



CIO Viewpoint

18 Noviembre, 2022

Autor:
Christian Nolting
CIO Private Bank



Visión económica

Corto plazo

Se espera que la economía de **EEUU** se ralentice y entre en una leve recesión en términos reales en 2023, pero no en términos nominales. El consumo seguiría siendo sólido debido a la fortaleza del mercado laboral. Esperamos que la tasa de desempleo aumente algo, pero no mucho más allá de lo que se considera un nivel neutral para la inflación. Esperamos un crecimiento del PIB de EEUU del +1,8% en 2022.

La economía de la **Eurozona** creció durante los tres primeros trimestres del año ante la relajación de las medidas anti pandemia, fuerte demanda mundial y elevado estímulo fiscal. Sin embargo, el crecimiento se debería ralentizar ante la elevada inflación -debida en parte a la guerra de Ucrania- que pesaría sobre el consumo privado. La escasez de productos intermedios y de mano de obra cualificada pesarán sobre la producción. Esperamos que la Eurozona entre en recesión a partir del cuarto trimestre de 2022 durante al menos dos trimestres. El exceso de ahorro y las prestaciones públicas evitarían una recesión grave. Esperamos que el PIB aumente un +3,2% en 2022.

En **China**, el sector inmobiliario y el consumo privado lastran la economía. Las últimas iniciativas políticas en relación con la política Covid y el sector inmobiliario deberían permitir una recuperación gradual. Sin embargo, el exceso de proyectos inmobiliarios inacabados necesita tiempo para completarse y la recuperación del consumo requiere una mayor relajación de la política Covid. Se espera que China crezca un 3,3% en 2022.

En **Japón**, la demanda de los consumidores ha resistido a pesar del aumento de contagios por Covid. De cara al futuro, la combinación de altos precios y escaso crecimiento salarial frenaría el consumo. La inflación importada ha empezado a repercutir en la economía y pesa en el ánimo de las empresas y los consumidores. El gobierno está mitigando el efecto del precio de la energía para los hogares vulnerables y las empresas más pequeñas. Esperamos que el PIB crezca un 1,6% en 2022.

Es probable que la **inflación de EEUU** se modere, pero la cifra subyacente (sin alimentos y energía) se mantendrá por encima de los objetivos durante algún tiempo. El riesgo para la inflación sigue siendo globalmente al alza. Se espera que la inflación de EEUU se sitúe en el 8,2% (anual, IPC general) de media en 2022. Esperamos que la **Fed** suba el tipo de interés de los fondos federales una vez más este año, en 50 pb., ya que el mercado laboral sigue fuerte y la inflación esta muy por encima del 2%.

Prevedemos que el **BCE** vuelva a subir el tipo de depósito en 50 pb., hasta el 2,00%, a finales de este año.

No se espera ningún cambio en la postura monetaria del **Banco de Japón** durante el horizonte de previsión.

Perspectivas económicas y por clase de activo

Largo plazo

El principal riesgo a largo plazo en **EEUU** es un recalentamiento de la economía junto con una alza sostenida de la inflación. Una presión inflacionista persistente daría lugar a que la Fed aplicara más subidas. Esperamos una leve recesión en el primer semestre de 2023, que llevaría a pausar el endurecimiento monetario. Prevedemos un crecimiento del PIB de EEUU en 2023 del +0,4%, pero existe el riesgo de una recesión más duradera.

Nuestro escenario base es que los precios de la energía seguirán elevados, pero que los niveles de almacenamiento de gas en Alemania serán suficientes para el invierno. Esperamos que el crecimiento del PIB de la **zona euro** se ralentice en 2023 hasta el 0,3% pues los altos precios de la energía reducen la renta disponible y pesan sobre el consumo real. Esperamos una leve recesión desde el cuarto trimestre de 2022 que durará al menos dos trimestres. La inflación seguirá siendo un problema en 2023 y que las presiones se amplíen con una inflación subyacente que se mantendrá elevada. Existe el riesgo de potenciales graves problemas de suministro de energía, así como de problemas en la cadena de suministro por nuevos cierres en China.

Prevedemos un crecimiento del PIB de **China** del 5,0% en 2023. La fuerte inversión en infraestructuras, los efectos base positivos y el repunte del consumo apoyarían el crecimiento el próximo año. Los factores de riesgo estructurales, como la relación entre China y EEUU -con la posibilidad de sanciones a China- y la guerra entre Rusia y Ucrania, pesarían sobre la actividad económica a largo plazo.

Se espera que el impulso económico en **Japón** se modere en el futuro. Prevedemos un crecimiento del PIB del +1,2% en 2023.

Para 2023, esperamos que la **inflación en EEUU** se desacelere aún más, pero siga por encima del objetivo del 2% de la Fed. Creemos que la inflación se mantendrá a largo plazo en media más alta que en los tiempos pre-pandemia. Esperamos una inflación en EEUU del 4,1% en 2023 (anual, IPC general).

Se espera que la **Fed** lleve a cabo más subidas hasta que los tipos de interés alcancen un rango del 5,0% - 5,25%, que será el tipo terminal. Esto ocurriría en el primer trimestre de 2023. Prevedemos que la Fed mantendrá esta postura hasta 2023.

Las presiones sobre los precios deberían seguir siendo elevadas. El **BCE** podría subir su tipo de depósito hasta el 3,0% en los próximos doce meses, con riesgos importantes de más subidas.

Como el **Banco de Japón** no prevé que la inflación se sitúe permanentemente por encima del 2%, no esperamos que se produzcan cambios importantes en su política. Sin embargo, podría llegar el momento de ajustar el conjunto de herramientas, incluidos los ajustes en el control de la curva de tipos.



Renta Fija

Corto plazo

Las rentabilidades de [los bonos del Tesoro de EEUU](#) a largo plazo están impulsadas por la política monetaria, así como por las inciertas perspectivas de crecimiento. En nuestra opinión, los recortes de tipos de la Fed previstos por los mercados en el segundo semestre del próximo año parecen prematuros. Esperamos que la Fed mantenga sus tipos sin cambios durante el horizonte de previsión una vez que haya alcanzado el tipo final del 5,00-5,25% en el primer trimestre de 2023.

Se prevé que el [crédito global IG](#) siga siendo volátil, pero hay varios factores que lo apoyan, como unos fundamentos estables y unas valoraciones generalmente atractivas. En cuanto al [crédito global HY](#), los fundamentos de la mayoría de los emisores siguen siendo favorables. Sin embargo, en un contexto de recesión, las tasas de impago aumentarán desde sus niveles inusualmente bajos durante los próximos 12 meses.

Los [diferenciales de crédito de los mercados emergentes](#) deberían reducirse en los próximos 12 meses gracias a la solidez de sus fundamentos. Los mercados ya han empezado a valorar los riesgos a la baja, lo que deja un potencial alcista para los [soberanos emergentes](#). Sin embargo, las débiles perspectivas de crecimiento mundial pesan también sobre los emergentes. La mayor incertidumbre proviene de los temas geopolíticos.



Bolsas

Corto plazo

Las [bolsas](#) han subido recientemente gracias a la mejora de los datos de inflación en EEUU, a la publicación de unos beneficios resistentes, al menor riesgo de eventos tras las elecciones de mitad de mandato en EEUU y a las esperanzas de un inminente fin de la política de Covid cero en China.

A corto plazo, la combinación de una estacionalidad positiva, el sentimiento aún cauto de los inversores y una baja exposición a la renta variable podría ampliar el repunte si los datos económicos siguen sorprendiendo al alza y los rendimientos de los bonos soberanos siguen bajando.

Sin embargo, vemos el riesgo de que el repunte se reduzca en los próximos meses a medida que el mercado se acerque a nuestra opinión de que los tipos terminales y los rendimientos de la deuda pública en EEUU y Europa serán más elevados, al tiempo que se rebajan las expectativas de beneficios.

En general, esperamos que la volatilidad del mercado bursátil siga siendo elevada, ya que la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento y la respuesta política a la inflación sigue siendo alta. La publicación de datos sobre la inflación y el mercado laboral, así como las reuniones de los bancos centrales, seguirán siendo los principales acontecimientos que moverán el mercado a corto plazo.

Largo plazo

Nuestra previsión para la [rentabilidad del Treasury a 10 años](#) se basa en la expectativa de una recuperación económica tras una leve recesión en el primer semestre de 2023. En cuanto a la zona euro, esperamos que la [rentabilidad del Bund a 10 años](#) se sitúe en el 2,4% a finales de 2023. La inflación se mantendrá muy por encima del objetivo del 2% (objetivo para la rentabilidad del Treasury a 10 años a diciembre de 2023: 4,20%; para el 2 años: 4,10%). Se espera que las rentabilidades reales (rentabilidades nominales a 10 años menos inflación a 10 años) sigan aumentando (+170 pb.).

A pesar de que la inflación y de la leve recesión, prevemos que los diferenciales de los bonos [IG en USD](#) se reducirán en los próximos 12 meses, ante la estabilidad de los rating, la solidez fundamental y la búsqueda de rentabilidad a nivel mundial. Somos neutrales en cuanto a los [USD HY](#), ya que la elevada incertidumbre se ve compensada por una calidad crediticia favorable. Seguimos siendo constructivos en [EUR IG](#), ya que los diferenciales de crédito ya está descontando la desaceleración económica. Somos constructivos para el mercado de [EUR HY](#), por su atractiva valoración. Los cambios de rating y los fundamentos están evolucionando mejor de lo esperado.

Consideramos que las perspectivas de la [deuda de los países emergentes](#) han mejorado, ya que muchos de ellos ya han aplicado una política monetaria restrictiva por lo que los tipos de interés ya están cerca de máximos. Sin embargo, siguen existiendo varios retos, como los riesgos geopolíticos.

Largo plazo

Reducimos ligeramente nuestro objetivo de precio a 12 meses para el [S&P 500](#) hasta 4.100. Seguimos confiando en que los beneficios agregados se mantendrán bien durante la desaceleración económica de los próximos trimestres. Sin embargo, para reflejar nuestras previsiones económicas, reducimos nuestra estimación de crecimiento del BPA desde un dígito medio a cero, lo que sigue siendo superior al habitual descenso del 15% del BPA durante las recesiones. Mientras tanto, sólo vemos un margen limitado para la expansión de los múltiplos, ante la subida prevista de la rentabilidad de los bonos.

Mantenemos nuestro objetivo para el [STOXX Europe 600](#) en 445, lo que implica una subida de la rentabilidad total. Creemos que las acciones europeas podrían obtener mejores resultados si la grave recesión prevista en el mercado no se materializa y los beneficios empresariales demuestran ser más resistentes de lo que muchos temen. Esto también podría atraer a los inversores internacionales (fueron grandes vendedores netos de acciones europeas el año pasado).

Reducimos nuestro objetivo para el índice [MSCI Emerging Market](#) a 990. Sin embargo, la reapertura de China, la disminución de la fortaleza del USD y el repunte del ciclo de los semiconductores deberían apoyar a la región. Con las valoraciones actuales, las acciones chinas nos parecen interesantes. Sin embargo, esperamos una gran volatilidad.



Materias primas

Corto plazo

La preocupación por la recesión en Europa y EEUU y los continuos bloqueos por Covid en China, están pesando sobre el precio del petróleo. Además, la posibilidad de que el G10 convenza a los grandes compradores de **petróleo** ruso, como la India, para que se sumen a la limitación de precios se ha desvanecido tras las recientes declaraciones de la administración estadounidense. Sin embargo, la OPEP+ ya ha realizado recortes de producción, lo que es una muestra de su voluntad de mantener los precios, que se mantendrían con un movimiento lateral a corto plazo.

El adelanto de las subidas de tipos por parte de los bancos centrales ha ejercido presión sobre el **oro**. Sin embargo, las compras de los bancos centrales de los países emergentes ha aliviado parte de dicha presión. A medida que nos acerquemos al tipo final de la Fed, la presión sobre el oro debería ceder. Posibles errores de cálculo en el conflicto ruso-ucraniano deberían aportar cierta prima de riesgo al oro.

Con un fuerte gasto en infraestructuras, el estímulo en China es intensivo en **cobre**. Al mismo tiempo, las existencias mundiales de cobre en las tres principales bolsas (COMEX, LME y SHFE) están en su punto más bajo para este momento del año desde 2010. Es probable que la desaceleración de las principales economías mantengan los precios estables a corto plazo.



Divisas

Corto plazo

La posible recesión tanto en la Eurozona como en EEUU probablemente preservará el estatus de "refugio seguro" para el USD a corto plazo. Sin embargo, las expectativas de un cambio en la política de la Fed mantendrá la competitividad del **EUR** frente al USD.

La trayectoria a corto plazo del USDJPY debería seguir dirigida por el ciclo de política monetaria en EEUU e incentivar al uso del JPY como moneda de financiación en las operaciones cambiarias. Esto debería mantener la presión para el **JPY**.

El cambio de rumbo del minipresupuesto de Truss/Kwarteng permitió revertir en cierta medida el pesimismo que se había impuesto sobre la **GBP**. Sin embargo, es probable que la volatilidad sea elevada, ya que el mercado sigue estimando el impacto económico a largo plazo de las nuevas medidas anunciadas en la última Declaración de Otoño (Sunak/Hunt), que elevarán la presión fiscal a su nivel más alto desde la Segunda Guerra Mundial.

Es probable que el diferencial de rentabilidad con EEUU siga pesando sobre el **CNY**. Sin embargo, las continuas apuestas en torno a la revocación de la política de cero Covid y las nuevas medidas de apoyo al sector inmobiliario deberían proporcionar fuerzas compensatorias a corto plazo.

Largo plazo

La relajación de las restricciones Covid en China el próximo año debería impulsar la demanda de petróleo. La actividad en EEUU y Europa a finales del próximo año también debería recuperar el ritmo, lo que apoyaría los precios junto con la posibilidad de que EEUU reponga sus reservas estratégicas. La producción de este país sigue siendo disciplinada, mientras que la OPEP+ sigue infraproduciendo en relación con su propio objetivo y ha mostrado su apuesta por la subida de los precios al anunciar recortes de la producción a pesar de los ajustados fundamentos. El impacto de la guerra en Ucrania representa un riesgo al alza (objetivo del **Brent** en dic-2023: 100 USD/b).

Aunque las perspectivas a largo plazo de los precios del carbono siguen siendo constructivas, es probable que la posibilidad de que aumente la oferta mediante la distribución anticipada de derechos de emisión, junto con una actividad industrial relativamente contenida en Europa, mantenga los precios.

Se espera que la Fed alcance su tipo de interés final a finales del año que viene. Esto debería aliviar las presiones sobre el **oro**, permitiéndole subir gradualmente. También es probable que continúe la fuerte demanda física de los bancos centrales. (Objetivo para el oro en diciembre de 2023: 1.850 USD/oz).

La inversión en infraestructuras en China ya ha aumentado la demanda de cobre físico. Sin embargo, ha pesado su política Covid y la preocupación por el crecimiento mundial. La relajación de ambos en 2023 debería favorecer a los precios (objetivo para el **cobre** en diciembre de 2023: 8.500 USD/t).

Largo plazo

El adelanto en la política monetaria de EEUU debería seguir pesando más que las subidas del BCE, aunque las salidas en busca de rentabilidad se invertirían ahora que existen rendimientos positivos en el mercado europeo. Sin embargo, los esfuerzos para reconstruir los inventarios de energía de cara al invierno limitan al EUR. Previsión **EUR/USD**: 1,05 a dic-2023.

El fuerte apoyo fiscal, que asciende hasta el momento al 7,2% del PIB, debería ayudar a Japón a superar al resto de economías desarrolladas en 2023. La posibilidad de que el Banco de Japón modifique su política monetaria ultraexpansiva debería también apoyar al JPY. Previsión **USD/JPY**: 140 a diciembre de 2023.

La GBP está sufriendo por las perspectivas de crecimiento negativo del Reino Unido el próximo año. Además, se espera una caída de la rentas disponible y que no vuelvan a los niveles pre-pandémicos en los próximos años. Prevemos que el **GBP/USD** se sitúe en 1,15 a finales de diciembre de 2023.

La esperada reapertura del próximo año debería apoyar al CNY. Sin embargo, se espera que el diferencial de rentabilidad se amplíe aún más antes de que se alcance el tipo final de la Fed. Por lo tanto, vemos el **USD/CNY** en 7,35 a diciembre de 2023.

Las divisas de los países desarrollados exportadores de materias primas se deberían consolidar en torno a los niveles actuales a medida que suban los precios. En cambio, los riesgos específicos a nivel país pesarían sobre las divisas emergentes.



Previsiones macroeconómicas

Crecimiento del PIB (%)

	2022 P	2023 P	Consenso 2023 (BBG*)
EE.UU. ¹	1.8	0.4	0.4
Eurozona	3.2	0.3	-0.1
Alemania	1.8	0.0	-0.5
Francia	2.5	0.3	0.4
Italia	3.5	-0.1	-0.1
España	4.6	0.8	1.0
Japón	1.6	1.2	1.4
China	3.3	5.0	5.0
Mundo	3.2	2.8	2.3

Inflación IPC (%)

	2022 P	2023 P	Consenso 2023 (BBG*)
EE.UU. ²	8.2	4.1	4.0
Eurozona	8.4	6.0	5.5
Alemania	8.9	7.0	6.2
Japón	2.3	1.6	1.5
China	2.0	2.3	2.3

Tasa de paro (%)

	2022 P	2023 P	Consenso 2023 (BBG*)
EE.UU.	3.6	4.4	4.25
Eurozona	7.0	6.8	7.1
Alemania	5.3	5.6	5.6
Japón	2.6	2.5	2.5
China ⁴	5.2	5.0	3.9

Saldo fiscal (% del PIB)

	2022 P	2023 P	Consenso 2023 (BBG*)
EE.UU. ³	-4.4	-3.9	-4.0
Eurozona	-3.7	-3.4	-3.6
Alemania	-2.2	-2.4	-2.6
Japón	-8.5	-4.0	-4.5
China ⁵	-8.9	-7.2	-4.5

- Consenso de Bloomberg. 1 Para EE.UU., el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre es del 0,5% en 2022 y del 1,6% en 2023, 2 La medida es IPC, para otras medidas mire la parte de EEUU de la presentación.3 El saldo fiscal es sólo el déficit federal. 4 Tasa de desempleo urbano (final del periodo), no comparable con los datos de consenso, 5 La balanza fiscal de China no es comparable con los últimos datos debido a que no existe una definición comparable, no comparable con los datos de consenso. Fuente: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P.; Datos a 17 de noviembre de 2022.



Estimaciones por tipo de activo

	Nivel actual	vs. nivel actual	Previsión estratégica a Noviembre 2022	Retorno total esperado
	17 Noviembre, 2022*		Objetivo Diciembre 2023	
Rentabilidades (bonos soberanos, en %)				
EEUU (2-años)	4.36	↘	4.10	4.51%
EEUU (10-años)	3.72	↗	4.20	0.65%
EEUU (30-años)	3.87	↗	4.35	-3.92%
Alemania (2-años)	2.09	↗	2.30	1.82%
Alemania (10-años)	1.99	↗	2.40	-0.56%
Alemania (30-años)	1.93	↗	2.40	-7.89%
Reino Unido (10-años)	3.14	↘	3.30	2.02%
Japón (2-años)	-0.04	↗	0.00	-0.03%
Japón (10-años)	0.25	↘	0.20	0.83%
Tipo de referencia (%)				
EEUU (tipo federal funds)	3.75-4.00	↗	5.00-5.25	
Eurozona (tipo depo)	1.50	↗	3.00	
Reino Unido (tipo repo)	3.00	↗	4.00	
Japón (tipo overnight)	0.00	→	0.00	
China (tipo préstamos a 1 años)	3.65	→	3.65	
Divisas				
EUR vs. USD	1.04	↗	1.05	-1.07%
USD vs. JPY	139	↗	140	5.14%
EUR vs. JPY	145	↗	147	4.08%
EUR vs. CHF	0.99	↗	1.00	
EUR vs. GBP	0.87	↗	0.90	1.50%
GBP vs. USD	1.19	↘	1.15	-3.91%
USD vs. CNY	7.10	↗	7.35	5.34%
Índices bursátiles				
EEUU (S&P 500)	3,959	↗	4,100	5.16%
Alemania (DAX)	14,285	↗	15,000	5.01%
Eurozona (Eurostoxx 50)	3,886	↗	4,000	6.88%
Europa (Stoxx 600)	430	↗	445	7.14%
Japón (MSCI Japan)	1,205	↗	1,250	6.34%
Suiza (SMI)	10,938	↗	11,150	5.15%
Reino Unido (FTSE 100)	7,318	↗	7,600	8.59%
Emergentes (MSCI EM)	954	↗	990	6.86%
Asia ex Japón (MSCI Asia ex Japan)	610	↗	625	4.42%
Australia (MSCI Australia)	1,408	↗	1,450	7.53%
Materias primas en USD				
Oro	1,767	↗	1,850	4.71%
Petróleo (Brent Spot)	92	↗	100	
Spreads (corporates & EM bonds) in bps				
EUR IG Corp	189	↘	150	4.16%
EUR HY	527	↗	550	4.61%
USD IG Corp	129	↗	130	1.10%
USD HY	455	↗	500	5.16%
Asia Credit	372	↗	380	5.85%
EM Sovereign	485	↗	500	2.87%
EM Credit	424	↗	425	5.42%

Fuente: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P.; Datos a 17 de noviembre de 2022.

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



Glosario

El **Bank of Japan (BoJ)** es el banco central de Japón.

CNY es el símbolo de divisa del yuan chino.

El **DAX** engloba las 30 mayores blue-chip alemanas que cotizan en el Mercado de Frankfurt, otros índices DAX incluyen un mayor número de compañías.

Un **mercado desarrollado (DM)** es un país que se encuentra avanzado económicamente, con mercados de capitales desarrollados y un alto nivel de renta per cápita.

Earnings per share o Beneficio por Acción (EPS o BPA) se calcula como el beneficio neto de la compañía menos dividendos todo dividido por el número total de acciones.

Un **mercado emergente (EM)** es un país que tiene algunas características de un mercado desarrollado en términos de eficiencia, liquidez y otros factores, pero no tiene todos los criterios para ser considerado mercado desarrollado.

EUR es la divisa de la zona euro.

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

El **EuroStoxx 50 Index** es e índice que mide el comportamiento de las principales empresas europeas. La Eurozona está formada por 19 países de la Unión Europea que han adoptado como moneda común el euro.

La **Eurozona** está formada por 19 países europeos que han adoptado como moneda común el euro.

Los **Fed funds rate** es el tipo de interés al que las instituciones financieras se prestan a un día.

La **Reserva Federal (Fed)** es el banco central de EEUU. Su Comité de Mercado Abierto (FOMC en sus siglas en inglés) se reúne para determinar su política de tipos de interés.

El **FTSE 100 Index**, es el índice que representa las 100 mayores compañías por capitalización de la bolsa de Londres.

GBP es el código de divisa de la libra esterlina.

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

High yield (HY) son títulos de alto rendimiento que tienen una calificación crediticia más baja que los bonos grado de inversión, los bonos del Tesoro o los bonos municipales.

Refinitiv's **I/B/E/S** (Institutional Brokers' Estimate System) compila las diferentes estimaciones de los analistas sobre los resultados futuros de las empresas cotizadas.

Investment grade (IG) es una calificación otorgada por una agencia crediticia como Standard & Poor's e indica que el bono tiene una baja probabilidad de impago.

JPY es el código de divisa del yen japonés.

El **London Metal Exchange (LME)** es el mayor centro de negocio de los metales.

El **MSCI Asia ex Japan Index** engloba una representación de 2-3 mercados desarrollados (excluyendo Japón) y 8 mercados emergentes de Asia.

El **MSCI EM Index** es un índice que mide el comportamiento de los mercados emergentes. Engloba índices de 23 países emergentes.

El **MSCI Japan Index** mide el comportamiento de las empresas de mediana y gran capitalización del mercado japonés. Con 319 constituyentes, el índice cubre aproximadamente el 85% de la capitalización del mercado japonés.

La **Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP)** es una organización internacional con el mandato de "coordinar y unificar las políticas del petróleo" de sus miembros. La llamada "OPEP+" incluye a Rusia y a otros productores.

Deflactor del consumo privado (PCE) es un índice de precios de bienes y servicios, particularmente relevante para el PIB de EEUU.

Quantitative easing (QE) es una medida no convencional de política monetaria por la cual el banco central realiza un programa amplio de compra de activos.

SHFE (Shanghai Futures Exchange) es un importante fuente de información sobre los distintos benchmark del aluminio y el cobre.

El **S&P 500 Index** es un índice que incluye 500 compañías líderes de EE.UU., engloba aproximadamente el 80% de la capitalización de este mercado.

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

El **Swiss Market Index (SMI)** incluye 20 compañías de pequeña y mediana capitalización.

Treasuries son los bonos emitidos por el gobierno de EEUU. **USD** es el código de divisa del dólar de EEUU.

USD es la divisa de EEUU.

Volatilidad es el grado de variación de una serie de precios en el tiempo.

West Texas Intermediate (WTI) es el precio del crudo utilizado como referencia en el mercado.

El **control de la curva de tipos de interés** es la política del Banco de Japón de controlar los tipos de interés a corto y la rentabilidad de los bonos públicos a 10 años con el objetivo de conseguir que la inflación se mantenga en el objetivo del 2%.



Información importante

General

El presente documento no podrá distribuirse en Canadá ni en Japón. Este documento va dirigido exclusivamente a clientes minoristas o profesionales. La comunicación del presente documento es realizada de buena fe por Deutsche Bank AG, sus sucursales (según se permita en cada jurisdicción correspondiente), sus sociedades filiales y sus directivos y empleados (colectivamente, «Deutsche Bank»). Este material se facilita con carácter informativo exclusivamente y no pretende constituir una oferta, recomendación ni propuesta de oferta para comprar o vender ninguna inversión, valor, instrumento financiero ni otro producto específico, ni para celebrar una transacción, para prestar ningún servicio de inversión o de asesoramiento sobre inversiones ni para ofrecer ningún estudio, estudio sobre inversiones o recomendación sobre inversiones en ninguna jurisdicción. Deberán revisarse íntegramente todos los materiales de la presente comunicación.es

Si un órgano judicial competente considera que alguna disposición del presente aviso legal es nula de pleno derecho, las restantes disposiciones conservarán sus plenos efectos. El presente documento se ha elaborado a modo de comentario de carácter general sobre el mercado, sin tener en cuenta las necesidades de inversión, los objetivos ni las circunstancias económicas de ningún inversor. Las inversiones pueden encontrarse sujetas a riesgos genéricos de mercado, derivados del instrumento o específicos de este, o asociados al emisor en concreto. Si dichos riesgos se materializasen, los inversores podrían incurrir en pérdidas, entre otras, por ejemplo, una pérdida total del capital invertido. El valor de las inversiones puede subir o bajar y el inversor podría no recuperar la cantidad que invirtió originalmente en cualquier momento dado. En este documento no se identifican todos los riesgos (directos o indirectos) u otros factores a tener en cuenta que podrían ser importantes para un inversor a la hora de tomar una decisión de inversión. El presente documento, así como toda la información incluida en el mismo, se facilitan «tal cual están» y «según disponibilidad». Deutsche Bank no realiza ninguna manifestación ni ofrece garantías de ningún tipo, ni expresas, ni implícitas ni legales, respecto de ninguna afirmación ni información incluida en este documento o junto con el mismo. Todas las opiniones, las cotizaciones de mercado, las estimaciones, las declaraciones sobre perspectivas de futuro, las hipótesis, los pronósticos sobre resultados u otras opiniones conducentes a las conclusiones financieras incluidas en el presente reflejan la opinión subjetiva de Deutsche Bank en la fecha de este informe. Deutsche Bank no garantiza, entre otras cosas, la precisión, suficiencia, integridad, fiabilidad, pertinencia o disponibilidad de esta comunicación ni de ninguna información del presente documento, y declina expresamente su responsabilidad por los errores u omisiones que este pueda contener. Las declaraciones sobre perspectivas de futuro implican elementos significativos de carácter subjetivo, así como análisis y cambios de estos, y la consideración de factores diferentes o adicionales podría tener una repercusión importante en los resultados indicados. Por lo tanto, los resultados reales podrían variar, tal vez de manera considerable, respecto a los resultados incluidos en el presente.

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

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

Deutsche Bank no ofrece asesoramiento fiscal ni jurídico, tampoco en el presente documento, por lo que nada de lo incluido en el mismo debería interpretarse como un asesoramiento sobre inversiones por parte de Deutsche Bank a ninguna persona. Los inversores deben solicitar asesoramiento a sus propios expertos fiscales, abogados y asesores sobre inversiones, al considerar las inversiones y estrategias descritas por Deutsche Bank. Excepto notificación en contrario en un caso concreto, los instrumentos de inversión no están asegurados por ninguna entidad gubernamental, ni sujetos a sistemas de garantía de depósitos, y tampoco están garantizados, ni siquiera por Deutsche Bank. Queda prohibida la reproducción o distribución del presente documento sin la autorización expresa por escrito de Deutsche Bank. Deutsche Bank prohíbe expresamente la distribución y cesión de este material a terceros. Deutsche Bank no asume ninguna responsabilidad de ningún tipo derivada del uso o distribución del presente material, ni relativa a ninguna acción emprendida o decisión tomada respecto de las inversiones mencionadas en este documento que pueda haber realizado el inversor, o que pueda realizar en el futuro. Más información disponible a petición del inversor. La forma de difusión o distribución del presente documento podría estar sujeta a restricciones legales o reglamentarias en determinados países, entre otros, Estados Unidos. El presente documento no está destinado a su distribución o uso por ninguna persona o entidad que sea ciudadana o residente de cualquier localidad, estado, país u otra jurisdicción, o que se encuentre en ellos, en los que dicha distribución, publicación, puesta a disposición o uso contravenga las disposiciones legales o reglamentarias, o que someta a Deutsche Bank a cualquier requisito de obtención de licencias o de registro en dicha jurisdicción que no se cumpla actualmente. Las personas que puedan llegar a estar en posesión del presente documento deberán informarse sobre ese tipo de restricciones y respetarlas. La rentabilidad obtenida en el pasado no es garantía de resultados futuros; nada de lo incluido en el presente constituirá ninguna manifestación, garantía ni predicción de la futura rentabilidad. Se facilitará más información a petición del inversor.



Información importante

Reino de Bahrain

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

Estado de Kuwait

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

Emiratos Árabes Unidos

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

Estado de Qatar

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

Reino de Bélgica

Este documento ha sido distribuido en Bélgica por Deutsche Bank AG, a través de su sucursal en Bruselas. Deutsche Bank AG es una sociedad por acciones («Aktiengesellschaft») constituida en virtud de las leyes de la República Federal de Alemania, y dispone de licencia para realizar actividades bancarias y prestar servicios financieros, sujeta a la supervisión y el control del Banco Central Europeo («BCE») y de la Autoridad Federal Alemana de Control Financiero («Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» o «BaFin»). Deutsche Bank AG, sucursal en Bruselas, tiene su domicilio social en Marnixlaan 13-15, B-1000 Bruselas y está inscrita en el Registro Mercantil (RPM) de Bruselas con el CIF BE 0418.371.094. Para obtener más información, puede solicitarse o bien consultarse en www.deutschebank.be.

Reino de Arabia Saudita

Deutsche Securities Saudi Arabia Company (inscrita con el número 07073-37) está regulada por la Autoridad de los Mercados de Capitales (CMA). Deutsche Securities Saudi Arabia solo puede llevar a cabo las actividades de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia de la CMA. Lugar de establecimiento principal en Arabia Saudita: King Fahad Road, distrito de Al Olaya, Apdo. 301809, Faisaliah Tower, 17º piso, 11372 Riyadh (Arabia Saudita).

Reino Unido

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



Información importante

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. Si el inversor tiene alguna duda sobre cualquier contenido del presente documento, debería solicitar asesoramiento profesional independiente. Este documento no ha sido aprobado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong ni se ha presentado ninguna copia del mismo ante el Registro Mercantil de Hong Kong y, por lo tanto, (a) las inversiones (a excepción de aquellas que sean un «producto estructurado», según la definición de ese término que recoge la Ordenanza sobre Valores y Futuros (Cap. 571 de las Leyes de Hong Kong) [la «SFO», por sus siglas en inglés]) no podrán ofrecerse ni venderse en Hong Kong por medio de este documento ni de ningún otro documento excepto a «inversores profesionales», según el significado que recoge la SFO y cualquier norma promulgada en virtud de dicha ley, o en otras circunstancias que no den lugar a que el documento sea un «folleto», según la definición que recoge la Ordenanza sobre sociedades (Disolución y disposiciones varias) (Cap. 32 de las Leyes de Hong Kong) («CO») o que no constituyan una oferta al público según el significado que recoge la CO y (b) ninguna persona emitirá ni poseerá a efectos de emisión, ni en Hong Kong ni en otro lugar, ningún anuncio, invitación ni documento relativo a las inversiones dirigido al público de Hong Kong o a cuyo contenido pueda acceder el público (excepto cuando lo permitan las leyes sobre valores de Hong Kong), salvo con respecto a las inversiones que se comuniquen o estén destinadas a comunicarse exclusivamente a personas fuera de Hong Kong o solo a «inversores profesionales», según el significado que recoge la SFO y cualquier norma promulgada en virtud de ella.

Singapur

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

Estados Unidos

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

Alemania

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



Información importante

India

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

Italia

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

Luxemburgo

This report is distributed in Luxembourg by Deutsche Bank Luxembourg S.A., a bank incorporated and registered under Luxembourg law subject to the supervision and control of the 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 solo puede llevar a cabo las actividades bancarias y de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia. El establecimiento principal en España se encuentra sito en Paseo de la Castellana número 18, 28046 - Madrid. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española.

Portugal

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

Austria

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

Holanda

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

© Deutsche Bank AG 2022

052152 111822