

Deutsche Bank
Chief Investment Office



Marzo de 2021

CIO Insights



Luz al final del túnel

Actualización de las perspectivas económicas y de inversión



Índice

Carta a los inversores

p.2



Actualización económica y de las clases de activos

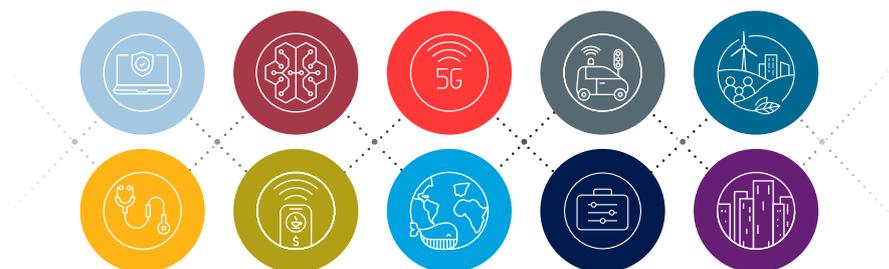
| Ocho factores clave
| Cuadro: Foco en los efectos de 2021: Asia avanza
| Resumen de las clases de activos

p.5



Nuestros temas clave de inversión

p.17



Anexo 1
Previsiones macroeconómicas

p.23

Anexo 2
Previsiones por clases de activos

p.24

Carta a los inversores



Christian Nolting
Global CIO

Luz al final del túnel

Se ven luces al final del túnel en la economía mundial. Para el segundo semestre de 2021, muchas economías seguramente ya se habrán reabierto mucho más. Sin embargo, es posible que no todas tengan la suerte de hacerlo, y siguen existiendo riesgos sustanciales.

Con los programas de vacunación en marcha en muchos países, es previsible que se sigan levantando las restricciones sanitarias, y el crecimiento del PIB repuntará tanto en el segundo y tercer trimestres de 2021, y también posteriormente. Las cifras económicas de este año deberían ser elevadas: prevemos un crecimiento del PIB del 5% en Estados Unidos, el mayor nivel desde 1984, aunque partiendo de una grave recesión. En la página 23 figura el resumen de nuestras previsiones.

Por supuesto, los mercados anticipan desde hace tiempo una recuperación económica, por lo que ya empezaron a subir en 2020. Ahora, se están centrando en las posibles implicaciones de la recuperación, en particular en lo que se refiere a la inflación: una posible consecuencia que ya identificamos en nuestras perspectivas económicas para 2021, [Movimientos tectónicos: Más allá de la COVID-19](#). Otros efectos identificados en dicho informe (como la escalada de la deuda) resultan ya evidentes, mientras que otros seguramente pasarán a un primer plano a medida que avance el año. En la figura 1 resumimos los efectos en 2021.

«No vamos a volver en cuatro días a una economía mundial como la anterior a la pandemia, y es posible que el proceso de normalización no sea fluido».

Con todo, es posible que podamos volver a un entorno como el anterior a la pandemia, pero no será rápidamente; al mismo tiempo, la pandemia ha acelerado ciertas tendencias que ya existían, por lo que tal vez el proceso de normalización no será fluido. Como observamos en nuestras perspectivas para 2021, el mundo ha cambiado para las personas, las empresas y los gobiernos. Los inversores también podrían tener en cuenta los viejos dichos: «Sol poniente en cielo grana, buen tiempo por la mañana»; «cielo rojo al amanecer, el mar se ha de mover».

Efectivamente, tras el primer resplandor del amanecer al reanudarse el crecimiento económico, las condiciones podrían complicarse más adelante. En consecuencia, tras un periodo de fuerte crecimiento, los inversores se harán dos preguntas: ¿cuáles son las consecuencias de lo que ha pasado? y ¿cómo actuar a partir de ahora?

Para un inversor, esto significa tener una cartera que pueda capear las tormentas que nos acechan, con el uso de una asignación estratégica de activos y una exitosa gestión de los riesgos cuando éstos aparezcan. Como hemos apuntado, los mercados siempre miran hacia adelante y, si bien las políticas monetaria y fiscal parecen haber sentado las bases para la recuperación económica, no está claro cómo van a llevar a cabo su segundo objetivo de mantener la estabilidad de los mercados financieros para que las turbulencias no pongan en peligro la recuperación. La volatilidad del mercado en febrero y marzo debido al cambio de las expectativas de inflación ha mostrado la dificultad de conseguir este objetivo y los posibles límites de las capacidades de los bancos centrales.

Los mercados podrían sufrir otros traspies temporales a medida que avanza el año debido a los temores sobre las consecuencias de la crisis del coronavirus (como los niveles de deuda) o, tal vez, a innovaciones bastante distintas (como las monedas digitales de los bancos centrales). En los próximos meses, las preocupaciones también podrían girar en torno a las expectativas de alza de la inflación, alentadas por unas tasas de inflación interanuales más elevadas, en particular debido a los bajísimos precios del petróleo de hace un año, durante la contracción económica. Todas las carteras deben contar con una gestión eficiente del riesgo.

Sin embargo, los inversores deben ir más allá de estos ruidos temporales e identificar temas de inversión a más largo plazo: sin duda surgirán muchos en este mundo en rápida transformación. A partir de la página 17 hablamos de las posibles evoluciones en nuestros temas clave de inversión. Como hemos expuesto anteriormente, éstos deben situarse en el contexto de la tecnología, la demografía y la sostenibilidad del mundo en el que vivimos, lo que llamamos el triángulo TEDS por sus siglas en inglés. Pasado el 2021, estos temas seguirán siendo relevantes para los inversores durante mucho tiempo.

Christian Nolting

Christian Nolting
Global CIO

Perspectivas breves

2021 en síntesis

- El fuerte crecimiento económico de 2021 no detendrá los grandes cambios estructurales.
- Es posible que el proceso de ajuste a la nueva realidad no sea fluido.
- Las carteras deben tener en cuenta las tendencias a largo plazo así como los retos inmediatos.



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



Figura 1: Efectos en la inversión y temas de inversión clave en 2021

Fuente: Deutsche Bank AG. Datos del 2 de marzo de 2021.



Actualización económica y de las clases de activos



Las cifras de crecimiento del PIB repuntarán en 2021, pero los cambios estructurales en la producción podrían resultar ser más importantes. La inflación será más un temor que una realidad. El endurecimiento de la política monetaria consistirá más en declaraciones que en acciones. La generosidad fiscal continuada tendrá finalmente un precio.

1 **Crecimiento económico**
| Recuperando el tiempo perdido

5 **Renta fija**
| Sigue supeditada a la política monetaria

2 **Inflación**
| Seguramente será volátil, pero las perspectivas a medio plazo son benignas

6 **Renta variable**
| Reevaluación de las preferencias sectoriales

3 **Política monetaria**
| Permanece relativamente laxa

7 **Divisas**
| Los factores macroeconómicos vuelven a dominar

4 **Política fiscal**
| Aún hay cuestiones importantes pendientes

8 **Los precios de las materias primas**
| Se benefician del aumento de la demanda

Ocho factores clave

1. Crecimiento económico: recuperando el tiempo perdido

El 2021 será un año con unas elevadas cifras de crecimiento del PIB en las economías desarrolladas: preveemos que la economía estadounidense crezca un 5%, la de la zona euro un 3,5% y que incluso Japón crezca un 2,5%. Los estímulos fiscales y el ritmo de vacunación nos han llevado a revisar al alza nuestra previsión para Estados Unidos en 2021 (con respecto al 4,0% anterior); en cambio, en Europa, dados los continuos confinamientos, hemos rebajado nuestra previsión (con respecto al 5,5% anterior).

La vuelta al crecimiento supondrá un alivio para gobiernos y ciudadanos: el PIB estadounidense alcanzará el nivel de antes de la pandemia este mismo año, y recuperará el nivel tendencial de producción (el que se habría alcanzado sin la pandemia) de cara al 2023. Pero no se tratará de una simple vuelta a la normalidad. Los mercados laborales podrían seguir tensionados, los niveles de deuda han aumentado (como comentamos más adelante) y las prioridades de las políticas gubernamentales serán objeto de una gran atención.

Figura 2: La economía estadounidense vuelve a recuperar su tendencia

Fuente: Deutsche Bank AG. Datos del 2 de marzo de 2021.



En los mercados emergentes, los datos económicos serán aún mejores: se prevé que China crezca un 8,7% en 2021 (con respecto a la previsión anterior del 8,2%) y la India un 11% (tras el fuerte golpe asestado a la economía por el coronavirus en 2020). Muchos mercados emergentes están en condiciones de beneficiarse de una mayor demanda de Estados Unidos y de la subida de los precios de las materias primas; los mercados asiáticos (uno de nuestros impactos identificados para 2021) serán de los que más saldrán ganando. En la página 14 hablamos más de Asia.

«El crecimiento de los mercados emergentes avanzará a toda marcha mientras los mercados desarrollados levantan la cabeza»

2. Inflación: seguramente será volátil, pero las perspectivas a medio plazo son benignas

Una de las preocupaciones que han surgido es que la recuperación económica irá acompañada de unos niveles de inflación mucho más altos. Las expectativas de inflación para EE.UU. ya son de más del 2%, lo que contrasta considerablemente con unos niveles de inflación mucho más bajos según las mediciones de la mayoría de índices. Los responsables de los bancos centrales han tratado de quitar hierro al riesgo de inflación, argumentando que, puesto que las economías están funcionando por debajo de su capacidad, el riesgo inflacionista derivado de la mayor demanda es mínimo. Nuestras previsiones de inflación para 2021 y 2022 reflejan esta perspectiva benigna. No obstante, los precios de ciertas materias primas podrían continuar registrando subidas bruscas si la demanda durante la fase de recuperación supera a la oferta. Los efectos base desfavorables podrían provocar también aumentos temporales de la inflación en 2021 (debido a los bajísimos precios del petróleo de hace un año). No obstante, el FOMC seguirá sosteniendo que todo repunte inflacionista será transitorio, y los mercados lo creerán (hasta cierto punto). Las presiones inflacionistas deberían mantenerse moderadas en la zona euro, a pesar de que probablemente habrá picos pasajeros este año debido a efectos base negativos (por ejemplo, por las subidas del precio de la energía o la eliminación de la rebaja del IVA en Alemania). Las previsiones de baja inflación del BCE reflejan estas consideraciones.

Figura 3: Inflación en Europa: se prevé más volatilidad

Fuente: DWS, Deutsche Bank AG. Datos del 2 de marzo de 2021.



En la mayoría de mercados emergentes no parece que la inflación vaya a suponer un gran problema, salvo algunas excepciones. Las políticas económicas y de los bancos centrales seguirán siendo prudentes y se gestionarán los picos transitorios (como en la India) para hacerla bajar.

«Los aumentos súbitos de algunos datos de inflación seguramente no durarán mucho»

3. Política monetaria: permanece relativamente laxa

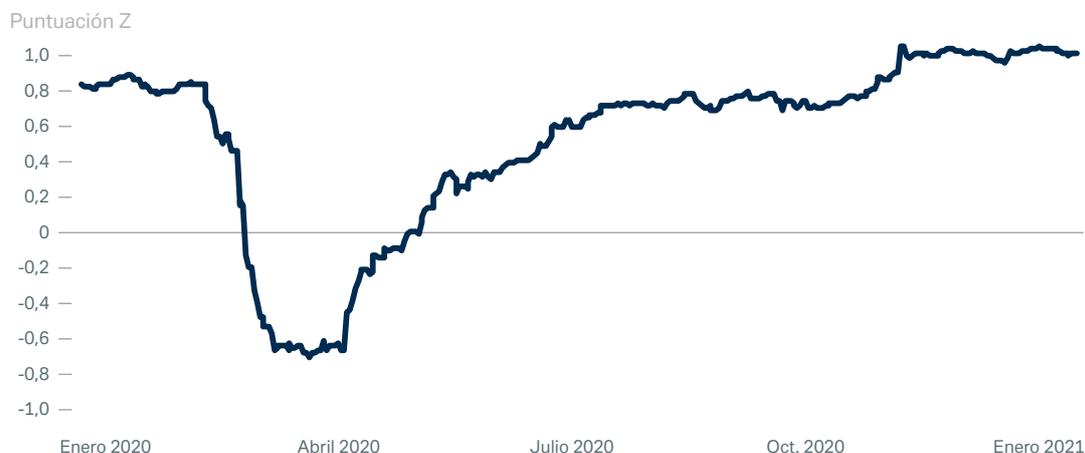
Los picos temporales de la inflación no impedirán que los bancos centrales sigan manteniendo una política monetaria muy expansiva. La política de la Fed se inclina ahora por tolerar más las subidas temporales de la inflación, y el FOMC tiene muchos otros incentivos para mantener los tipos bajos, por lo menos hasta que el mercado laboral se haya recuperado totalmente. La reducción de los estímulos monetarios en Estados Unidos podría empezar (como muy pronto, y muy gradualmente) en el primer trimestre de 2022, y es improbable que se suban los tipos de interés antes de 2023.

En el caso de la zona euro, aún se tardará más en volver a la normalidad. El principal objetivo de la política monetaria será mantener unas condiciones financieras favorables. Parece improbable que haya una reducción oficial de los estímulos, pero es posible que el BCE trate de calibrar los distintos programas de compras de activos en 2021. Dado la heterogeneidad del mercado de bonos de las 19 economías, el BCE se centra en conseguir unas condiciones financieras adecuadas, más que en el control explícito de la curva de tipos. Esto incluye el seguimiento de varios indicadores, desde los tipos de interés libre de riesgo a los diferenciales de crédito. Es probable que el BCE mantenga una política monetaria expansiva durante más tiempo que la Fed.

En los mercados emergentes, las políticas monetarias serán pragmáticas, con nuevas relajaciones en algunas economías (como Indonesia o la India), pero con estabilización en otros (como China o Corea del Sur). Un número limitado de economías emergentes (como Brasil o Turquía) podrían tener que subir los tipos de interés para lidiar con las variaciones de los tipos de cambio, la inflación u otros problemas.

Figura 4: Recuperación de las condiciones financieras en la zona euro

Fuente: DWS, Deutsche Bank AG. Datos del 2 de marzo de 2021.



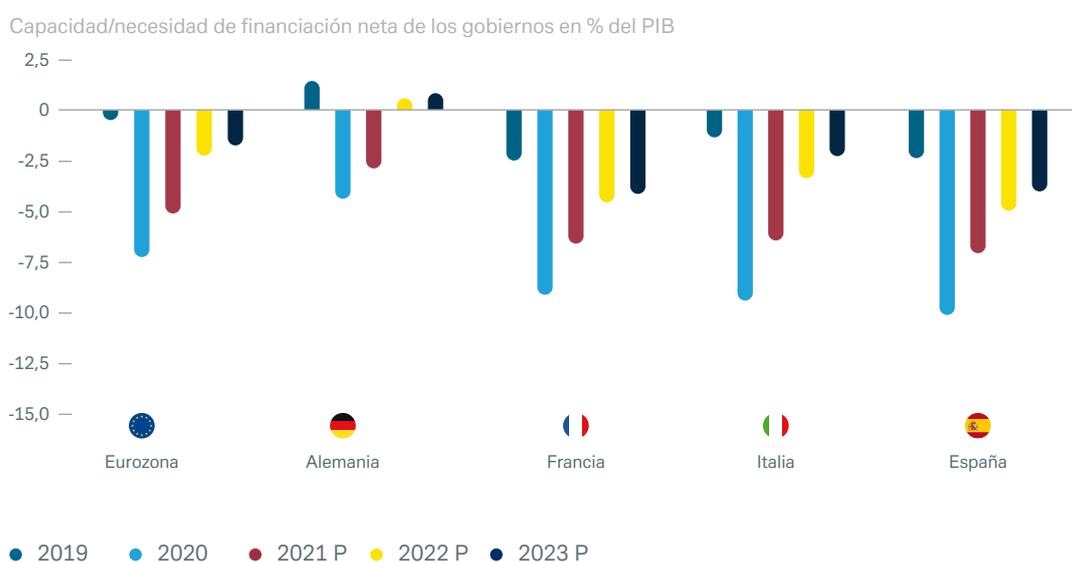
«Aún falta tiempo para un endurecimiento notable de la política monetaria: el pragmatismo se impondrá»

4. Política fiscal: aún hay cuestiones importantes pendientes

El año 2020 fue un año de grandes iniciativas presupuestarias para compensar el impacto de la crisis del coronavirus, y éstas se mantendrán en 2021 e incluso después. Estados Unidos ha aprobado otro gran paquete de estímulo y el Fondo de Recuperación Europeo se pondrá en marcha a lo largo del año, añadiendo unos 0,5 puntos porcentuales al PIB de la zona euro en 2021. Sin embargo, lo importante en el impulso fiscal es la variación, más que el nivel absoluto, de los déficits fiscales (es decir, la capacidad o necesidad de financiación neta). En muchos países, el impulso fiscal se reducirá este año al verse bajo presión las finanzas públicas, o pasará a ser negativo (tal vez debido a requisitos legales nacionales, como en Alemania).

Figura 5: El impulso fiscal europeo seguramente disminuirá

Fuente: IMF, Deutsche Bank AG. Datos del 2 de marzo de 2021 P = previsiones.



En otras partes del mundo, el panorama también es desigual. Algunas economías asiáticas aumentaron sus déficits fiscales en 2020 (como Corea del Sur), pero la reanudación del crecimiento debería empezar a reducir dichos déficits en 2021. China prevé un déficit fiscal más bajo en 2021 que en 2020.

No obstante, el nivel de deuda tardará más en reducirse. En Estados Unidos, se prevé que el nivel absoluto de deuda federal con respecto al PIB aumente; en la zona euro, las previsiones del FMI indican que esta consolidación podría llevar muchos años.

«Las variaciones de los niveles de los déficits fiscales podrían ser tan importantes como los niveles efectivos»

5. Renta fija: sigue supeditada a la política monetaria

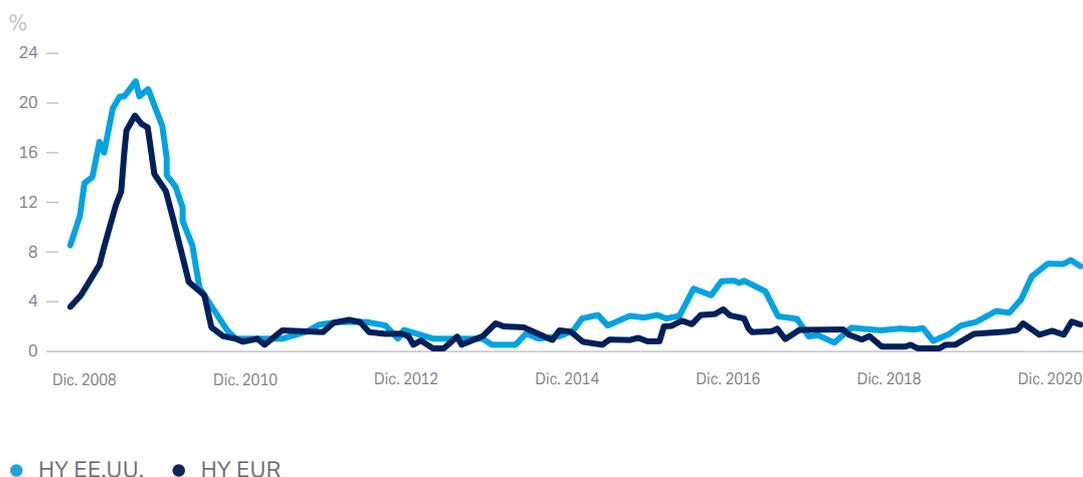
Las rentabilidades de los bonos soberanos de EEUU empezaron a repuntar en enero de este año: nuestra previsión a 12 meses del tipo de interés del bono del Tesoro a 10 años es del 1,50%, y es probable que se supere temporalmente esta cota. El aumento de los tipos ha obedecido principalmente a los temores inflacionistas, aunque los rendimientos reales han subido también últimamente. Pero hay límites a dicha subida en un contexto de una política monetaria claramente expansiva y unas bajas tasas de inflación subyacente. La repesión financiera aún no ha terminado: es probable que las rentabilidades reales se mantengan negativas.

Para los inversores en deuda corporativa, la cuestión sigue siendo hasta qué punto hay que desplazarse por la curva de riesgo/rentabilidad para obtener una remuneración adecuada sin asumir un riesgo excesivo. Creemos que las primas de riesgo de la deuda grado de inversión de EEUU y Europa podrían estrecharse aún algo más, pero la deuda high yield comportará ciertos riesgos, si bien las tasas de impago siguen siendo bajas en términos históricos. Un área óptima podrían ser algunos bonos de mercados emergentes, donde podrían darse rentabilidades relativamente atractivas junto con una creciente demanda.

En la página 24 se resumen nuestras previsiones para las distintas clases de renta fija y otras clases de activos.

Figura 6: Tasas de impago de la deuda high yield en términos históricos

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos del 2 de marzo de 2021.



«Unas rentabilidades aceptables de renta fija seguirán exigiendo cierto riesgo»

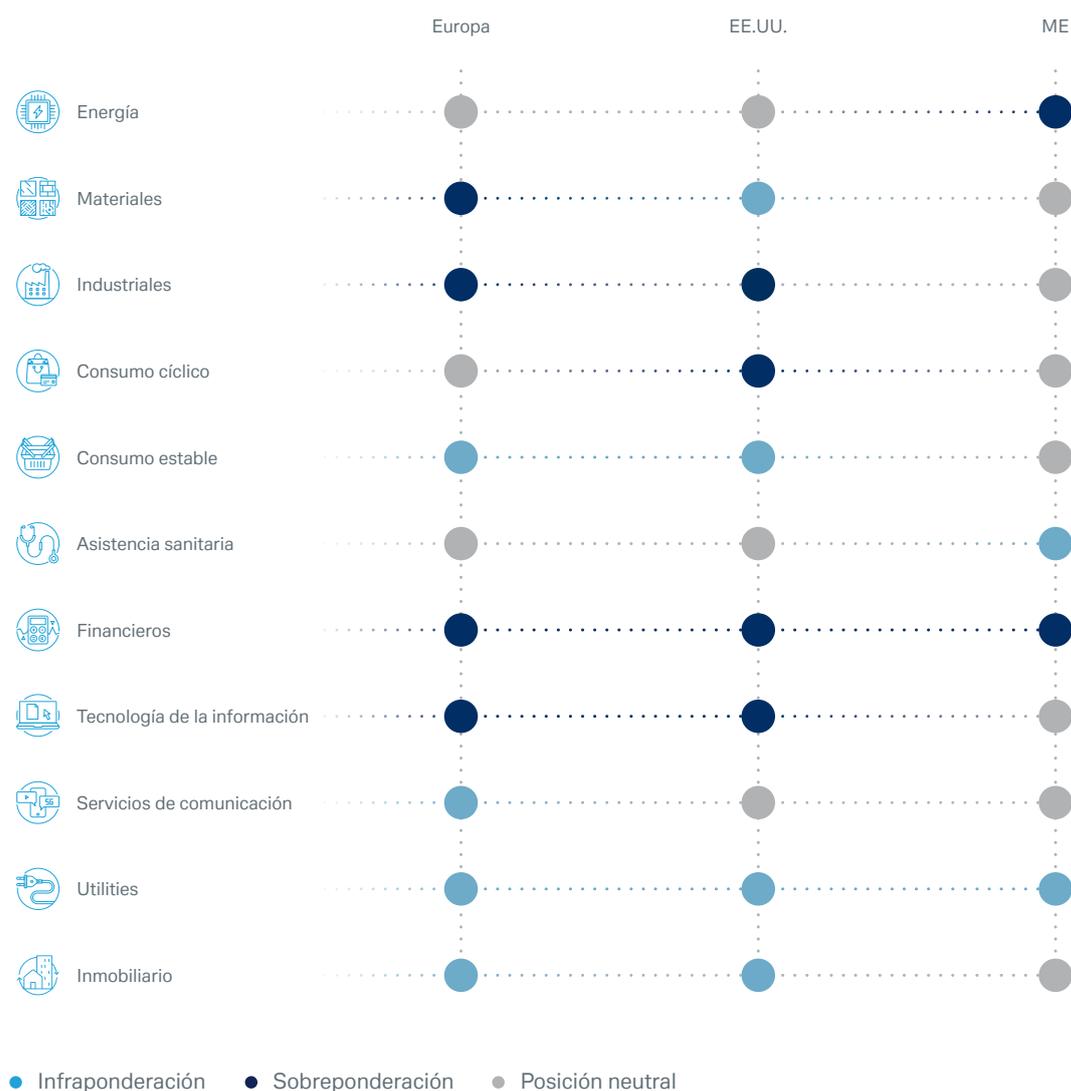
6. Renta variable: reevaluación de las preferencias sectoriales

La subida de las cotizaciones bursátiles se ha visto respaldada por la abundante liquidez (gracias a los bancos centrales), si bien se están observando actualmente algunas nuevas tendencias. Las acciones de pequeña y mediana capitalización se han comportado bien a principios de 2021, y las de las empresas cíclicas también han dado un giro, como era de esperar. La renta variable de los mercados emergentes ha mantenido su atractivo, como previmos en nuestras perspectivas anuales. Los valores tecnológicos también han seguido disfrutando de una buena demanda, pese a algunos temores recientes sobre las repercusiones del alza de los tipos de interés.

Es probable que la renta variable aún registre algunas ganancias en los próximos 12 meses, y que la subida de las rentabilidades de la renta fija no baste para reducir el atractivo de las acciones. No obstante, el alza de los tipos de interés significa que sobreponderamos los valores financieros de EEUU, Europa y los mercados emergentes, lo que supone un cambio con respecto a principios de año. La figura 7 muestra el resto de nuestras preferencias sectoriales. También es probable que una subida de las rentabilidades de la deuda frene la expansión de los múltiplos, lo que significa que los movimientos del mercado se basarán más en los beneficios.

Figura 7: Preferencias sectoriales en renta variable, marzo de 2021

Fuente: Deutsche Bank AG. Datos del 12 de marzo de 2021.



7. Divisas: los factores económicos vuelven a dominar

Las tendencias siempre llegan a su fin y, tras un largo periodo de depreciación en 2020, el dólar se estabilizó a finales de año, y parece probable que repunte en 2021: nuestra previsión a 12 meses para el EUR/USD se mantiene en 1,15, comparado con los mínimos recientes de 1,23 hacia principios de este año.

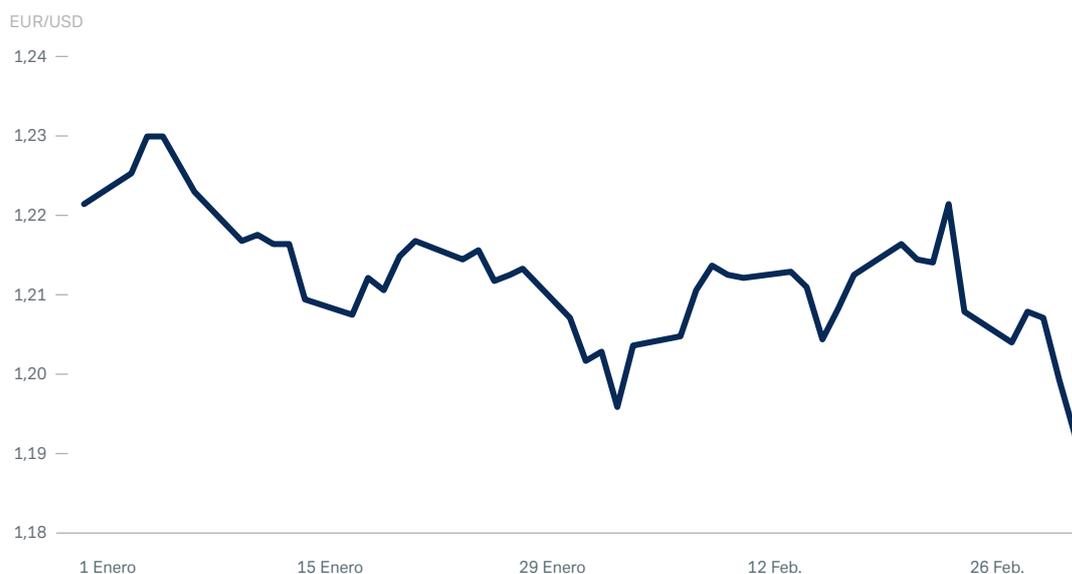
En los últimos tiempos muchas divisas se habían fortalecido gracias a la menor aversión al riesgo: el dólar, por ejemplo, se depreció durante la mayor parte de 2020 porque la mejora del sentimiento de mercado empezó a reducir la demanda de esta moneda como activo refugio. No obstante, ahora parece que los inversores vuelven a tener en cuenta los fundamentos económicos y, puesto que EEUU presenta un crecimiento más sólido y unos tipos de interés más altos que la zona euro, su atractivo podría aumentar. Las preocupaciones habituales (como las relativas al doble déficit fiscal y comercial de EEUU) también parecen haber quedado a un lado de momento.

Otro aspecto del mercado de divisas que podría llamar la atención a lo largo de este año son las actuaciones de los bancos centrales de algunos mercados emergentes para controlar el valor de sus divisas.

12- En la página 24 figuran las previsiones a 12 meses para una serie de divisas.

Figura 8: Comportamiento EUR/USD en 2021

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos del 2 de marzo de 2021.



«El cambio en las dinámicas de las divisas significa que el USD podría apreciarse más en 2021»

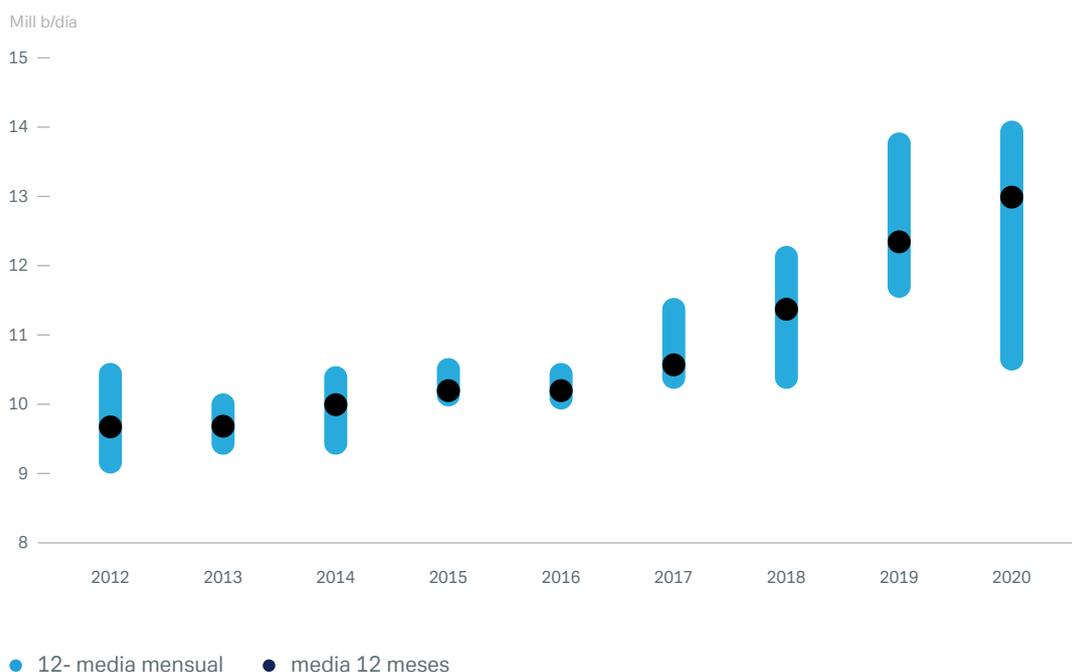
8. Precios de las materias primas: se benefician del aumento de la demanda

Una mayor demanda mundial, si el resto se mantiene igual, debería repercutir en subidas de precios de las materias primas. Como muestra la figura 9, la demanda china de petróleo se ha recuperado drásticamente de su caída, y la de la India y Brasil también han aumentado. Una fuerte disciplina, por lo menos de momento, por parte de la OPEP+ ha hecho subir los precios. Otras materias primas, como el cobre, se han beneficiado también del aumento de la demanda.

El oro, como siempre, es un caso especial. Los temores inflacionistas no se han traducido en una mayor demanda, y los inversores han reaccionado negativamente al aumento de las rentabilidades de la deuda. La demanda de oro por parte de los inversores parece haber aflojado: su cotización ha caído en torno a un 15% desde el máximo de mediados de 2020, y no prevemos ningún rebote importante. La tasa de variación de los rendimientos reales ha pasado de una fuerte caída a mantenerse estable (o incluso subir) al empezar a aumentar los tipos de interés nominales, lo que es menos favorable para el oro.

Figura 9: La demanda de petróleo de China parece haberse recuperado

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos del 2 de marzo de 2021.



«El precio del petróleo se beneficia de la recuperación de la demanda y de la disciplina en la producción de la OPEP+»

Cuadro

Los efectos para el 2021: Asia avanza

El crecimiento económico de Asia repuntará en 2021, y las instituciones políticas han gestionado bien la pandemia. Sigue habiendo algunos riesgos relativos a la relación entre EEUU y China, pero la renta fija y las bolsas de mercados emergentes siguen siendo atractivas.

Se prevé que la economía china crezca un 8,7% en 2021 y un 5,5% en 2022. Pero ésta no será la única cifra de crecimiento elevado en Asia: la previsión para la India es del 11% en 2021 y del 6,5% en 2022, tras un 2020 difícil.

La pandemia ha afectado a los países de la región de distintas formas, pero también ha puesto de manifiesto algunas fortalezas regionales, relativas a los sectores, las empresas o las políticas económicas. La fortaleza tecnológica ha favorecido una rápida recuperación de las exportaciones en algunos países, beneficiando tanto el crecimiento económico general como las perspectivas de las empresas individuales.

Asimismo, la pandemia ha demostrado la solidez de las instituciones políticas de la región. Los bancos centrales han sido capaces de reaccionar ante las circunstancias extraordinarias de 2020 y, con la excepción de China y la India, es improbable que suban los tipos de interés considerablemente este año. El riesgo a una potencial retirada de estímulos, que tantos problemas causó en 2013 (debido al endurecimiento de la política monetaria en EE.UU.) ha disminuido, gracias a la mejor posición de las cuentas externas en Asia.

En un futuro inmediato, la atención podría centrarse en las consecuencias del Congreso Nacional del Partido Comunista chino, que ratificó los objetivos económicos y presupuestarios del gobierno para 2021, así como el 14.º plan nacional. Éste incluye más objetivos medioambientales, otra área donde Asia está ahora avanzando más rápido.

Nos siguen gustando la renta variable y la renta fija de los mercados emergentes asiáticos, dada su dinámica de crecimiento secular, unos fundamentos en muchos casos sólidos, y algunos factores específicos (como la duración relativamente corta de la deuda corporativa de los mercados emergentes).

Entre los riesgos se encuentran las relaciones entre EEUU y China. EEUU podría centrar las presiones en algunas cuestiones concretas (como la apreciación de la divisa) o la creciente integración de China en el sistema financiero mundial (la figura 10, por ejemplo, muestra el aumento de las posiciones extranjeras en bonos onshore chinos). Por último, cabe observar que, pese a lo bien que ha gestionado la pandemia por coronavirus la región en conjunto, este problema aún no ha terminado, ni mucho menos.

Figura 10: Posiciones extranjeras en bonos onshore chinos

Fuente: RBC Capital Markets y Bond Connect, Deutsche Bank AG. Datos del 2 de marzo de 2021.



Resumen de las clases de activos



Bonos soberanos «core»: riesgo de subida en las rentabilidades. La política de expansión monetaria de la Fed debería limitar las potenciales subidas de los tipos de interés a largo plazo, pero podría haber repuntes temporales debido a los temores inflacionistas. Los rendimientos de los bonos «core» muy bajos o negativos en otras partes (como Alemania o Japón) limitan el margen de ganancias, y su papel como elemento diversificador de la cartera dependerá de las expectativas de inflación de los mercados. **Previsiones de rentabilidad para finales de marzo del 2022: bono del Tesoro de EEUU a 10 años 1,50%; bono del Estado de Japón a 10 años 0,15%; Bund alemán a 10 años -0,30%.**



Bonos Grado de Inversión: cierto atractivo. Es probable que solo se registre un estrechamiento limitado de las primas de riesgo, pero las tendencias subyacentes son favorables. El aumento de la demanda probablemente se moderará tras un 2020 récord, si bien la oferta podría disminuir más rápidamente. En EEUU, la mejora de los fundamentales de las empresas y una mayor disciplina de los emisores podrían compensar algunas inquietudes específicas sobre el mayor peso en esta región en el tramo BBB y los máximos alcanzados en los niveles de endeudamiento bruto. En Europa, el ciclo de calificaciones negativas podría tocar fondo a mediados de 2021. **Previsiones de primas de riesgo para finales de marzo de 2022: bonos Grado de Inversión de EEUU (BarCap U.S. Credit) 80 pb., Grado de Inversión en EUR (iBoxx EUR Corp) 80 pb.**



Bonos High Yield: sigue habiendo riesgos. Las condiciones fundamentales son desiguales, con un alza del volumen de nuevas emisiones en EEUU a principios de 2021, pero con oportunidades selectivas en ciertas áreas, como algunos bonos cíclicos europeos de mayor rendimiento. Los inversores se han tranquilizado de momento con unas tasas de impago en descenso en EEUU y bajas en Europa (gracias a los avales públicos y unas condiciones de refinanciación favorables), pero el sentimiento podría cambiar. **Previsiones de primas de riesgo para finales de marzo de 2022: High Yield de EEUU (Barclays U.S. HY) 330 pb., High Yield en EUR (ML EUR Non-Financials) 300 pb.**



Deuda de mercados emergentes en monedas fuertes: sigue siendo interesante. La deuda soberana es atractiva debido a la mayor demanda, los buenos fundamentos y el potencial de recuperación de ciertas áreas. La deuda corporativa sigue beneficiándose de una duración relativamente corta, que reduce los riesgos en algunos escenarios, y las tasas de impago son históricamente bajas. La rápida recuperación de Asia de la pandemia y ciertos factores externos (como la atenuación de las tensiones geopolíticas, los tipos de interés reales negativos de los mercados desarrollados) también deberían ser favorables. **Previsiones de los diferenciales para finales de marzo de 2022: deuda soberana emergente (EMBIG Div) 320 pb., deuda corporativa emergente (CEMBI Broad) 300 pb.**



Renta variable estadounidense: las estimaciones de beneficios se revisarán al alza a medida que la economía gane impulso y la región se siga beneficiando de la importancia de las acciones tecnológicas, de salud y de comunicación, relativamente resistentes. En el cuarto trimestre de 2021, los beneficios por acción podrían volver a los niveles de antes de la pandemia. Las valoraciones siguen siendo muy elevadas, pero son razonables con respecto a la renta fija, y es probable que en el futuro los beneficios sean el principal factor de impulso, no los múltiplos. Las acciones de pequeña y mediana capitalización podrían beneficiarse especialmente a corto plazo de la recuperación, ya que los índices tienen una mayor exposición a acciones de crecimiento. **Previsión del S&P 500 para finales de marzo de 2022: 4.100.**

Resumen de las clases de activos



Renta variable europea: la recuperación de los beneficios sigue en entredicho debido a la continuación de los confinamientos locales y los temores sobre las perspectivas de recuperación en Europa. Las acciones de calidad y de crecimiento siguen siendo interesantes, pero las de valor también están empezando a ganar atractivo dado que las curvas de tipos de interés son aún muy bajas. Las acciones de pequeña y mediana capitalización también son interesantes debido a factores de valoración, estructurales y técnicos. Los riesgos políticos podrían eclipsar el continuo apoyo del BCE. Probablemente seguirá habiendo un descuento con respecto a los múltiplos de valoración de EE.UU. **Previsión del Euro Stoxx 50 para finales de marzo de 2022: 3.700; Previsión del Stoxx Europe 600: 415.**



Renta variable japonesa: vuelve a gustar. El mercado se ve favorecido por la exposición a algunas acciones cíclicas interesantes. Las empresas orientadas a las exportaciones también se benefician de la recuperación de la pandemia de China y la región. Además, las empresas siguen contando con el apoyo a largo plazo de unos balances sólidos, un bajo apalancamiento y una política monetaria expansiva del BoJ (incluidas compras de acciones). El descuento de valoración con respecto al S&P 500 parece fijarse en torno al -20%. **Previsión del MSCI Japan para finales de marzo de 2022: 1.250.**



Renta variable de mercados emergentes: el perfil previsto de recuperación de los beneficios es positivo, ya que China y sus socios comerciales regionales se siguen beneficiando de la recuperación del coronavirus por haber sido los primeros países en sufrirlo y en superarlo. Algunas ventajas estructurales son la elevada representación del sector tecnológico en ciertos mercados (como Corea del Sur y Taiwán). Seguramente se mantendrá la ventaja regional en el contexto de un desplazamiento secular de las inversiones hacia Asia. El descuento de valoración con respecto al S&P 500 está cerca de la media histórica. **Previsión del MSCI Emerging Markets para finales de marzo de 2022: 1.500.**



Oro: la dinámica de mercado cambia. La apreciación del dólar y la estabilización de los rendimientos reales (tras unas rápidas caídas en 2020) han eliminado algunas de las ventajas del oro. Ello ha reducido el apetito por el oro de los inversores, como muestra la disminución de las posiciones de inversión minoristas y especulativas. En consecuencia, hemos revisado a la baja nuestra previsión a 12 meses de su cotización, si bien algunos acontecimientos inesperados o un aumento brusco y puntual de las expectativas inflacionistas podrían darle alas temporalmente. **Previsión del oro para finales de marzo de 2022: USD1.850/onza.**



Crudo: las expectativas de mayor demanda hacen subir los precios. La cotización del petróleo ha subido a principios de 2021, y las existencias han disminuido, especialmente alentadas por una recuperación de la demanda en los principales mercados emergentes. Los mercados siguen anticipando que se mantenga el crecimiento de la demanda (aunque a distintas tasas en los diferentes sectores). Se supone que se mantendrá la disciplina en la producción de la OPEP+, y que la organización podrá gestionar aumentos controlados de la producción a medida que la economía mundial se recupere. **Previsión del crudo WTI para finales de marzo de 2022 (precio a plazo en 12 meses): USD 57/b.**

Nuestros temas de inversión clave

Nuestros temas de inversión clave se sitúan en torno a las tres dimensiones de tecnología, demografía y sostenibilidad del mundo en que vivimos; en resumen, el triángulo TEDS por sus siglas en inglés. Todos tienen relevancia tanto inmediata como a largo plazo y deberían seguir presentando oportunidades de inversión interesantes.

Figura 11: El triángulo TEDS

Fuente: Deutsche Bank AG. Datos del 2 de marzo de 2021.



Ciberseguridad

- **Razonamiento:** el mundo cada vez está más interconectado digitalmente: para 2026, casi el 26% del PIB mundial podría depender de sectores basados en internet y conectados digitalmente¹. Se estima que los ciberataques tienen un coste de más de 1 billón de dólares, con un posible incremento del 50% en los próximos dos años². Esto afecta no solamente a empresas, sino también a las sociedades y los gobiernos. La atención sanitaria es un sector expuesto.
- **Tendencias clave:** la difusión de las comunicaciones móviles y la adopción de la tecnología 5G han comportado que se haga más hincapié en la seguridad de los datos de varias formas, incluidas las interdependencias entre las redes 5G y otros sistemas críticos, así como los riesgos relacionados con los dispositivos de los usuarios finales. Debería considerarse un marco normativo más estricto y una estandarización. La creciente importancia de la inteligencia artificial (IA) es relevante para la ciberseguridad, por ejemplo, a través de la mejora de las mediciones y la resistencia de los sistemas.

¹Basado en datos de marzo de 2021 del Foro Económico Mundial.

²McAfee, The Hidden Costs of Cybercrime, 2020

Las crecientes interacciones con los dispositivos físicos que nos rodean suponen otro reto para la ciberseguridad si queremos tener seguridad de punto a punto.

- **Riesgos:** riesgos generales relativos a las acciones tecnológicas, incluida la inflación y las tensiones geopolíticas.



Movilidad inteligente

- **Razonamiento:** las nuevas tecnologías y los cambios de los patrones de consumo presentan un reto para el sector automotor, así como la legislación dirigida a conseguir cero emisiones netas. Los costes de fabricación de los vehículos eléctricos (VE) están disminuyendo más de lo que se preveía inicialmente. La sencillez del diseño de los VE con respecto a los modelos de coches tradicionales reducirá asimismo los costes de fabricación. El concepto de movilidad inteligente va más allá de los vehículos inteligentes, ya que abarca también las infraestructuras de transporte en general.
- **Tendencias clave:** las siguientes medidas seguramente serán importantes en los próximos 12 meses. En primer lugar, el suministro de energía usará baterías de VE para suministrar electricidad a los hogares, lo que permitirá una gestión más eficiente de las redes eléctricas. Segundo, se implementarán tecnologías de seguridad avanzadas, como la detección de peatones y el frenado de emergencia, antes de que se disponga de un coche totalmente autónomo. Tercero, la conectividad inteligente y la automatización facilitarán que los servicios de viaje compartido puedan aumentar la capacidad de los vehículos, reducir el tráfico y minimizar aún más la contaminación local, así como mundial. Cuarto, la movilidad inteligente ayudará a desarrollar las operaciones no tripuladas de entrega de paquetes, un sector que ha ganado impulso con la pandemia.
- **Riesgos:** existe una serie de riesgos derivados de cuestiones normativas. Cualquier aplazamiento o moratoria de los acuerdos de reducción de las emisiones podrían afectar el desarrollo de estas actividades. Además, la atención podría pasar a centrarse en los costes humanos y ambientales de ciertos metales como el litio y el cobalto.



Inteligencia artificial (IA)

- **Razonamiento:** es posible que nos encontremos actualmente en un punto de inflexión para la adopción de la IA, dados los pasos de gigante en la potencia informática y la generación/almacenamiento de datos de los últimos años. La IA y las áreas relacionadas del aprendizaje automático (AA) y el aprendizaje profundo ayudarán a explotar estos datos, con un aumento de la financiación de capital riesgo para empresas emergentes de IA, con China y Estados Unidos a la cabeza.
- **Tendencias clave:** la pandemia de coronavirus ha acelerado el uso de la IA en el sector sanitario para el diagnóstico de pacientes, el seguimiento de la epidemia y la reducción de los ciclos de fármacos y vacunas. El teletrabajo y la digitalización han alentado el uso de chatbots basados en la IA y asistentes virtuales de atención al cliente, a menudo mediante el modelo de IA como servicio (AlaaS, por sus siglas en inglés), en vez de desarrollados internamente. La IA es cada vez más importante en el sector financiero, en su esfuerzo por superar la rentabilidad del mercado y mejorar la eficiencia operativa (por ejemplo, en la gestión de riesgos). El aprendizaje automático (AA) parece representar en torno a la mitad de la financiación total dedicada a la IA.
- **Riesgos:** existen riesgos políticos a muchos niveles, entre ellos, por ejemplo, que la IA desplace el trabajo humano. La importancia de China en el sector también podría conllevar riesgos geopolíticos.



El 5G

- **Razonamiento:** a medida que se implementan, las redes 5G favorecerán un rápido crecimiento de muchas empresas y subsectores de tecnología y servicios de comunicaciones. Las inversiones 5G pueden incluir aquellas en semiconductores, telecomunicaciones y servicios de operadores, así como en las infraestructuras necesarias para esta tecnología. Estará interconectado con otros temas tecnológicos, como la IA y el aprendizaje automático, la digitalización y el crecimiento del Internet de las Cosas, abarcando un amplio abanico de tecnologías.

Las inversiones se han centrado hasta ahora en el desarrollo de tecnología 5G, pero nos encontramos actualmente en la fase de construir y expandir la red 5G. Esto implica sobre todo una demanda de semiconductores y materias primas, y la búsqueda de infraestructuras, como terrenos para torres de telefonía móvil y centros de datos.

- **Tendencias clave:** los países asiáticos podrían ser más atractivos en lo que se refiere al desarrollo de tecnologías 5G, mientras que en Europa y EEUU se tratará más de la construcción de torres de telefonía móvil y el dominio de las redes. Dos áreas particularmente interesantes en la actualidad podrían ser el Internet de las Cosas (IdC) y los operadores de telecomunicaciones para el 5G. Entre los dispositivos de IdC relacionados con el 5G se cuentan semiconductores y sensores, hogares inteligentes, y aparatos e instrumentos de uso diario, como relojes y altavoces. El segmento de las telecomunicaciones y operadores sigue siendo otra gran área de inversión. El despliegue de las redes 5G podría agravar aún más la escasez de semiconductores.
- **Riesgos:** las redes móviles 5G seguirán generando tensiones políticas. La posición de China como primer entrante en muchos mercados emergentes podría limitar la capacidad de expansión de las empresas de los mercados desarrollados, lo que podría generar presiones para limitar la influencia de China. Estados Unidos y otros países han restringido ya el uso de equipos chinos en el sector 5G por motivos de seguridad.



Infraestructura

- **Razonamiento:** sigue habiendo una gran necesidad de inversión en infraestructuras: por ejemplo, según el Banco Mundial, 1.000 millones de personas carecen de acceso a la electricidad y 4.000 millones, de acceso a internet. Las infraestructuras también deben considerarse en el contexto del objetivo de cero emisiones netas de gases de efecto invernadero en muchos países. Se trata de un sector a largo plazo, pero en el que la innovación (por ejemplo, a través de datos, interconexión y automatización) está obligando a realizar cambios rápidos.
- **Tendencias clave:** además de tecnologías innovadoras, los activos de infraestructuras tradicionales (puentes, autopistas, puertos, aeropuertos, ferrocarriles) podrían resultar interesantes para los inversores, dada la reapertura económica, los estímulos fiscales, la indexación de precios a la inflación, las barreras de entrada, los flujos de caja estables (con la excepción evidente de la pandemia por coronavirus), y un patrón de demanda que suele ser inelástico para los suministros públicos y la energía. Las actuaciones para la descarbonización del transporte, las energías renovables y la digitalización podrían acelerarse. También podría cambiar el tipo de interacción privada/pública.
- **Riesgos:** los estímulos económicos han generado riesgos macroeconómicos (relevantes para las prioridades en infraestructuras). Una evaluación del ciclo de vida de los proyectos de infraestructuras en lo que se refiere a los costes y rendimientos potenciales podría verse expuesta al cambio climático y las medidas que se tomen para contrarrestarlo.



Asistencia sanitaria

- **Razonamiento:** preveemos que el gasto en el sector sanitario mundial siga creciendo más que el PIB, en parte debido al envejecimiento de las poblaciones y la creciente prosperidad en muchos mercados emergentes. Hay varias fuerzas que están impulsando una transformación de toda la cadena de valor sanitaria, en las cuatro áreas de provisión de servicios sanitarios, dispositivos médicos, farmacéutica y financiación sanitaria. Por ejemplo, se prevé que el tamaño del mercado de dispositivos médicos casi se duplique (hasta 800.000 millones de dólares) en la próxima década.
- **Tendencias clave:** el sector sanitario se enfrenta a un periodo de reajuste a medida que la pandemia se va controlando. Las tendencias a más largo plazo podrían estar muy influidas por la tecnología, como dispositivos portátiles, de diagnóstico, tratamiento y monitorización de a pacientes sin contacto humano, con implicaciones para la inteligencia artificial (IA) en la asistencia sanitaria a las personas, equipos médicos portátiles, dispositivos remotos de monitorización de los pacientes, registros de historias clínicas electrónicas, etc.

Otra tendencia podría ser que los pacientes asuman más responsabilidad por su salud en el futuro, transformando la asistencia sanitaria de un servicio puntual a un proceso continuo de gestión y mantenimiento de la salud de las personas.

- **Riesgos:** los rápidos cambios podrían hacer que a las empresas les resultará más difícil justificar sus valoraciones en el futuro y defender sus posiciones frente a nuevos entrantes, especialmente en el ámbito tecnológico. La regulación (en particular en lo que se refiere a los datos) podría representar un riesgo importante para el sector.



Millennials

- **Razonamiento:** los millennials (personas nacidas en las décadas de 1980 y 1990) suelen orientarse más a la búsqueda de objetivos concretos. Es posible que el prestigio y ganar dinero tengan menos importancia para ellos. Han atravesado varias crisis financieras graves, y son la primera generación que hace frente a todas las consecuencias del cambio climático. En consecuencia, hablar de millennials implicaría hablar de inversiones ESG, o examinar áreas de elevado consumo de esta generación, como las redes sociales, el ocio o las marcas populares.
- **Tendencias clave:** hay cuatro aspectos que podrían ser particularmente importantes. Primero, la desigualdad: los precios de los activos, la menor participación laboral y la subcontratación del trabajo han reducido las oportunidades de incremento del patrimonio de los millennials (aparte de heredar). Segundo, la política: la creciente proporción de los millennials en la población significa que tienen más capacidad de influir en la agenda política (por ejemplo, en la distribución de la riqueza). Tercero, el envejecimiento de la población: esto aumenta la probabilidad de que los millennials tengan que pagar más impuestos y trabajar más horas. Cuarto, la reducción de la fuerza laboral: esto podría dar a los millennials más poder de negociación y la posibilidad de adaptar sus condiciones laborales (teletrabajo, conciliación de vida laboral y personal, encontrar un sentido).
- **Riesgos:** muchas acciones de empresas relevantes para esta generación son de «crecimiento», por lo que podrían ser vulnerables a un cambio en el entorno actual de bajos tipos de interés. (Si suben los tipos, podrían verse afectadas por un mayor coste del capital, ya que habría un mayor descuento de los beneficios futuros). Las compañías con grandes cuotas de mercado también podrían enfrentarse a una mayor regulación en el futuro.



ESG

- **Razonamiento:** la pandemia por coronavirus tiene importantes implicaciones sociales y medioambientales; muchos inversores se están fijando más en las inversiones ESG (con criterios ambientales, sociales o de gobierno corporativo), y los fondos de inversión sostenible han recibido entradas de capitales récord. En el futuro, la integración del análisis ESG será más importante a fines de gestión del riesgo, puesto que se considera que estas inversiones resisten mejor en tiempos de crisis.

Los reguladores cada vez consideran más necesario cuantificar los riesgos ambientales, sociales y de gobierno corporativo junto con los riesgos financieros, como demuestra, por ejemplo, el Reglamento sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (Reglamento de Divulgación o SFDR, por sus siglas en inglés).

- **Tendencias clave:** según algunas estimaciones, los activos ESG podrían representar en torno a un tercio de los activos gestionados totales en los próximos cinco años, pero este dato no capta el creciente impacto de los criterios ESG en la inversión corporativa global. Prevedemos que el gobierno de Biden impulse cambios en las áreas climática y verde, y que la ambición para limitar el cambio climático sea cada vez mayor, como lo refleja la cumbre COP26 de los signatarios del acuerdo de París, que se celebrará en Glasgow en noviembre. Los principales temas que incluirá serán las cero emisiones netas de carbono, encontrar maneras de financiar la transición, proporcionar asistencia financiera a los países más afectados por el cambio climático, y facilitar la transición para los afectados por la conversión a unas energías limpias.
- **Riesgos:** se estima que en torno al 20% del universo de inversión del MSCI World está directamente expuesto a los riesgos de transición (políticas, responsabilidad y tecnología), incluido el de los activos bloqueados (stranded assets).



Gestión de los recursos

- **Razonamiento:** factores económicos, de urbanización, tecnológicos y regulatorios exigen una mejor gestión de los recursos. El énfasis en adoptar prácticas más ecológicas en el sector de los residuos mediante las «5 erres» (recuperar, reciclar, reutilizar, restablecer y reducir) está generando nuevos mercados, cambios en las cadenas de suministro y unos mayores desembolsos de inversión. Se estima que el mercado mundial de gestión de residuos (residuos industriales, aguas residuales y alcantarillado, embalajes sostenibles y residuos electrónicos) tiene un valor total de aproximadamente 1 billón de dólares. Algunos de los subtemas en los que se puede invertir en este sector son las energías y combustibles alternativos, la tecnología, productos y servicios de la cadena de valor del agua, la descarbonización, la digitalización y la descentralización del sistema de energía global.
- **Tendencias clave:** mayor interés por la sostenibilidad en general debido a la pandemia, así como una mayor regulación. Los residuos electrónicos son especialmente problemáticos: solo una quinta parte se recogió o recicló en 2019 y, según un estudio de la Universidad de las Naciones Unidas, se prevé que el volumen de estos residuos crezca casi un 40% de cara al 2030. Mientras tanto, las industrias de reciclaje en esta y otras áreas crecen con fuerza: por ejemplo, según algunas estimaciones, el mercado mundial de reciclaje de plástico aumentará casi un 45% en los próximos cinco años.

- **Riesgos:** la gestión de los residuos está muy vinculada a los ciclos económicos, y es posible que los gobiernos y empresas quieren aplazar el cambio en esta importante partida presupuestaria. La recuperación de materias primas secundarias (por ejemplo, en forma de procesos de conversión de residuos a energía) está expuesta a la volatilidad de precios de las materias primas.



La economía azul

- **Razonamiento:** la economía azul es cada vez más importante en los debates sobre la gestión de los recursos y el crecimiento económico. Los océanos son la mayor economía del mundo: generan 2,5 billones de dólares de bienes y servicios y el valor global de los activos oceánicos asciende en conjunto a 24 billones de dólares, según WWF. En algunos países del este asiático, la economía de los océanos puede representar el 15-20% del PIB total. Pero este recurso económico se ve bajo una enorme presión debido a la sobrepesca y la destrucción ambiental: en torno a la mitad de los arrecifes de coral del planeta han sido destruidos.
- **Tendencias clave:** la introducción de los ambiciosos objetivos de emisiones de carbono de la Organización Marítima Internacional para 2030 y 2050 ya ha tenido un impacto directo sobre la sostenibilidad del entorno marítimo, con una transición de los buques a nuevos tipos de combustibles. El sector marítimo trata de mejorar su eficiencia en otras áreas (direccionamiento, plazos de entrega, digitalización de los datos). La industria biotecnológica marina es otra área que está experimentando un rápido desarrollo. Ciertos organismos marinos podrían resultar útiles para desarrollar nuevos fármacos para varias enfermedades.
- **Riesgos:** las inversiones podrán estar sujetas a riesgos de aparición inmediata (como ciclones tropicales, inundaciones); riesgos de aparición lenta (como los niveles del mar, la acidificación, problemas de seguridad alimentaria, reducción de la biodiversidad) y unos efectos multiplicadores del riesgo (como la contaminación, la explotación de los recursos, cambios en el uso de la tierra).

Anexo 1

Previsiones macroeconómicas

	Previsión para el 2021	Previsión para el 2022
Tasa de crecimiento del PIB (%)		
EE.UU.*	5,0	3,8
Eurozona (incluidos)	3,5	4,5
Alemania	3,0	4,0
Francia	4,5	5,0
Italia	3,0	5,0
España	4,5	6,5
Reino Unido	4,5	6,0
Japón	2,5	3,0
China	8,7	5,5
India	11,0	6,5
Rusia	3,0	2,5
Brasil	3,0	2,4
Mundo	5,3	4,4
Inflación: Índice de precios al consumo (%)		
EE.UU.*	2,0	2,2
Zona euro	1,3	1,4
Alemania	1,8	1,6
Japón	-0,3	0,5
China	1,4	2,5

*La previsión de crecimiento del PIB de EE.UU. de 4T a 4T es del 4,7 % en 2021 y del 3,2% en 2022.

*Para el IPC, la medición es el PCE [deflactor del consumo privado] subyacente de diciembre a diciembre; la media es del 1,7% en 2021 y el 2,0% en 2022; la previsión del PCE global (diciembre a diciembre) es del 2,1% en 2021 y el 2,3% en 2022; la media es del 1,8% en 2021 y del 2,1% en 2022. Previsiones del 18 de febrero de 2021.

Anexo 2

Previsiones por clases de activos

Previsiones de rentabilidad y primas de riesgo de la renta fija para finales de marzo de 2022

Estados Unidos (bono a 2 años)	0,35%
Estados Unidos (bono a 10 años)	1,50%
Estados Unidos (bono a 30 años)	2,20%
Corp. GI USD (BarCap U.S. Credit)	80pb
USD HY (Barclays U.S. HY)	330pb
Alemania (bono a 2 años)	-0,70%
Alemania (bonos a 10 años)	-0,30%
Alemania (bonos a 30 años)	0,20%
Reino Unido (bono a 10 años)	0,60%
Corp GI EUR (iBox Eur Corp all)	80pb
EUR HY (ML Eur Non-Fin HY Constr.)	300pb
Japón (bono a 2 años)	0,00%
Japón (bono a 10 años)	0,15%
Deuda privada Asia (JACI)	250pb
Deuda pública ME (EMBIG Div.)	320pb
Deuda privada ME (CEMBI Broad)	300pb

Previsiones sobre divisas para finales de marzo de 2022

EUR frente al USD	1,15
USD frente al JPY	105
EUR frente al JPY	120
EUR frente al GBP	0,87
GBP frente al USD	1,32
USD frente al CNY	6,65

Previsiones del 18 de febrero de 2021.

Previsiones de los índices bursátiles para finales de marzo de 2022

Estados Unidos (S&P 500)	4.100
Alemania (DAX)	14.800
Zona euro (Euro Stoxx 50)	3.700
Europa (Stoxx 600)	415
Japón (MSCI Japan)	1.250
Suiza (SMI)	10.950
Reino Unido (FTSE 100)	6.750
Mercados emergentes (MSCI EM)	1.500
Asia sin Japón (MSCI Asia ex. Japan)	1.000
Australia (MSCI Australia)	1.350

Previsiones de las materias primas para finales de marzo de 2022

Oro (USD/oz)	1.850
Petróleo (WTI precio a plazo en 12m, USD/b)	57

Glosario

El índice **Bloomberg Barclays U.S. Aggregate** incluye bonos de grado de inversión negociados en Estados Unidos.

Saldo presupuestario se refiere a la diferencia entre la recaudación fiscal y el gasto de un gobierno durante un periodo de tiempo determinado.

La inflación subyacente o inflación básica mide la inflación excluyendo ciertos componentes volátiles, tales como los productos energéticos. La exclusión de estos componentes puede variar en función de cada país.

El **CEMBI (Corporate Emerging Markets Bond Index)** es un índice de JPMorgan que incluye bonos corporativos denominados en dólares U.S. emitidos por mercados emergentes.

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 duración indica la sensibilidad del precio de un bono a las variaciones de los tipos de interés y se expresa en el número de años que tardará en amortizarse el bono mediante sus flujos de caja internos.

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

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.

Las **acciones de crecimiento («growth»)** son las de empresas cuyos beneficios o ingresos se considera que probablemente crecerán más que el promedio.

El **Internet de las Cosas (IdC)** comprende ordenadores y otros dispositivos con componentes electrónicos incorporados que les permiten obtener y compartir datos.

Gran, 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.

NTM significa los próximos doce meses (por sus siglas en inglés) en el contexto de los beneficios y las ratios precio/beneficios.

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

Capital privado («private equity») se refiere a las inversiones directas de fondos de inversión o de particulares en empresas privadas no cotizadas.

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

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

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.

La valoración es un intento de cuantificar el atractivo de un activo analizando por ejemplo el precio de la acción de una compañía en relación con sus beneficios.

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.

State of Kuwait

This document has been sent to you at your own request. This presentation is not for general circulation to the public in Kuwait. The Interests have not been licensed for offering in Kuwait by the Kuwait Capital Markets Authority or any other relevant Kuwaiti government agency. The offering of the Interests in Kuwait on the basis a private placement or public offering is, therefore, restricted in accordance with Decree Law No. 31 of 1990 and the implementing regulations thereto (as amended) and Law No. 7 of 2010 and the bylaws thereto (as amended). No private or public offering of the Interests is being made in Kuwait, and no agreement relating to the sale of the Interests will be concluded in Kuwait. No marketing or solicitation or inducement activities are being used to offer or market the Interests in 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.

Nota importante

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).

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.

Nota importante

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).

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. Este documento constituye material de marketing que se facilita exclusivamente con carácter informativo y publicitario, y no es el resultado de ningún análisis ni estudio.

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.

030638 031821

