problemas de la cadena de suministro. Por último, ¿se mantendrá la fiebre digital? Puede observarse cierta maduración en las redes sociales, pero las actividades de software empresarial y en la nube seguramente seguirán en expansión.

En [Europa](#), las revisiones al alza de los beneficios han sido aún más prominentes; las acciones cíclicas (especialmente importantes en este mercado) han superado considerablemente las expectativas. Puesto que una gran parte de Europa no está más que empezando a salir del confinamiento, cierta demanda (por ejemplo, de automóviles) podría desplazarse a 2022, lo que respaldaría los beneficios. La inflación, según lo comentado anteriormente, podría comenzar a aflojar en 2022 y, si se mantienen unos buenos datos de los índices PMI, ello podría alentar nuevas revisiones al alza de los beneficios. Estos seguramente se verán más impulsados por los ingresos totales (la facturación), pero el mercado de renta variable europea sigue dominado por los valores cíclicos, por lo que las ganancias globales deberán mejorar en esta área.

«Puesto que la represión financiera continúa, los tipos reales negativos harán que se mantenga el atractivo de la renta variable, pese a algunas decepciones en los mercados emergentes este año».

Figura 4: los beneficios, no los múltiplos, son ahora lo que más impulsa el mercado

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos del 10 de septiembre de 2021.



Japón se ha rezagado durante gran parte de este año pese a unos sólidos beneficios, si bien últimamente ha habido algunos indicios de recuperación. Sigue habiendo poco interés general por este mercado, pese a unos buenos fundamentos. En teoría, podría recuperar terreno, pero cuesta identificar un catalizador. Es posible que la estacionalidad habitualmente elevada no sea suficiente. Últimamente ha habido ganancias después de que el primer ministro Suga anunciara su decisión de dimitir, y es posible que su sucesor tenga otras prioridades políticas.

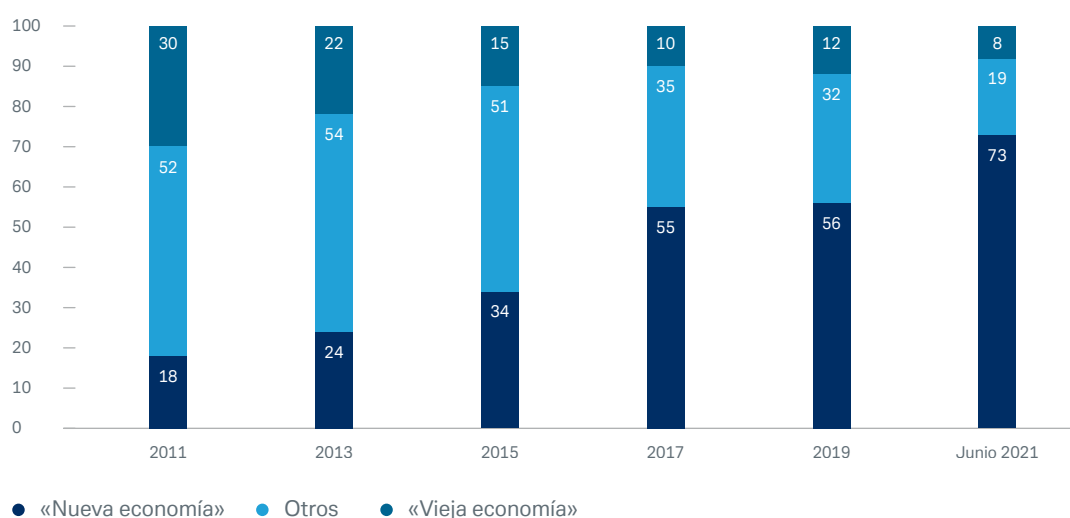
La renta variable de mercados emergentes también ha tenido un año 2021 complicado. Tras un buen arranque del año, se ha rezagado desde mediados de febrero. Los motivos son fáciles de identificar. El impacto de una política china relativamente dura, con mayor hincapié en la regulación, se ha visto agravado por las dificultades para reabrir la economía: el enfoque de «COVID cero» del país se ha visto amenazado por los continuos brotes regionales del coronavirus.

En consecuencia, la renta variable china se ha rezagado notablemente; los índices con un gran peso tecnológico (como el MSCI China, figura 5) han tenido un comportamiento especialmente negativo. (Las acciones A han resistido mejor). De momento, hay poca visibilidad sobre lo que sucederá a continuación y sobre las intenciones de regular el sector privado. Seguirá habiendo oportunidades, pero aún no hay ningún catalizador convincente para una revalorización. El objetivo de la «prosperidad compartida» podría impulsar el consumo a más largo plazo, pero a corto, seguirá generando incertidumbre.



Figura 5: La composición cambiante del índice MSCI China

Fuente: MSCI, Deutsche Bank AG. Datos del 10 de septiembre de 2021.



Notas: Los sectores de la «nueva economía» se definen en este contexto como los de consumo discrecional, consumo básico, atención sanitaria, TI, medios y ocio; los de la «vieja economía» son los de materiales, energía e industria; los «otros» son el inmobiliario, 'utilities', el financiero y telecomunicaciones.

Fuera de China, la mayor parte del resto de Asia presenta valoraciones razonables y el crecimiento de los beneficios repuntará, pero, de nuevo, no hay ningún catalizador para una revalorización. Seguimos optimistas acerca de Asia a más largo plazo, pero en los próximos seis meses, mantendremos la cautela.

Capital Riesgo: potencial rentabilidad, pero también riesgos.

Por supuesto, las acciones cotizadas en bolsa no son la única manera de invertir en empresas. Las inversiones en 'Private Equity' siguen siendo una alternativa para algunos inversores, y continúa el interés por el Capital Riesgo ('Venture Capital'). Se trata de inversiones intrínsecamente arriesgadas, pero que ofrecen ciertas ventajas potenciales, aparte de la posibilidad de beneficiarse de la prima por falta de liquidez: una mayor rentabilidad para compensar unas inversiones relativamente poco líquidas, el 'Venture Capital' como clase de activos se ha ido expandiendo durante la pandemia, ayudado por su fuerte componente tecnológico, si bien sigue estando relativamente poco desarrollado en Europa. El 'Venture Capital' permite a los inversores diversificar una cartera en una amplia gama de empresas innovadoras, con una baja correlación con el resto de clases de activos. Por otra parte, los riesgos de las inversiones individuales son elevados, suele requerir un compromiso a largo plazo y podría hacer falta recurrir a los mejores gestores para obtener una rentabilidad razonable.

Materias primas: el petróleo sube, pero el oro baja

La recuperación económica mundial ha ido acompañada de fuertes subidas de precios de algunas materias primas. El índice Bloomberg Commodity Price Index ha escalado en torno a un 50% desde principios de año.

La cotización del petróleo ha avanzado considerablemente, debido a la convicción de que la demanda mundial seguirá repuntando y que el crecimiento global de la oferta será limitado, bien debido a medidas adoptadas (como un acuerdo para controlar la producción de la OPEP+), bien a factores económicos (como la inversión en capacidad productiva). Ambos factores podrían quedar en entredicho en los próximos meses, por ejemplo, por la posibilidad de que Irán vuelva al mercado. Sin embargo, creemos que, aunque la inversión en capacidad está tocando fondo, seguirá frenando el crecimiento de la producción y prevemos que se mantenga la unidad de la OPEP+. Nuestra previsión a 12 meses (futuro del WTI a 12m) es de 68 USD/barril. A medio plazo, podría haber ciertas subidas temporales debido a factores ESG: la construcción de nuevas infraestructuras de energías alternativas requerirá un gran consumo de energía.

Los precios mayoristas de la energía han registrado un brusco aumento en Europa. El precio de los derechos de emisión europeos (para el comercio de carbono) ha subido más de un 80% en lo que llevamos de año. También hay preocupaciones sobre los niveles de almacenamiento de gas: cuando falta poco para el invierno, las instalaciones de almacenamiento de gas en Europa están solamente llenas al 70%, frente a la media de los últimos cinco años del 86% en esta época del año. Parece improbable que los precios del gas caigan de forma significativa a corto plazo. Finalmente se normalizará la situación, pero el tiempo que esto tarde en producirse podría depender de varios factores (como la duración y la severidad del invierno en Europa).

El oro, en cambio, no se ha beneficiado del entorno actual. La cotización del metal amarillo ha retrocedido en 2021 y no prevemos que se registre una recuperación sostenida. Los tipos reales negativos, por supuesto, serán algo favorable para el oro. Sin embargo, prevemos que la combinación de alza de los tipos nominales, un entorno macroeconómico generalmente de mejora y el inicio del proceso de reducción de los estímulos de la Fed perjudique las asignaciones de los inversores al oro en los próximos 12 meses. Nuestra previsión para finales de septiembre de 2022 es de 1.750 USD/onza.

Divisas: los factores macro vuelven a un primer plano

Los principales pares de divisas siguen pasando de moverse en gran medida en función de los cambios en la disposición/aversión al riesgo a reaccionar más a los factores macro. Una manera de analizar esto es examinar cómo responden los distintos pares de divisas del G10 a los movimientos diarios del índice S&P 500. Cada vez más pares de divisas parecen no presentar ninguna correlación con este sencillo indicador de la actitud hacia el riesgo. No obstante, es importante identificar qué otros factores macro impulsan las divisas. Actualmente, los movimientos de las divisas no responden a los diferenciales de tipos a corto plazo, sino a los tipos swap a 10 años. Es decir, los mercados se fijan más en las perspectivas de crecimiento a largo plazo.

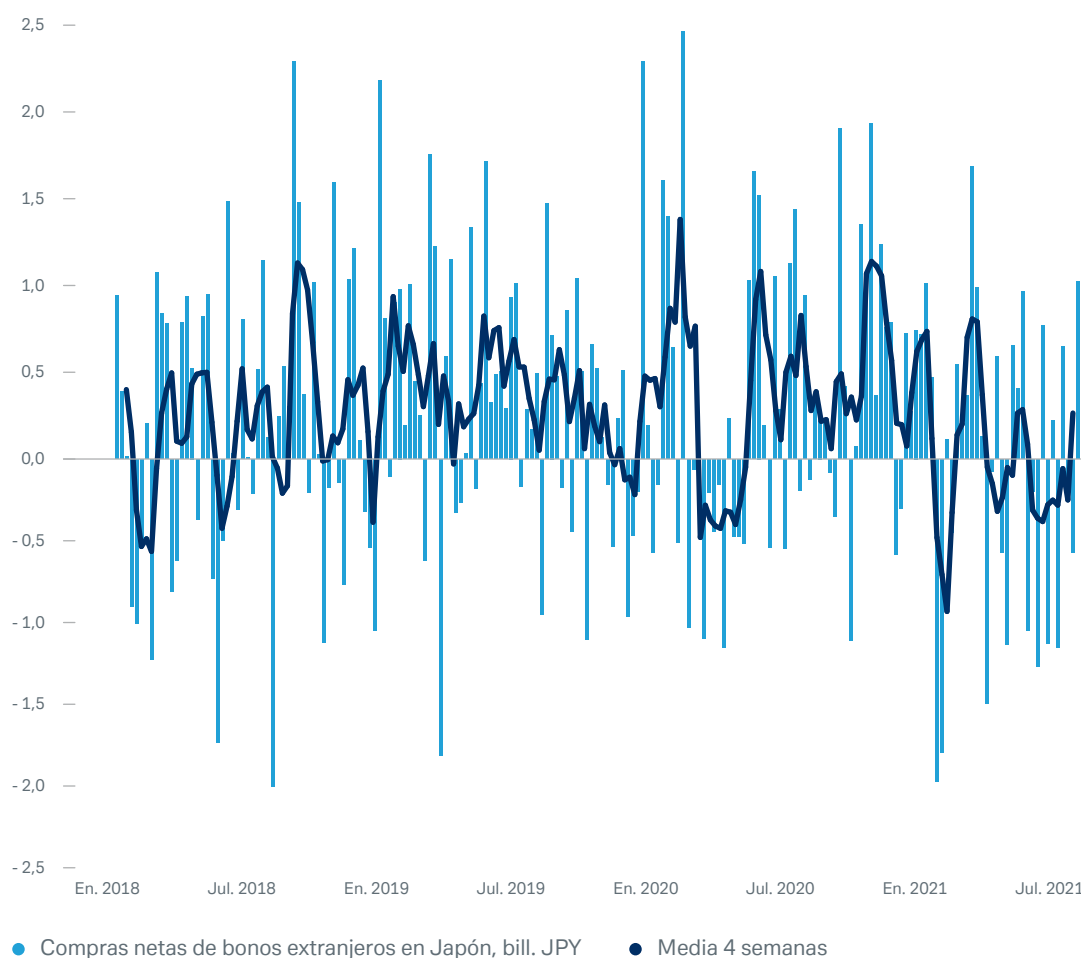
Nuestra previsión para finales de septiembre de 2022 del EUR/USD es de 1,20, lo que implica una leve depreciación del USD con respecto a los niveles actuales. Los diferenciales de crecimiento del PIB entre EE.UU. y la zona euro seguramente se reducirán el próximo año, y podrían persistir las preocupaciones sobre el «doble déficit» de EE.UU. (fiscal y comercial). Esto dificultaría que se mantuviera cualquier apreciación temporal del USD, a menos que se produzca un fuerte deterioro de la situación geopolítica mundial o del coronavirus.

La reacción de los inversores ante el ciclo de subida en los tipos estadounidenses también será importante para determinar otros pares de divisas. Por ejemplo, los inversores japoneses (figura 6) seguramente empezarán a posicionarse en 2022 para el inicio de subidas de tipos de la Fed en 2023. Puesto que los costes de cobertura seguramente aumentarán, es posible que compren bonos en USD sin cubrir y cierren las coberturas sobre sus posiciones existentes. Por consiguiente, hemos cambiado nuestra previsión a 12 meses del USD frente al JPY a 108.

«Los principales pares de divisas están volviendo a reaccionar más a los factores macro, pero sigue siendo importante identificar los principales motores».

Figura 6: Compras netas de bonos extranjeros en Japón (billones JPY)

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos del 10 de septiembre de 2021.



Valdrá la pena prestar atención al renminbi, lo que debe recordarnos que hay que diferenciar en las opiniones sobre las monedas de los Mercados Emergentes. Prevemos una suave trayectoria bajista controlada de la moneda frente al USD, pero esta tendencia no se prolongará indefinidamente. La depreciación de la moneda podría ayudar a China durante un periodo de crecimiento más lento, pero el objetivo de las autoridades monetarias chinas (establecer igualdad de condiciones con el USD) se mantiene; por ello, seguimos apostando a largo plazo por el CNY, puesto que se tendrá que seguir asignando posiciones a esta divisa.

Resumen de las clases de activos



Bonos soberanos «core»: las rentabilidades subirán en los próximos 12 meses, pero podría haber retrocesos. La reducción de los estímulos empezará en EE.UU. a finales de este año y el proceso seguramente finalizará en 2022, antes de que la Fed empiece a subir gradualmente los tipos de interés en 2023. Los tipos reales a 10 años de EE.UU. seguirán negativos; los del Bund a 10 años aún más. Los rendimientos nominales del bono japonés podrían situarse con dificultades por encima de cero. El exceso de posiciones de renta fija en una cartera podría aumentar el riesgo. **Previsión de rentabilidades final de septiembre del 2022: bono del Tesoro de EE.UU. 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: seguramente se mantendrá una fuerte demanda de bonos IG en USD y EUR, y la oferta permanecerá relativamente limitada. Las revisiones positivas de las calificaciones también son evidentes tanto en USD como en EUR, lo que probablemente continuará. Sin embargo, las valoraciones son elevadas medidas según la mayoría de parámetros, mientras que los diferenciales son reducidos y se prevé que se estrechen ligeramente. La deuda IG en EUR debería resistir bien ante las subidas de tipos (si el movimiento no es demasiado brusco) y el fin del programa PEPP en Europa (con posibles aumentos de las compras del APP). No obstante, las rentabilidades potenciales son limitadas y deben sopesarse frente a los riesgos. **Previsiones de los diferenciales de rentabilidad para finales de septiembre de 2022: Bonos Grado de Inversión de EE.UU. (BarCap U.S. Credit) 75 pb, Bonos Grado de Inversión en EUR (iBoxx EUR Corp) 75 pb.**



Bonos High Yield: las tasas de impago en USD y en EUR siguen cayendo bastante por debajo de las medias históricas, y es de esperar que la recuperación económica y los buenos beneficios empresariales sigan favoreciendo esta clase de activos. También sigue habiendo revisiones al alza de las calificaciones. La emisión de bonos HY en USD se está usando principalmente con fines de refinanciación, lo cual es positivo, mientras que el fuerte apoyo del banco central favorece la deuda HY en EUR. En Estados Unidos, un área a la que prestar atención podría ser la de las empresas con potencial de «estrellas en ascenso». En EUR, seremos cautelosos con los bonos a más largo plazo con una elevada sensibilidad a los tipos de interés. **Previsiones de los diferenciales de rentabilidad para finales de septiembre de 2022: Bonos High Yield de EE.UU. (Barclays U.S. HY) 290 pb, Bonos High Yen EUR (ML EUR Non-Financials) 280 pb.**



Deuda de mercados emergentes en monedas fuertes: los acontecimientos globales siguen generalmente favoreciendo la deuda pública. La recuperación económica mundial, los altos precios de las materias primas y la solidez de las cuentas externas son positivos para muchos de estos mercados, así como el apoyo adicional del FMI. Los mercados también parecen relajados acerca de las implicaciones de las futuras subidas de tipos en Estados Unidos. No obstante, es posible que haya una mayor diferenciación en los resultados fiscales. En el segmento corporativo, la incertidumbre relativa a China continúa, pero los fundamentos son sólidos y sigue siendo una clase de activos en rápido crecimiento. **Previsiones de los diferenciales de rentabilidad para finales de septiembre de 2022: deuda soberana de Mercados Emergentes (EMBIG Div) 300 pb, deuda corporativa de Mercados Emergentes (CEMBI Broad) 290 pb.**



Renta variable estadounidense: la temporada de beneficios del 2.º trimestre superó las expectativas y los tipos reales negativos seguramente harán subir el S&P 500; el argumento de que «no hay alternativa» sigue siendo válido. Nuestra valoración precio/beneficios se mantiene sin cambios en 22,0 para 2022. La reducción de los estímulos de la Fed parece estar descontada en los precios, pero habrá que estar atentos a cualquier asunto relacionado con los grandes valores del sector digital y el alcance final de las reformas fiscales prometidas. **Previsión del S&P 500 para finales del mes de septiembre del 2022: 4.600.**

Resumen de las clases de activos



Renta variable europea: las perspectivas de beneficios siguen siendo positivas tras un buen 2.º trimestre, pese a algunas dudas sobre la reapertura económica europea. Los estímulos fiscales y monetarios de la zona euro también siguen siendo favorables y es probable que el BCE actúe de manera cautelosa. Nuestras previsiones son que se mantenga un descuento del PER de en torno al 25% del Stoxx Europe 600 frente al S&P 500. Parece improbable que el mercado europeo vaya a rendir más que el estadounidense, a menos que haya un cambio radical de las preferencias hacia las acciones de valor o cíclicas. Las elecciones en algunos países europeos seguramente tendrán únicamente un impacto reducido en los mercados de renta variable europea. **Previsión del Euro Stoxx 50 para finales de septiembre de 2022: 4.250; previsión del Stoxx Europe 600: 480.**



Renta variable japonesa: el buen comportamiento reciente de los beneficios no se ha reflejado en unas ganancias apreciables del mercado. Las empresas niponas cuentan con unos sólidos fundamentos (como sus balances) y el Banco de Japón (BoJ) mantendrá sus estímulos, pero es difícil prever un desencadenante que permita a Japón recuperar terreno con respecto a otros mercados desarrollados. Una recuperación china ayudaría, pero sigue habiendo interrogantes acerca del impacto del coronavirus en Japón. La dinámica de oferta y demanda del mercado también ha desanimado a los compradores extranjeros, puesto que el BoJ tiene una presencia importante y el fondo de pensiones del gobierno tuvo que vender porque alcanzó sus límites de posiciones en renta variable. **Previsión del MSCI Japan para finales de septiembre de 2022: 1.200.**



Renta variable de mercados emergentes: su menor rentabilidad en este año con respecto a los mercados desarrollados se ha visto agravada por las crecientes preocupaciones sobre la regulación en China. Los argumentos a medio plazo a favor de la renta variable de mercados emergentes siguen siendo válidos, pero estas incertidumbres de carácter político persistirán durante un tiempo. Dentro de China, nos centraríamos en las acciones A y los sectores más favorecidos por las políticas públicas (solar, semiconductores, automatización industrial). El mercado asiático excluida China podría presentar algunas oportunidades de compra si la región se reabre más en los próximos meses. Fuera de Asia, las empresas vinculadas a materias primas o las expuestas a la reapertura de EE.UU. podrían ser atractivas. **Previsión del MSCI Emerging Markets para finales de septiembre de 2022: 1.310.**



Oro: los temores de inflación no suscitaron una subida sostenida del oro a principios de este año, y los precios han vuelto a caer en torno a 1.750 USD. El interés de los inversores (a través de ETF) sigue siendo moderado y las posiciones especulativas se han reducido. Los precios podrían subir temporalmente si hay malas noticias acerca de la inflación, la COVID u otros acontecimientos geopolíticos, pero no prevemos que se produzcan unas ganancias sostenidas. El inicio del proceso de reducción de los estímulos de la Fed seguramente será desfavorable, al igual que el alza de los tipos nominales (si bien los tipos reales se mantendrán muy negativos). **Previsión del oro para finales de septiembre de 2022: USD1.750/oz.**



Crudo: la continuación (si bien irregular) de la recuperación económica mundial del coronavirus ha ayudado a impulsar precios, inferiores al 50 USD/b. (WTI) a principios de año, a unos 70 USD/b. La constante disciplina en la producción de la OPEP+ ha contribuido a ello, así como la inversión limitada por parte de otros productores (como Estados Unidos). Es posible que la inversión esté tocando fondo, pero no prevemos una rápida aceleración de la producción. La demanda mundial seguirá aumentando, en particular debido a las expectativas de que las economías asiáticas se sigan reabriendo. **Previsión del WTI para finales de septiembre de 2022 (precio a plazo en 12 meses): USD68/b.**

Temas de inversión clave

Hace cinco años que estamos desarrollando nuestros temas de inversión clave. Están diseñados para ser relevantes a largo plazo y para identificar oportunidades de inversión continuadas. Podemos visualizar los diez temas existentes como sectores encajados en un triángulo basado en tres dimensiones: la tecnología, la demografía y la sostenibilidad del mundo en que vivimos (o TEDS, abreviado) (figura 7).

Figura 7: Temas de inversión clave - el triángulo TEDS

Fuente: Deutsche Bank AG. Datos del 10 de septiembre de 2021.



Inteligencia artificial (IA)

La pandemia de coronavirus ha potenciado el uso de la IA en numerosos aspectos de la sanidad, como la evaluación y diagnóstico de enfermedades. También parece probable que la IA desempeñe un papel cada vez más relevante para entender el cambio climático, además de tener una aplicación inmediata para mitigarlo, por ejemplo, a través de un uso más eficiente de la energía. Su uso en el sector financiero también es importante. El aumento de la potencia informática y del almacenamiento acelerarán su adopción, pero existen varios riesgos políticos.



La economía azul

La salud de los océanos es crucial para la biodiversidad, el capital natural que ofrecen nuestros océanos y la preservación de los sistemas socioeconómicos. La economía azul se ve amenazada por el cambio climático y por otros problemas causados por los humanos, como la sobrepesca, pero también ofrece nuevas oportunidades de inversión. Hacen falta más inversiones, que requerirán nuevos mecanismos de financiación y una buena gestión para asegurar un impacto positivo.

-  **Ciberseguridad**

Los continuos ataques tanto en el sector empresarial como el público nos recuerdan la necesidad de la ciberseguridad, especialmente dada la digitalización para las economías y las infraestructuras críticas. La administración estadounidense está instando a las empresas a redoblar sus esfuerzos en materia de ciberseguridad, pero algunas áreas parecen frágiles (como el Internet de las cosas) y algunas empresas tecnológicas líderes se han comprometido últimamente a aumentar el gasto.
-  **ESG**

Las consideraciones ESG son centrales en nuestros temas de inversión clave. La importancia de gestionar los riesgos a través de inversiones centradas en aspectos medioambientales, sociales o de buen gobierno ha quedado de manifiesto con la pandemia de coronavirus. Parece probable que haya más compromisos de los gobiernos en relación con objetivos medioambientales a medida que se asimile la escala del problema; algunos sectores como la biodiversidad cada vez serán más relevantes. El papel de la inversión del sector privado seguramente aumentará.
-  **5G**

El 5G (y el 6G, del que se habla cada vez más) tiene implicaciones para muchos sectores y podría facilitar la IA. La construcción de la red 5G implica un amplio abanico a escala de actividad económica, desde la demanda de semiconductores y materias primas hasta el suministro de infraestructuras de centros de datos, torres celulares y una ciberseguridad eficaz. Los riesgos políticos han quedado en evidencia recientemente: algunos países no desean depender de China como proveedor tecnológico.
-  **Asistencia sanitaria**

La asistencia sanitaria ha ganado más prominencia durante la pandemia, pero algunos motores a largo plazo, como el envejecimiento de la población y la creciente prosperidad en los mercados emergentes, también están impulsando la demanda. 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.
-  **Inversión en infraestructuras**

Las necesidades de infraestructuras son enormes tanto en las economías desarrolladas como en desarrollo. Las infraestructuras físicas tradicionales no son más que un componente de ello: las infraestructuras tecnológicas y de otras clases también son clave. Seguramente se observarán más avances en las combinaciones de inversión pública/privada, una mayor atención a los aspectos ESG cuando se evalúen los proyectos, y un uso más creativo de la tecnología a todos los niveles.



Millennials

Los 'millennials' son un grupo que tiene cada vez más importancia, tanto económica como política, en numerosos países. La inversión más evidente en este ámbito puede centrarse en los hábitos de consumo de este grupo (por ejemplo, tecnología y ocio). No obstante, también hay que tener en cuenta los asuntos subyacentes que definirán las vidas laborales de los 'millennials' (como la demografía y la deuda), que tendrán unas implicaciones de gran alcance para la inversión.



Gestión de los recursos

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 muy difícil conseguir los compromisos financieros que necesita: el gasto suele estar aquí muy vinculado a los ciclos económicos.



Movilidad inteligente

La movilidad inteligente implicará cambios progresivos en todo el sector del transporte. Actualmente, la mayor parte de la atención se centra en el sector automotor y las cuatro tendencias de electrificación, conectividad, vehículos autónomos y vehículos a demanda o compartidos, si bien el concepto es más amplio. Los avances en esta área generarán oportunidades de inversión en numerosos sectores, desde el suministro de electricidad a los recursos minerales.



Anexo 1

Previsiones macroeconómicas

	Previsión para el 2021	Previsión para el 2022
Crecimiento del PIB (%)		
EE.UU.*	6,2	4,7
Eurozona (incluidos)	4,5	4,6
Alemania	3,0	4,5
Francia	6,0	4,3
Italia	6,0	4,7
España	6,0	5,7
Reino Unido	6,8	5,3
Japón	2,7	2,6
China	8,2	5,6
India	9,3	6,5
Rusia	3,8	2,5
Brasil	5,3	2,0
Mundo	5,8	4,5
Inflación: Índice de precios al consumo (%)		
EE.UU.**	3,0	2,5
Zona euro	2,1	1,6
Alemania	3,1	2,6
Japón	0,1	0,6
China	1,2	2,4

*La previsión de crecimiento del PIB de EE.UU. de 4T a 4T es del 6,2 % 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 2,9% 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 3,1% en 2021 y del 2,4% en 2022. Previsiones del 26 de agosto de 2021.

Anexo 2

Previsiones por clases de activos

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

Estados Unidos (bono a 2 años)	0,80%
Estados Unidos (bono a 10 años)	2,00%
Estados Unidos (bono a 30 años)	2,50%
Corp. GI USD (BarCap U.S. Credit)	75 pb
USD HY (Barclays U.S. HY)	290 pb
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)	1,00%
Corp GI EUR (iBox Eur Corp all)	75 pb
EUR HY (ML Eur Non-Fin HY Constr.)	280 pb
Japón (bono a 2 años)	0,00%
Japón (bono a 10 años)	0,20%
Deuda privada Asia (JACI)	275 pb
Deuda pública ME (EMBIG Div.)	300 pb
Deuda privada ME (CEMBI Broad)	290 pb

Previsiones sobre divisas para finales de septiembre 2022

EUR frente al USD	1,20
USD frente al JPY	108
EUR frente al JPY	129
EUR frente al GBP	0,87
GBP frente al USD	1,37
USD frente al CNY	6,65

Previsiones de los índices bursátiles para finales de septiembre de 2022

Estados Unidos (S&P 500)	4.600
Alemania (DAX)	16.700
Zona euro (Euro Stoxx 50)	4.250
Europa (Stoxx 600)	480
Japón (MSCI Japan)	1.200
Suiza (SMI)	12.250
Reino Unido (FTSE 100)	7.000
Mercados emergentes (MSCI EM)	1.310
Asia sin Japón (MSCI Asia ex. Japan)	840
Australia (MSCI Australia)	1.450

Previsiones de las materias primas para finales de septiembre de 2022

Oro (USD/oz)	1.750
Petróleo (WTI precio a plazo en 12m, USD/b)	68

Previsiones del 26 de agosto 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)** determina la política de tipos de interés.

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

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.

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

Los **valores respaldados por hipotecas (MBS)** son instrumentos financieros garantizados por un conjunto de hipotecas.

Next Generation EU (NGEU) es un plan de estímulo de gran envergadura, pero temporal, lanzado por la Unión Europea para hacer frente al impacto de la pandemia de COVID-19.

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.

Los **índices de gestores de compras (Purchasing manager indices, PMI)** ofrecen una indicación de la solidez económica del sector manufacturero y se basan generalmente en cinco grandes indicadores: nuevos pedidos, niveles de existencias, producción, entregas de proveedores y el entorno de empleo. El índice PMI compuesto incluye tanto el sector manufacturero como el de servicios. Pueden ser publicados por entidades del sector público o privado (p.ej. Markit, Caixin, Nikkei).

Glosario

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.

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.

