

Deutsche Bank  
Chief Investment Office



Perspectivas 2022

# CIO Insights



2022: sin soluciones rápidas  
Perspectivas económicas y de inversión



# Índice

[Carta a los inversores](#) p.2

[Diez temas para el 2022](#) p.5

**Política:**  
| problemas para compartir

**Economía:**  
| a toda marcha

**Asia:**  
| el ojo del tigre

**Inflación:**  
| el rinoceronte en la sala

**Política monetaria:**  
| temores sobre la transición

**Renta fija:**  
| arenas movedizas

**Renta variable:**  
| rentabilidades reales/realistas

**Materias primas:**  
| crecimiento verde

**Inversiones inmobiliarias:**  
| se sigue construyendo

**Divisas:**  
| los aspectos macro son importantes



[Cartera de inversión](#) p.29

[Temas clave de inversiones a largo plazo](#) p.30

## Carta a los inversores



Christian Nolting  
Global CIO

# 2022: sin soluciones rápidas

La inflación y los bancos centrales estarán en el punto de mira. Este tendría que ser el año en que la política monetaria empiece realmente a cambiar de marcha, y en el que otros bancos centrales empiecen a seguir la postura más restrictiva de la Fed. Pero se irán produciendo también otros cambios de rumbo, en lo que se refiere por ejemplo a la inflación, el clima, la geopolítica y la tecnología, entre otros.

Todos estos cambios comportarán un entorno en el que no hay que caer en la despreocupación con respecto a los escenarios «base». La pandemia nos ha enseñado ya que es raro dar con soluciones totales y rápidas a problemas complejos. Deberíamos considerar el 2022 como un año de transición que permita a los inversores posicionarse para los retos que nos esperan.

Sabíamos que la recuperación económica a partir de los mínimos de mediados de 2020 no iba a ser sencilla. Ha requerido un ingente apoyo tanto de las políticas monetarias como fiscales. El mundo ha cambiado en los últimos dos años, y a muchas economías aún les está costando adaptarse.

Las elevadas tasas de inflación son un síntoma importante de este proceso de reajuste. En gran medida, reflejan un desequilibrio entre la recuperación de la demanda y la oferta que se observa por ejemplo en las perturbaciones de la producción mundial y las cadenas de suministro, pero también en los mercados laborales.

Resolver estos desequilibrios no detendrá el proceso de cambio: la economía mundial está en una situación dinámica. Como supuestamente dijo el antiguo filósofo griego Heráclito: «No podemos bañarnos dos veces en el mismo río». El río es distinto y nosotros también hemos cambiado. El «río» de la inflación cambia continuamente por diversos factores, a la vez que varían también las propias expectativas personales sobre la inflación.

El cambio significa que una gestión eficiente del riesgo de las carteras debe complementarse con consideraciones a más largo plazo sobre los objetivos y la composición de la cartera: debemos pensar de manera estructural, no reactiva. Creo que esto tiene dos componentes esenciales.

**01** Este es un momento importante para centrarse en la [asignación estratégica de activos](#). Recurrir al «market timing» con unos procesos de cambio tan complejos como éstos no bastará; una asignación estratégica de activos eficiente será seguramente una fuente de rentabilidad a largo plazo mucho más efectiva y fiable. Asimismo, este entorno de inversión podría ser menos estable de lo que parece a primera vista.

La represión financiera (tipos de interés reales artificialmente bajos o negativos) va claramente a durar un tiempo. Pero unas variaciones de tipos de interés incluso relativamente pequeñas pueden tener un impacto directo e indirecto sustancial en las clases de activos. Tampoco podemos suponer que una asignación de activos muy tradicional (como la típica asignación 60/40 en renta variable/fija) va a funcionar bien. Serán necesarios enfoques más sofisticados.

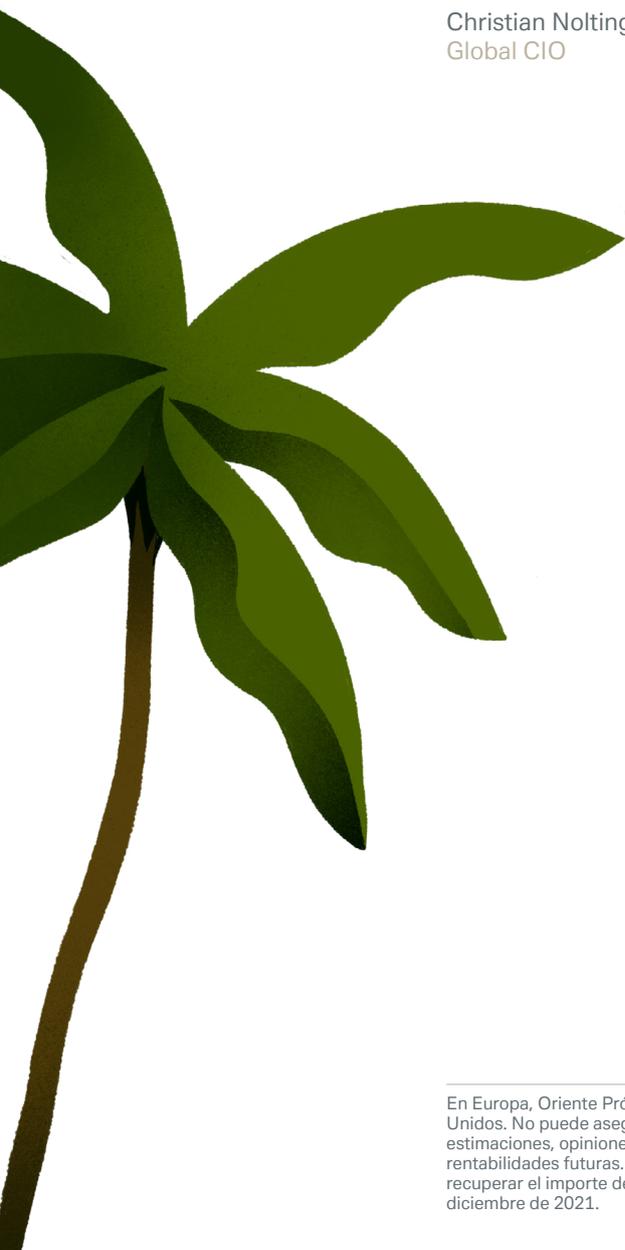
02 Las consideraciones medioambientales y ESG en general (es decir, incluyendo los aspectos sociales y de buen gobierno) adquirirán aún más importancia para las carteras. Las cuestiones medioambientales ocupan ahora un puesto central en la formulación de políticas mundiales, y las implicaciones para los inversores van mucho más allá de unas mayores tasas de inflación. Sea cual sea la postura de cada uno, habrá que hacer frente a los riesgos potenciales (por ejemplo, de activos varados). La transición a una economía neutral en carbono también dará lugar, por supuesto, a muchas oportunidades interesantes. Más adelante en esta publicación se habla de la inversión con criterios ESG y otros temas de inversión a largo plazo.

Como he comentado anteriormente, el 2022 debería considerarse un año de transición a medida que el entorno económico y de inversión mundial evoluciona en búsqueda de una nueva realidad. Actuar ahora en lo que respecta a la asignación estratégica de activos y ESG en las carteras debería de ayudar a incorporar este proceso de cambio.

Les deseo un año de inversiones prósperas y creadoras de valor.

Christian Nolting

Christian Nolting  
Global CIO



## Diez temas para el 2022

1. **Política: problemas para compartir.** La competencia por el comercio y los recursos naturales continúa, y las consideraciones ambientales y de redistribución de los recursos dentro de las economías también son importantes.
2. **Economía: a toda marcha.** A las elevadas tasas de crecimiento en 2021 seguirá seguramente una leve moderación en 2022. Se tratará sin embargo de una recuperación ligeramente diferenciada, con implicaciones para las divisas y otras clases de activos.
3. **Asia: el ojo del tigre.** El dinamismo económico de la región hará que el 2022 sea un año interesante, tras un 2021 difícil. Es probable que la estabilización económica china beneficie muchos activos regionales y que la India registre un fuerte crecimiento.
4. **Inflación: el rinoceronte en la sala.** Las subidas de precios son un problema grave, ya están causando problemas y albergan varios riesgos a largo plazo. Es improbable que volvamos a un régimen de inflación ultrabaja.
5. **Política monetaria: temores sobre la transición.** La elevada inflación genera muchos problemas para los bancos centrales y una política reactiva podría desestabilizar más a los mercados. No debe exagerarse el probable sesgo restrictivo de los bancos centrales.
6. **Renta fija: arenas movedizas.** La volatilidad provocada por los cambios de las políticas monetarias podría poner en entredicho el papel de la renta fija en las carteras. Algunos mercados estarán bien respaldados, pero debemos ser conscientes de los riesgos.
7. **Renta variable: rentabilidades reales/realistas.** Las perspectivas de esta clase de activos parecen generalmente positivas, pero las rentabilidades podrían ser más bajas que en 2021. Las rotaciones cíclicas y geográficas durante el año 2022 podrían tener un cierto impacto.
8. **Materias primas: crecimiento verde.** La volatilidad de los precios de las materias primas podría disminuir al moderarse las presiones de la reapertura económica. La construcción de infraestructuras verdes podría impulsar la demanda de energía y de algunas materias primas industriales.
9. **Inversiones inmobiliarias: se sigue construyendo.** El sector puede seguir obteniendo ganancias, pero la diferenciación sectorial y geográfica es importante. Los costes de los materiales y la mano de obra podrían afectar la oferta en algunos mercados.
10. **Divisas: los aspectos macro son importantes.** Los temores sobre la inflación en EEUU y las probables respuestas de política monetaria han hecho subir el USD. Dicho esto, otras variables fundamentales políticas y macroeconómicas podrían empezar a ir en contra del USD en 2022.



Utilice el código QR para acceder a una selección de otros informes anteriores de Deutsche Bank CIO ([www.deutschewealth.com](http://www.deutschewealth.com)).

# Diez temas para el 2022

## 01



### Política: problemas para compartir

Mientras el mundo aprende a convivir con el coronavirus, la **geopolítica** vuelve a un primer plano. Distintos sistemas económicos y sociales están compitiendo por el comercio y los recursos naturales de un modo que va más allá de las rivalidades históricas de los tradicionales bloques de poder regionales.

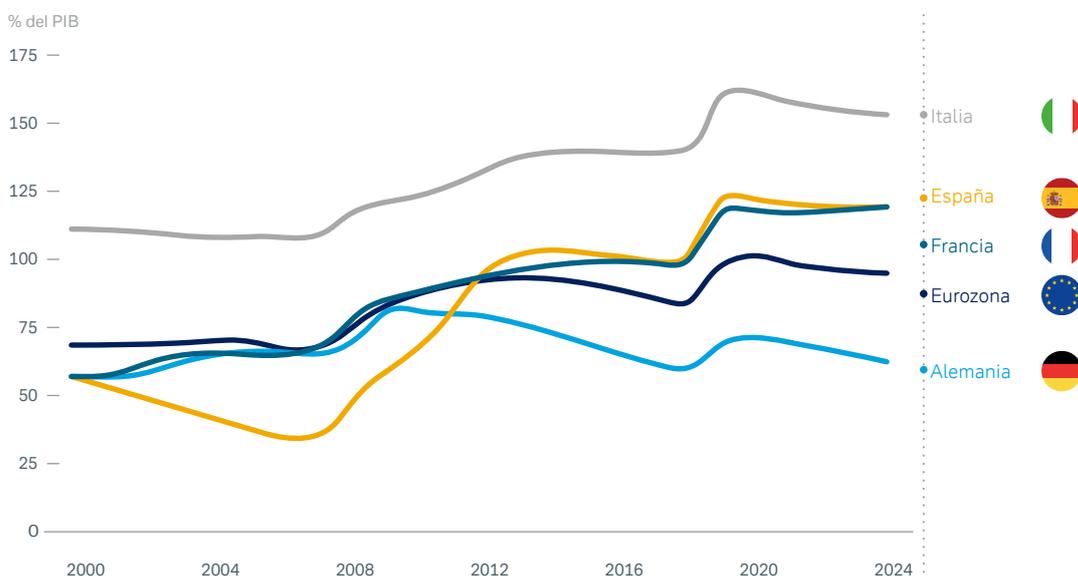
Las tensiones geopolíticas podrían manifestarse de muchas maneras: a través de los mercados financieros (restricciones a la cotización), de las materias primas (restricciones de la oferta), de otras normativas, de cumbres políticas y, en última instancia, del riesgo latente de un conflicto militar.

Las diferencias geopolíticas se complicarán aún más debido a cuestiones medioambientales. La intensificación de la importante lucha contra el cambio climático, con sus implicaciones en los niveles de actividad y costes, podría poner en evidencia nuevas divisiones entre los bloques tradicionales (por ejemplo, India, China y otros mercados emergentes), así como entre las economías desarrolladas y las emergentes.

Todo esto sucederá en unos momentos en que las economías individuales están registrando un rápido crecimiento, pero siguen sujetas a tensiones económicas diversas. Para la mayoría, compensar el impacto económico del coronavirus ha resultado caro. Las finanzas públicas ya están tensionadas, pero sigue siendo necesario **redistribuir** recursos entre los grupos sociales –mientras las economías se reestructuran–, en unos momentos en que los niveles de deuda pública ya son elevados, si bien con algunas divergencias (la figura 1 muestra los de la zona euro). Las preocupaciones de los ciudadanos sobre la redistribución de la riqueza se expresarán en varias elecciones y nombramientos importantes en 2022: por ejemplo, las elecciones presidenciales francesas de abril y las elecciones intermedias de EEUU en noviembre. Las decisiones tomadas de manera más formalizada –por ejemplo, la Asamblea Popular Nacional de China y la consiguiente remodelación política de primera fila que seguramente habrá– deberán tomar nota también de las inquietudes del público en este sentido.

Figura 1: Previsiones de deuda pública del FMI para la zona euro

Fuente: IMF, Deutsche Bank AG. Datos de noviembre de 2021.



En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que ninguna previsión u objetivo vayan a alcanzarse. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en un momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Documento redactado en diciembre de 2021.

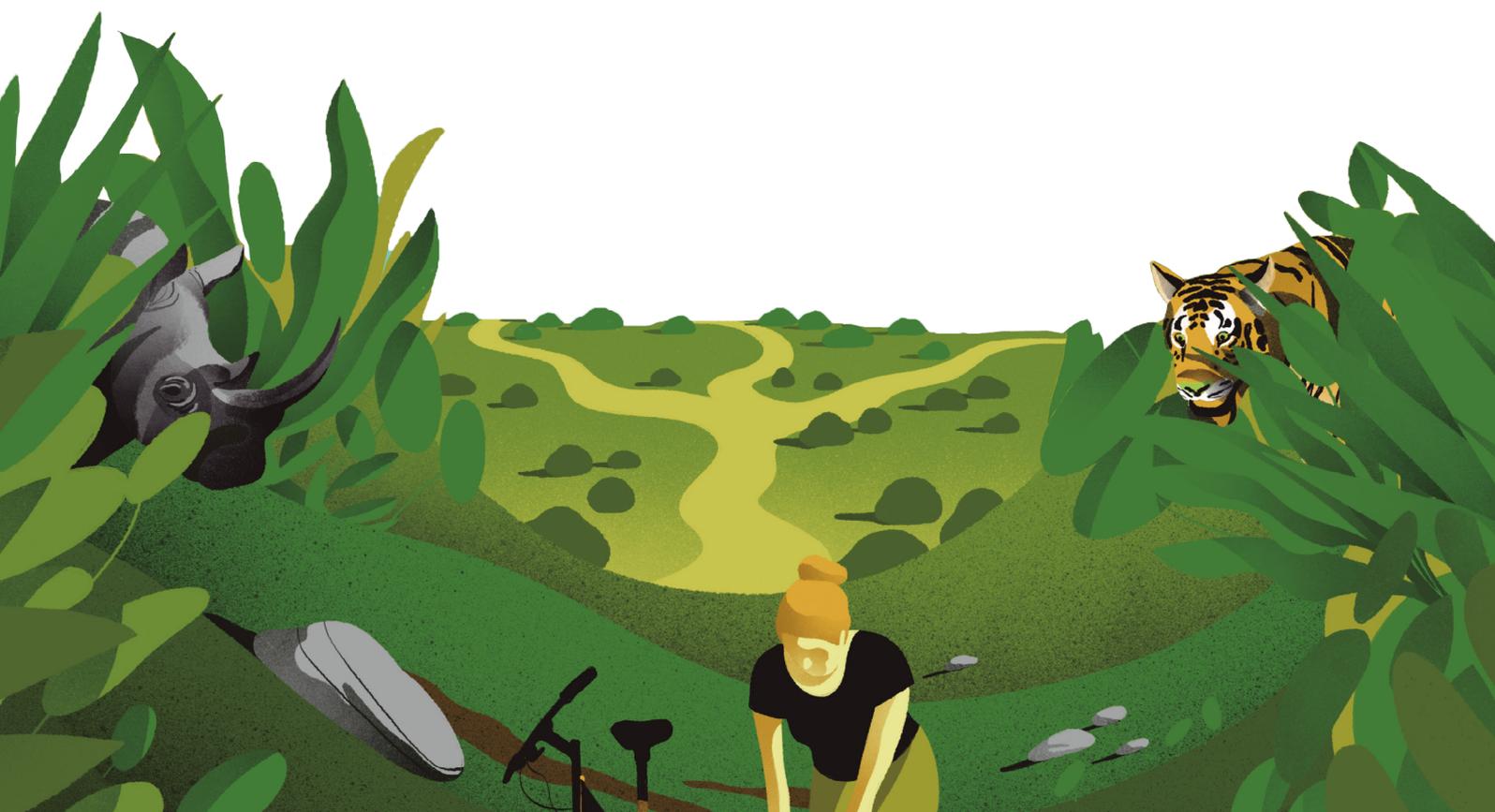
Esto significa que habrá **problemas considerables para compartir recursos**, tanto a escala internacional como nacional. Reconciliar las distintas necesidades económicas y políticas relativas a estos problemas será complicado: este es el gran reto político de 2022.

Las diferencias geopolíticas podrían complicarse debido a cuestiones medioambientales, en unos momentos en que las economías individuales siguen sujetas a tensiones económicas diversas. Las preocupaciones de los ciudadanos sobre la redistribución se expresarán en varias elecciones y nombramientos importantes en 2022.

### Tema 1. Política: problemas para compartir

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- La geopolítica no afecta únicamente a las materias primas
- Los problemas de finanzas públicas se sumarán a las tensiones de inversión
- Prevemos volatilidad en torno a algunos acontecimientos clave



# 02



## Economía: a toda marcha

La recuperación económica continuará, a pesar de que el coronavirus se está convirtiendo en endémico en muchos países. Seguimos previendo que, en la mayoría de economías, las **elevadas tasas de crecimiento** de 2021 vayan seguidas de una leve moderación en 2022. (La figura 2 que se muestra a continuación recoge nuestras previsiones). En general, muchas economías irán a toda marcha mientras se siguen inyectando enormes estímulos a las economías donde las tasas de crecimiento potencial siguen bajas: ignorar de esta manera las condiciones de la oferta genera inflación y otros riesgos.

Figura 2: Previsiones de crecimiento del PIB (%)

Fuente: Deutsche Bank AG. Datos del 18 de noviembre de 2021.

### Crecimiento del PIB (% interanual)

	2021	2022
 India	9,3	7,5
 China	7,7	5,3
 Reino Unido	6,8	4,5
 Francia	6,7	4,3
 Italia	6,2	4,7
 Mundo	5,6	4,5
 EE.UU.*	5,6	4,0
 Brasil	5,1	1,5
 Eurozona	5,0	4,6
 España	5,0	6,3
 Rusia	4,3	2,5
 Alemania	3,0	4,8
 Japón	1,9	2,9

\*La previsión de crecimiento del PIB de EE.UU. de 4T a 4T es del 4,7 % en 2021 y del 4,1% en 2022.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que ninguna previsión u objetivo vayan a alcanzarse. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en un momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Documento redactado en diciembre de 2021.

Pese al fuerte crecimiento general, se tratará de una **recuperación diferenciada**. Las trayectorias de crecimiento relativo de los distintos países serán importantes. Como ya sabemos, la recuperación europea va a la zaga de la estadounidense, pero debemos considerar también las implicaciones de la desaceleración económica china. Habrá un proceso continuo de **reajuste** de las economías.

**Los motores del PIB** serán importantes. Cuando las economías empezaron a repuntar tras los mínimos de la pandemia, la atención se centró en el consumo, tanto privado como público. La inversión y el consumo se han visto respaldados por una serie de planes públicos (como el programa Next Generation EU), pero debemos ser conscientes de que éstos tienen alcances y plazos distintos. Su impacto sobre el crecimiento económico variará con el tiempo, como demuestran los varios paquetes de estímulo de Estados Unidos de los últimos años.

La contribución directa e indirecta de las exportaciones al crecimiento de muchas economías se verá seguramente respaldada por la resolución de la mayoría de los problemas de la oferta mundial de aquí al 2.º semestre de 2022. No obstante, los efectos base –en esta era de cambio– afectarán las tasas interanuales.

**La política medioambiental** incidirá también de manera importante, y de varias formas, en el crecimiento (por ejemplo, mediante la adopción mundial de una fijación de precios del CO2). En ocasiones, ello se ha considerado negativo porque limita ciertas áreas de actividad. Dicho esto, construir nuevas infraestructuras verdes será positivo para muchas áreas, incluida la demanda de materias primas.

---

Muchas economías irán a toda marcha mientras se siguen inyectando estímulos enormes. Pero ésta será una recuperación ligeramente diferenciada con un proceso continuo de reajuste de las economías.

---

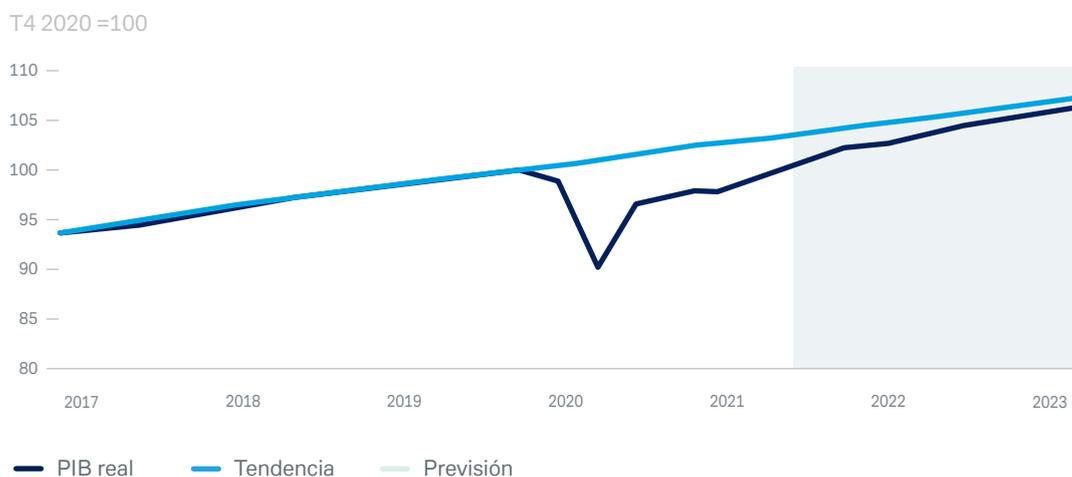
## Tema 2. Economía: a toda marcha

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- El fuerte crecimiento respalda los activos reales
- Las disparidades de crecimiento regionales afectarán a las divisas y a otras clases de activos
- Construir infraestructuras verdes es positivo para muchas áreas

Figura 3: El PIB de EEUU pronto volverá a los niveles tendenciales

Fuente: DWS, Deutsche Bank AG. Datos de noviembre de 2021.



# 03



## Asia: el ojo del tigre

---

Efectivamente, Asia es protagonista de muchos temas candentes: la geopolítica (China/EEUU/India), las perturbaciones de la oferta (circuitos integrados de Taiwán y otros lugares) y la lucha contra el coronavirus. El protagonismo de la región refleja la importancia y el continuo dinamismo de su economía. Este dinamismo hará que el 2022 sea un año interesante, y será allí donde nos centremos en los mercados emergentes.

**China** ha tenido un año 2021 difícil y quedan muchos problemas por resolver. Las tasas de crecimiento chinas se están desacelerando (figura 2), las nuevas reglamentaciones han sido problemáticas y las preocupaciones sobre el sector inmobiliario han ensombrecido el panorama de los mercados de renta fija y renta variable chinos. Muchos de estos problemas tardarán en resolverse, pero es probable que las tasas de crecimiento intertrimestrales tiendan a ser más estables en 2022, al adentrarnos en el «Año del Tigre». Las autoridades querrán claramente que la economía esté estabilizada antes de que se renueve el cargo de Xi para otro mandato presidencial a finales del año que viene. El Banco Popular de China (PBoC) ya ha dado algunos indicios de una actitud más flexible y el apoyo de las medidas monetarias y fiscales podría aclararse un poco más a principios del 2022. También podría darse cierta marcha atrás en algunas medidas legislativas, lo que favorecería los mercados, aunque esto podría tardar aún un cierto tiempo. Como suele pasar a menudo, las reformas deberían ser positivas para el crecimiento a largo plazo, pero lo afectan a corto plazo.

**India** se ha recuperado con fuerza de la pandemia de coronavirus; se prevé que un crecimiento del PIB superior al 9% en 2021 vaya seguido de una expansión del 7,5% en 2022, holgadamente por encima del crecimiento previsto de China. El coronavirus parece estar bajo control, tras varias olas sucesivas, y creemos que tanto la inversión empresarial como el consumo privado tienen potencial de recuperación. Persisten los riesgos de inflación, pero no se prevé que el banco central de India se apresure a endurecer la política monetaria, y los tipos de interés reales seguramente permanecerán negativos.

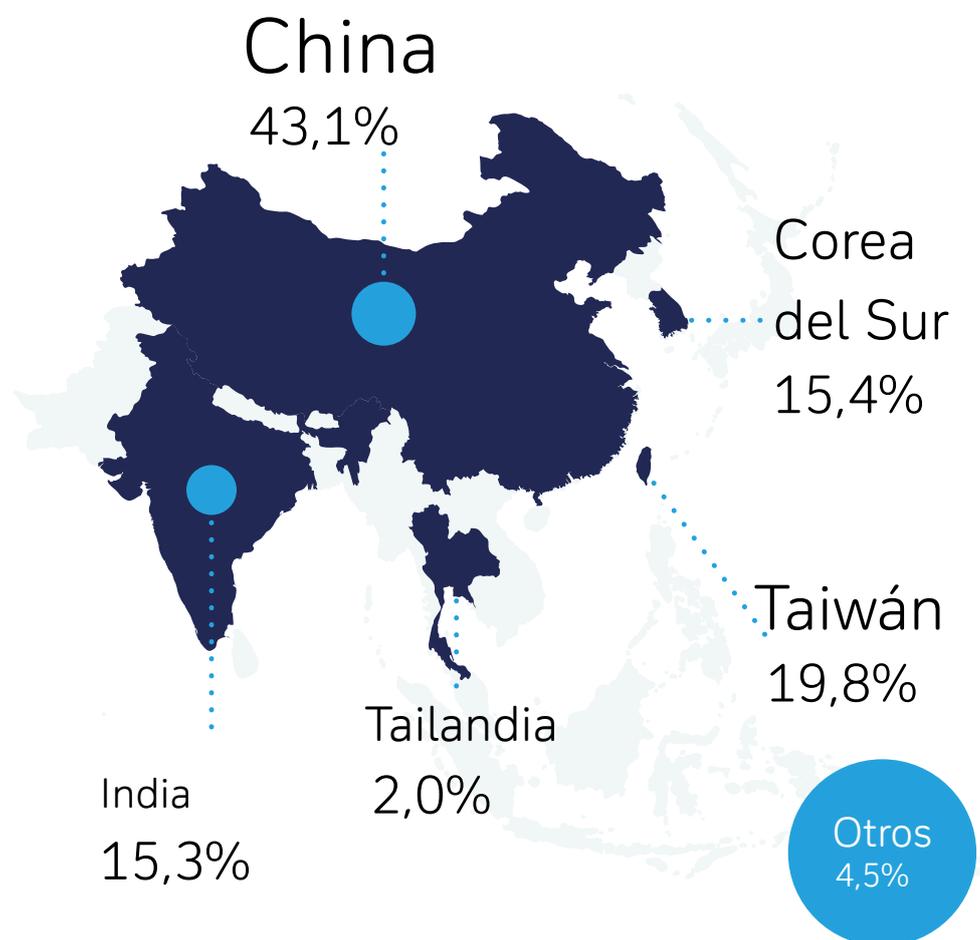


---

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que ninguna previsión u objetivo vayan a alcanzarse. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en un momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Documento redactado en diciembre de 2021.

Figura 4: MSCI EM Asia: ponderaciones de los países en el índice

Fuente: MSCI, Deutsche Bank AG. Datos del 9 de noviembre de 2021.



### Tema 3. Asia: el ojo del tigre

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- Los problemas del mercado inmobiliario chino tardarán tiempo en resolverse
- Pero la estabilización económica china beneficiará muchos activos regionales
- El crecimiento indio presentará oportunidades de inversión

# 04



## Inflación: el rinoceronte en la sala

El desajuste entre la oferta y la demanda durante la recuperación reciente de la pandemia ha ejercido presión sobre muchos precios en 2021, y los temores de deflación han dado paso rápidamente a inquietudes sobre la inflación: las tasas interanuales del IPC estadounidense han llegado a más del 6% y el Índice de Precios de Producción de muchas economías, a más del 10%.

La inflación es un problema grave; ya está causando problemas y alberga varios riesgos a largo plazo: se trata realmente del **rinoceronte en la sala**. Una preocupación es que las expectativas de mayor inflación empiecen a incorporarse en los acuerdos salariales (y aumentos de las prestaciones). El **espectro de los años 1970** – en que se conjugaron unas elevadas tasas de inflación con un bajo crecimiento y disturbios sociales– sigue estando presente. El 2022 será seguramente un año crucial para la inflación, en que el problema o bien empieza a resolverse, o bien se intensificará aún más.

Figura 5: Previsiones de inflación en EEUU y Europa

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos del 9 de noviembre de 2021.



Existen ciertas razones para ser optimista. Las presiones alcistas sobre los costes seguramente se moderarán a medida que se resuelvan la mayoría de los problemas de la oferta mundial (para el 2.º semestre de 2022) al reajustarse el mundo a unos patrones distintos de producción y distribución. Esto se manifestará, por ejemplo, en unas menores presiones de costes y de la oferta sobre los circuitos integrados y algunos de sus usuarios (como los automóviles). Tampoco prevemos una fuerte subida del precio del petróleo en un plazo a 12 meses. Dicho esto, hay **muchos factores** que inciden en la inflación. Por ejemplo, la elevada demanda de ciertos puestos de trabajo en algunas economías (debido en parte a los cambios en las cadenas de suministro regionales) está haciendo subir los salarios. Actualmente, partiendo de la base de que las tasas de inflación interanuales empezarán a retroceder a lo largo de 2022, reduciendo así las tasas de inflación medias anuales (figura 6), suponemos que las expectativas inflacionistas no se trasladarán a los mercados de empleo. No obstante, no puede darse nada por sentado.

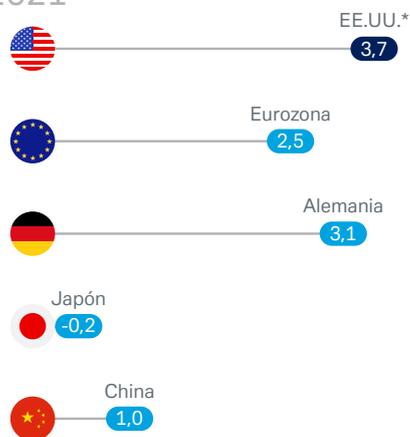


Figura 6: Previsiones de inflación

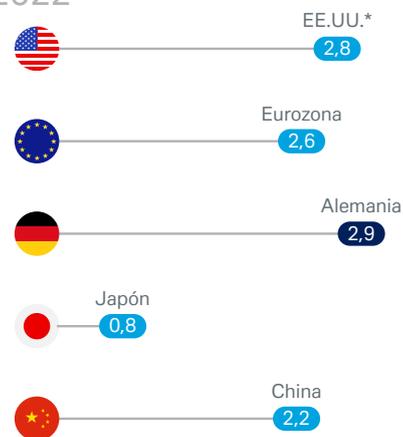
Fuente: Deutsche Bank AG. Previsiones del 18 de noviembre de 2021.

### Previsiones de inflación

2021



2022



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

Sin embargo, no volveremos al régimen de inflación ultrabaja de la última década. Las tasas de inflación permanecerán vulnerables a las nuevas disrupciones a medida que el mundo se reajusta. La regionalización de las cadenas de suministro (la llamada «glocalización», debido a preocupaciones políticas o simplemente para mitigar una nueva conmoción global futura) podría seguir intensificando las presiones sobre los precios. Y, a más largo plazo, la «inflación verde» o «greenflation» (alzas de precios debido a medidas medioambientales o a presiones para construir nuevas infraestructuras verdes) será un riesgo sustancial.

Desde la perspectiva de un inversor, diferenciar entre estos tipos de inflación es importante, ya que pueden tener distintos efectos sobre las correlaciones entre las clases de activos.

## Tema 4. Inflación: el rinoceronte en la sala

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- Las elevadas tasas de inflación aumentan la incertidumbre sobre los rendimientos
- La «inflación verde» es ya un problema importante
- Las causas de la inflación tienen efectos distintos sobre las correlaciones de las clases de activos

# 05

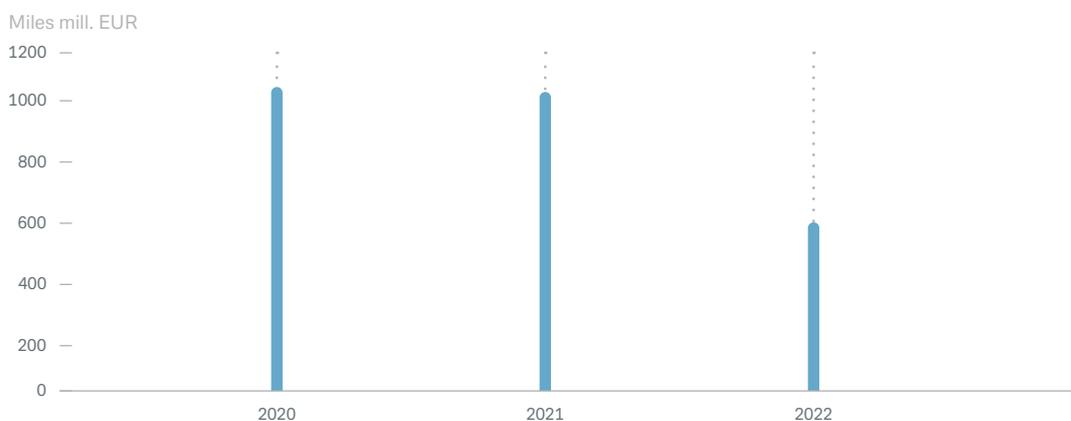


## Política monetaria: temores sobre la transición

Las perspectivas de aumento de las tasas de inflación –por lo menos durante varios meses– presenta un reto más para los bancos centrales. Podría dificultar aún más la gestión de esta transición hacia un endurecimiento monetario gradual. Uno de los problemas es que una inflación elevada podría hacer que los **bancos centrales sean más reactivos y menos proactivos**. Podrían empezar a perder el control de su mensaje. En vez de poder trazar unas proyecciones y mantener un rumbo de política monetaria para salvar el problema (como en 2008 y 2020), deben reaccionar ante los cambios mensuales de la inflación, lo que podría hacer que las expectativas del mercado no concuerden con las expectativas de los bancos centrales. Esta incertidumbre podría abrir más la puerta a los «**vigilantes de bonos**»: mercados basados en atacar la resolución de las autoridades monetarias. Una mayor volatilidad del mercado de renta fija repercutiría finalmente en la volatilidad del mercado de renta variable y, en general, el sentimiento del mercado.

Figura 7: las compras totales de activos del BCE seguramente disminuirán en 2022

Fuente: DWS, Deutsche Bank AG. Datos de noviembre de 2021.



De momento, la Fed parece ir por detrás de la curva en lo que se refiere a las subidas de tipos, y tal vez voluntariamente. Fijar un objetivo de inflación media elimina un motivo para actuar con rapidez (porque unas altas tasas de inflación pueden descontarse, por lo menos inicialmente). Pero aplazar las subidas de tipos podría implicar tener que abordar un problema de inflación todavía peor en 2023. También podría dificultar que los mercados evalúen el probable sesgo restrictivo de los bancos centrales; nuestra hipótesis es que se mantendrán esencialmente expansivos, dada la incertidumbre sobre el crecimiento futuro. En el momento de redactar estas líneas (diciembre de 2021), parece probable que el fin del proceso de reducción de los estímulos de la Fed irá seguido de un alza de tipos más tarde en 2022. El nivel total de las compras netas de activos del BCE se reducirá en 2022, pero parece improbable que se suban los tipos. El Banco de Inglaterra, en cambio, podría subirlos varias veces a lo largo de 2022. El Banco de Japón seguramente no hará ningún cambio importante en su política monetaria el año que viene.

También hay algunas preocupaciones más conceptuales acerca de la política monetaria. Habrá constantes preguntas –tras una década atípica y en medio de un continuo reajuste mundial– sobre qué es exactamente la «normalidad» de la política monetaria, en lo que se refiere, por ejemplo, a los ciclos de negocio y el tipo de interés natural.

Los bancos centrales también podrían enfrentarse a un [debate académico más amplio sobre política monetaria](#) y su relación con la política fiscal. Podrían intensificarse las discusiones acerca de la teoría monetaria moderna (TMM), especialmente si los déficits fiscales se mantienen en niveles elevados.

Aunque se prevé que las subidas de los tipos de interés nominales sean relativamente moderadas y que los tipos de interés reales sigan siendo bajos o negativos, el cambio de los tipos reales tendrá aún el poder de determinar la rentabilidad superior e inferior relativa de los países y sectores, lo que generará tanto oportunidades como riesgos.

---

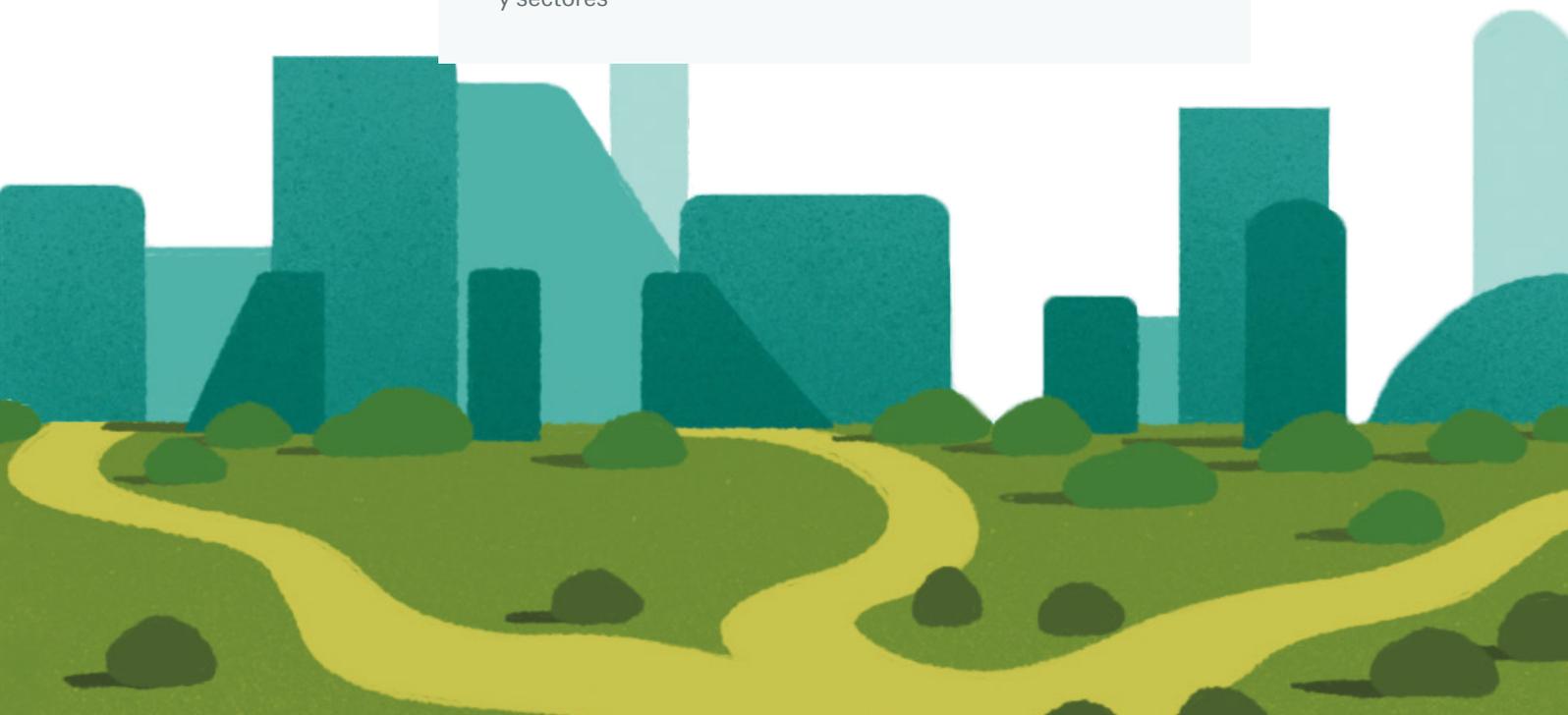
Aplazar las subidas de tipos supone el riesgo de tener que abordar un problema de inflación todavía peor en 2023. También dificulta que los mercados evalúen el probable sesgo restrictivo de los bancos centrales.

---

## Tema 5. Política monetaria: temores sobre la transición

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- La inflación podría hacer que los bancos centrales sean más reactivos, aumentando la incertidumbre
- La incertidumbre sobre las políticas y los rendimientos abre más la puerta a los «vigilantes de bonos»
- La volatilidad de las rentabilidades provocará rotaciones de países y sectores



# 06



## Renta fija: arenas movedizas

El mundo está cambiando, pero la represión financiera no va a desaparecer próximamente. Por lo tanto, se aplican las reservas habituales a cualquier declaración sobre la renta fija. La figura 8 muestra nuestras principales previsiones.

Figura 8: Previsiones de la renta fija para finales de diciembre de 2022

Fuente: Deutsche Bank AG. Previsiones del 18 de noviembre de 2021.

Estados Unidos (bono a 2 años)	1,10%
Estados Unidos (bono a 10 años)	2,00%
Estados Unidos (bono a 30 años)	2,30%
Corp. GI USD (BarCap U.S. Credit)	70 pb
USD HY (Barclays U.S. HY)	290 pb
Alemania (bono a 2 años)	-0,50%
Alemania (bonos a 10 años)	0,20%
Alemania (bonos a 30 años)	0,40%
Reino Unido (bono a 10 años)	1,25%
EUR IG Corp (iBoxx Eur Corp)	75 pb
EUR HY (ML Eur Non-Fin HY Constr.)	290 pb
Japón (bono a 2 años)	0,00%
Japón (bono a 10 años)	0,20%
Deuda privada Asia (JACI)	275 pb
Deuda pública ME (EMBIG Div.)	320 pb
Deuda privada ME (CEMBI Broad)	290 pb

Las arenas movedizas en torno a la renta fija –y la volatilidad asociada– reducen aún más el valor de esta clase de activos en las carteras equilibradas. También hay un riesgo de que la reducción de los estímulos lleve a movimientos paralelos de los precios de las acciones y los bonos (en particular en EEUU y Europa), reduciendo así su papel diversificador. Los inversores podrían exigir un mayor perfil de riesgo/rendimiento.

Para la **deuda pública** prevemos unas subidas aparentemente moderadas de las rentabilidades a nivel global en un plazo a 12 meses, pero esto aún podría tener unas repercusiones importantes para el mercado de deuda soberana.

Sin embargo, de alguna manera, el **viaje podría ser tan importante como el destino final**. Nuestras previsiones de finales de año para los títulos del Tesoro estadounidense, por ejemplo, suponen que las rentabilidades se disparen en algún momento durante el año (a medida que prosigue el crecimiento), antes de que la aversión al riesgo (por ejemplo, en torno a las elecciones de mediados de legislatura de EEUU) vuelva a hacer caer las rentabilidades más tarde en el año. La forma de la curva de tipos será importante, como indicación de lo que está sucediendo ahora y como opinión sobre qué sucederá a continuación. La curva de tipos refleja las preocupaciones de los distintos tipos de compradores de distintos vencimientos, que podrían ser contradictorias.

Lo importante es que las rentabilidades de la deuda pública de mercados desarrollados seguramente serán negativas y que los precios de estos títulos subirán y bajarán, por lo que no es una inversión «sin riesgo». Como en los últimos años, la cuestión para los inversores es hasta qué punto están dispuestos a desplazarse por la curva de riesgo/rentabilidad para obtener rentabilidad.

La deuda **investment grade (IG)** –tanto en USD como en EUR– seguramente seguirá beneficiándose de una fuerte demanda de los inversores. En EEUU, un menor nivel de oferta bruta y otros factores deberían de mantener una situación técnica favorable. La reducción del endeudamiento y las continuas compras de los bancos centrales respaldarán la deuda IG en EUR. No obstante, la elevada duración de la inversión en deuda IG (por ejemplo, frente a los bonos HY) acentúa los riesgos asociados a las alzas de tipos.

En deuda **high yield (HY)**, muchas variables fundamentales (como unas tasas de impago muy bajas) seguramente seguirán siendo favorables. Pero sería imprudente ignorar los riesgos potenciales de una mayor inflación, las variaciones de la política monetaria y tal vez unas publicaciones de beneficios no tan positivas. Actualmente prevemos que los diferenciales de la deuda HY en EUR registren una ligera contracción, pero que los de los bonos HY en USD se mantengan en torno a los niveles actuales.

Los **bonos de mercados emergentes** han tenido un año 2021 desigual: el encarecimiento de las materias primas ha favorecido muchas economías emergentes, el apoyo del FMI ha sido importante y se han evitado problemas de liquidez. No obstante, los fundamentos macroeconómicos son divergentes según las economías, los problemas causados por el coronavirus continúan, y los acontecimientos en China ensombrecen el panorama, en particular para la deuda high yield de Asia (figura 9). El endurecimiento monetario de la Fed aún podría causar problemas, así como las decisiones sobre las políticas económicas en algunos países. Hemos rebajado ligeramente nuestras previsiones a 12 meses para la deuda pública de mercados emergentes, pero seguimos anticipando una ligera contracción de los diferenciales. En cuanto a la deuda corporativa, creemos que unos sólidos fundamentos crediticios, la recuperación económica de estos países y cierto colchón en las valoraciones mitigarán los riesgos de política económica y de tipos de interés; prevemos cierta reducción de los diferenciales.

Figura 9: Diferenciales de crédito en Asia

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos del 9 de noviembre de 2021.



## Tema 6. Renta fija: arenas movedizas

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- Persisten los riesgos «bajistas equilibrados», con corrientes de ventas de la renta fija
- La elevada duración de la deuda Investment Grade acentúa los riesgos de tipos de interés
- La deuda corporativa de mercados emergentes podría ser más atractiva que la soberana

# 07



## Renta variable: rentabilidades reales/realistas

Las perspectivas de la renta variable para 2022 siguen pareciendo positivas, dadas las expectativas de que se mantenga un buen crecimiento económico, y la probabilidad de que los bancos centrales endurezcan solo ligeramente la política monetaria (por lo que las rentabilidades reales seguirán siendo negativas). Los problemas de las cadenas de suministro seguramente se moderarán y la mayoría de las empresas tienen cierta capacidad de repercutir la inflación. Y la tecnología de la información sigue evolucionando de maneras interesantes: la revolución digital no ha terminado.

Creemos que esto sienta las bases para un **crecimiento de los beneficios de un dígito en la mayoría de los mercados con un horizonte a 12 meses** (figura 10). Hay varias razones por las que la renta variable no subirá tanto en 2022 como en 2021. El crecimiento económico es sólido, pero se está desacelerando hacia el nivel potencial y es sensato partir de la suposición de que las valoraciones han tocado techo. Es probable que el crecimiento de los márgenes se reduzca considerablemente y los múltiplos previstos precio/beneficios (PER) podrían caer (si bien aún serían altos en términos históricos) con un horizonte a 12 meses.

Figura 10: Previsiones de los índices bursátiles para finales de diciembre del 2022

Fuente: Deutsche Bank AG. Previsiones del 18 de noviembre de 2021.

Estados Unidos (S&P 500)	5.000
Alemania (DAX)	17.000
Zona euro (Euro Stoxx 50)	4.600
Europa (Stoxx 600)	510
Japón (MSCI Japan)	1.350
Suiza (SMI)	13.000
Reino Unido (FTSE 100)	7.350
Mercados emergentes (MSCI EM)	1.340
Asia sin Japón (MSCI Asia ex. Japan)	885
Australia (MSCI Australia)	1.500

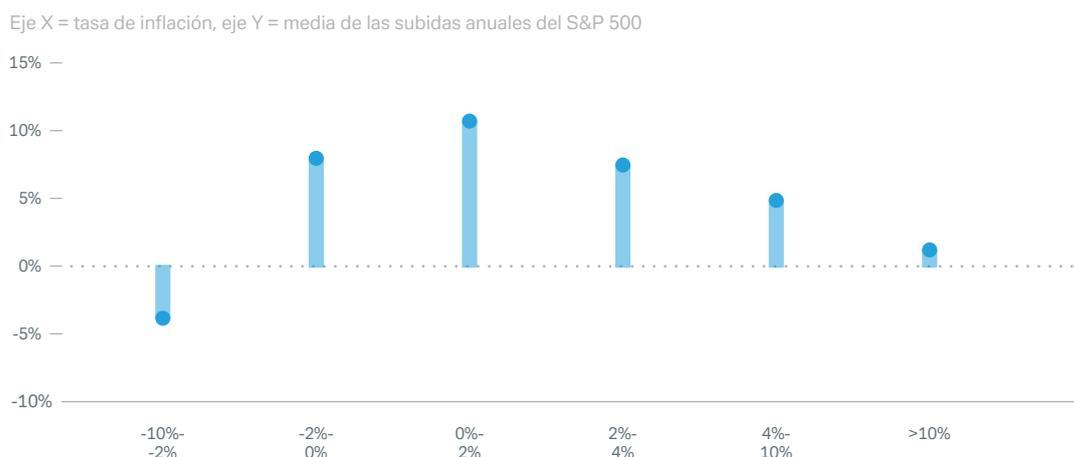
No obstante, una subida moderada de los índices en un plazo a 12 meses ocultará unas rotaciones sectoriales y geográficas importantes a lo largo de 2022. La dinámica de tipos será un motor importante (como en 2021), por ejemplo en lo que se refiere a las acciones de valor frente a las de crecimiento y Europa/Japón frente a EEUU. En general, podría haber una rotación de valores cíclicos en la 1.ª mitad de 2022 hacia los defensivos en la 2.ª. La subida de los tipos reales (aunque sigan siendo negativos) podría aumentar el atractivo de las acciones «de corta duración», como las de bancos y cíclicas, con respecto a las «de larga duración», que dependen mucho de las expectativas de beneficios. Estas acciones «de larga duración» pueden abarcar desde las de infraestructuras tradicionales a la tecnología de la información, tanto de empresas consolidadas como de compañías tecnológicas jóvenes y no rentables con unas elevadas valoraciones basadas en los beneficios previstos. Estas rotaciones no serán totalmente fluidas: las subidas bruscas de los tipos de interés podrían llevar a rotaciones arriesgadas e inestables sucesivas entre mercados y sectores.

A menudo se considera que la renta variable ofrece cierta resistencia frente a la inflación, pero las **alzas de los precios y los costes** impactarán de manera distinta los diferentes sectores.

El crecimiento salarial (derivado de la escasez de mano de obra en algunas áreas debido a factores temporales o cambios más estructurales) podría beneficiar a las plataformas digitales con capacidad de expansión; los servicios podrían salir perdiendo. Unos elevados precios de las materias primas beneficiarían al petróleo y al gas y perjudicarían en general a la industria. Los costes del transporte favorecerían los sectores de transporte marítimo y de logística, y perjudicarían a las empresas dependientes de las cadenas de suministro. La capacidad de fijación de precios podría beneficiar a las empresas de tecnología y las marcas de gama alta, pero no ayudaría a las marcas de consumo tradicionales. La figura 11 muestra la media histórica de las subidas de precios anuales del S&P 500 con distintos niveles de inflación.

Figura 11: Media de las subidas de precios anuales del S&P 500 con distintos niveles de inflación

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos del 9 de noviembre de 2021.



Las estrategias de renta variable variarán con el tiempo y según los mercados, pero una estrategia para un escenario base con validez general sería un **enfoque «barbell»** (asignación a extremos opuestos), con acciones «de crecimiento»/tecnológicas en un extremo y acciones «de valor»/bancarias en el otro.

Por áreas geográficas, y pese a las inquietudes sobre los tipos de interés, aún hay mucho a favor de las acciones tecnológicas y el **mercado estadounidense**. En EEUU sobreponderamos los valores de consumo discrecional, financieros y tecnología. Tenemos una postura constructiva en valores de pequeña y mediana capitalización estadounidenses.

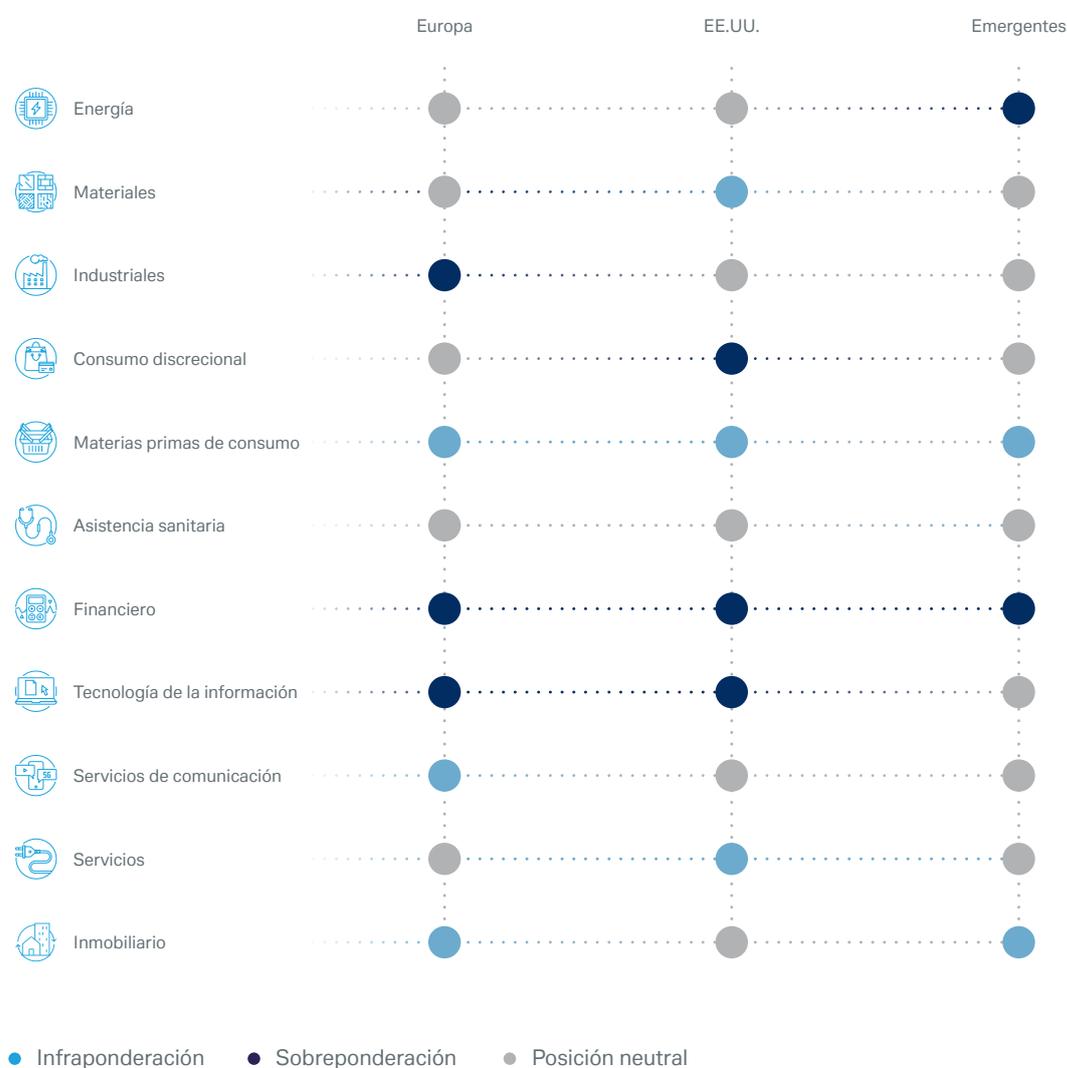
En **Europa** hay muchas señales positivas. Los múltiplos de valoración ya han bajado: los ratios precio/beneficios vuelven a situarse en los niveles de antes de la crisis y, en el pasado, la región ha obtenido una rentabilidad superior en periodos de rentabilidades más altas. Las presiones sobre los costes salariales también parecen bajo control en la mayoría de economías. Un enfoque podría ser invertir de manera selectiva en acciones tecnológicas de crecimiento estructural, de materiales e industriales (incluidos algunos títulos cíclicos vinculados a la recuperación). Las acciones de pequeña y mediana capitalización de la región también parecen atractivas.

En **Japón**, el sector empresarial puede parecer interesante. Las valoraciones relativas son buenas y se espera que el crecimiento interno repunte tras la reapertura económica. Los balances empresariales son buenos y los dividendos han permanecido estables durante la pandemia. Entre los factores negativos figuran unos bajos beneficios por acción (BPA) estructurales y los riesgos geopolíticos derivados de China. Además, las empresas se resisten a subir los precios nacionales. Todo esto podría hacer que los inversores extranjeros se mantengan cautelosos ante Japón.

La **renta variable de mercados emergentes** ha tenido un año 2021 relativamente flojo, ensombrecido por China. Sin embargo, aunque las valoraciones de las acciones chinas podrían parecer atractivas tras las caídas recientes, sigue siendo aconsejable tener cautela a corto plazo, dadas las preocupaciones sobre la regulación, la desaceleración económica del país, las condiciones crediticias más restrictivas y los problemas del sector inmobiliario. Tras un primer trimestre difícil, esperamos que haya una cierta mejora más adelante en 2022. De cara al futuro, preferimos las acciones A y los sectores favorecidos por las políticas económicas, como el solar, los vehículos eléctricos, los semiconductores y la automatización industrial. Las acciones latinoamericanas seguramente se verán afectadas por los continuos interrogantes sobre la inflación, la política fiscal y un calendario político muy cargado, en particular con las elecciones brasileñas del 2 de octubre.

Figura 12: Preferencias sectoriales y geográficas en renta variable

Fuente: Deutsche Bank AG. Opiniones del 25 de noviembre de 2021. Estas preferencias pueden variar a lo largo del 2022.



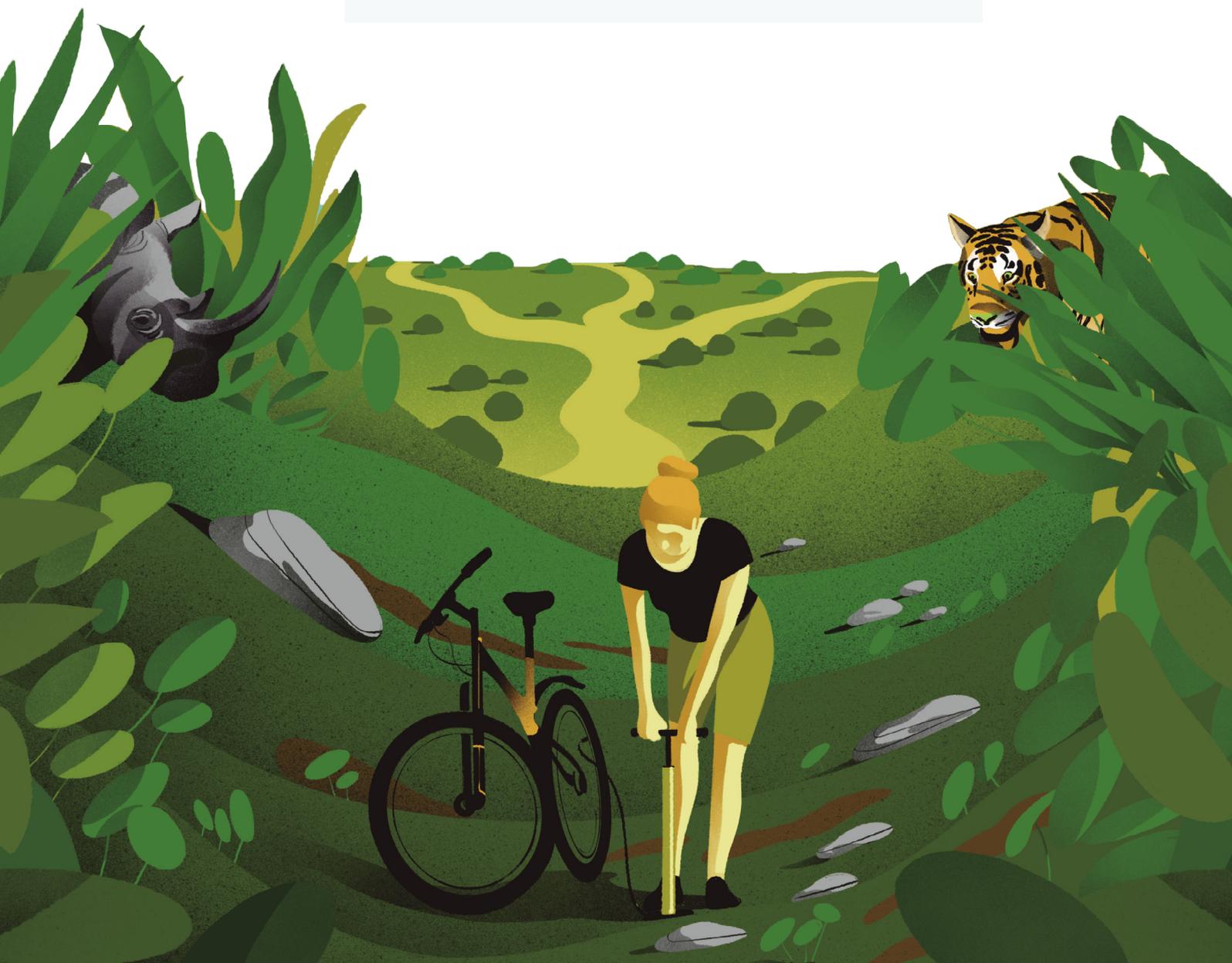
En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que ninguna previsión u objetivo vayan a alcanzarse. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en un momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Documento redactado en diciembre de 2021.

En general, es probable que **los giros en el mercado de renta variable duren poco** y que los inversores bajistas en acciones pasen apuros. Pero habrá que estar atentos a varios riesgos potenciales que podrían provocar rachas de volatilidad. Algunos de los más evidentes son el suministro de energía (particularmente en Europa), efectos dominó del sector inmobiliario chino, un rebrote del virus, o unas subidas de tipos mucho más rápidas de lo previsto. El estallido de las burbujas de criptomonedas, unas subidas de impuestos importantes en EEUU (improbable) o una mayor regulación del sector tecnológico podrían ser también motivos de inquietud.

## Tema 7. Renta variable: rentabilidades reales/realistas

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- Un enfoque «barbell» (por ejemplo, «crecimiento»/tecnología frente a «valor»/bancos) podría seguir siendo apropiado)
- La inflación tendrá un impacto diferente en los distintos sectores de renta variable
- Es probable que los giros en el mercado de renta variable duren poco, pero sigue habiendo riesgos subyacentes



# 08



## Materias primas: crecimiento verde

Los precios de las materias primas registraron grandes variaciones en 2021 debido a la reapertura de las economías y las presiones geopolíticas. Las más notables fueron las del petróleo y el gas.

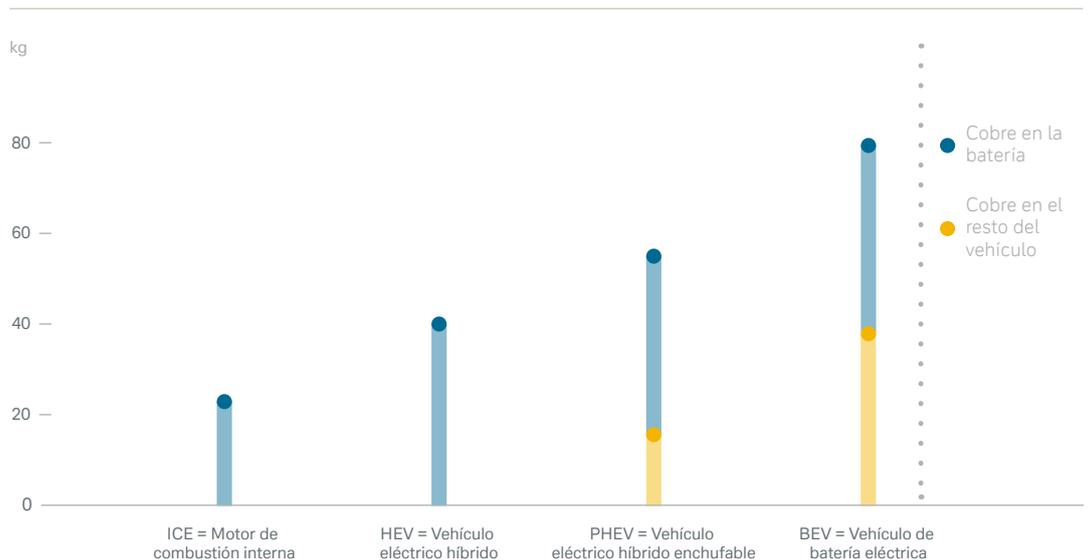
La volatilidad de los precios de las materias primas podría disminuir en 2022, al moderarse las presiones de la reapertura económica, pero no será una situación estable y las presiones alcistas continuarán. Podría especularse acerca de un nuevo superciclo de las materias primas.

En el caso del **petróleo** cabe prever una **producción adicional limitada de la OPEP+**, en particular en la 2.<sup>a</sup> mitad de 2022, y la producción de algunos miembros (como Irán) podría aumentar. No obstante, los productores estadounidenses seguramente mantendrán la disciplina, debido a preferencias de finanzas corporativas; esto significa que no es probable que vuelvan unas condiciones de oferta abundante. Dada la probabilidad de que se mantenga una fuerte demanda de petróleo, su cotización podría permanecer en torno a los niveles actuales. Prevedemos que el precio del WTI (precio a plazo en 12 meses) se sitúe en 70 USD/barril a finales de diciembre de 2022.

En un contexto más amplio, las políticas de redistribución seguramente impulsarán la demanda global de materias primas. Vale la pena destacar asimismo la **«paradoja verde»**: la probabilidad de que la construcción de nuevas infraestructuras verdes requiera inicialmente un gran consumo de energía para la exploración/construcción y que impulse la demanda de materias primas industriales como el cobre y el litio. Asimismo, las presiones relativas a consideraciones ESG y la disciplina financiera resultante (por ejemplo, restricciones) en las inversiones en el sector de energía podrían proporcionar un impulso más al alza a los precios del petróleo y otras materias primas. La evolución del mercado global de CO2 fomentará también la reevaluación de los proyectos.

Figura 13: uso de cobre en distintos tipos de vehículos

Fuente: Asociación de Desarrollo del Cobre, Deutsche Bank AG. Datos del 9 de noviembre de 2021.



En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que ninguna previsión u objetivo vayan a alcanzarse. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en un momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Documento redactado en diciembre de 2021.

La volatilidad de los precios de las materias primas podría disminuir en 2022, pero no será una situación estable y las presiones alcistas continuarán. La «paradoja verde» también podría impulsar la demanda de energía y de algunas materias primas industriales.

Como siempre, los metales preciosos deben contemplarse aparte. El oro pasa históricamente apuros en periodos de subidas de los tipos y ha tenido un año 2021 más bien desigual. (Es de destacar que el alza de la inflación no se reflejó en una subida de la cotización del oro; tal vez el metal amarillo ya no sea el refugio seguro evidente de algunos inversores). A pesar de la inflación aún elevada, es improbable que el oro tenga un buen comportamiento en 2022: prevemos un precio de 1.750 USD/onza a finales de diciembre de 2022.

Figura 14: Previsiones de materias primas para finales de diciembre de 2022

Fuente: Deutsche Bank AG. Previsiones del 18 de noviembre de 2021.

Oro (USD/oz)		1.750
Petróleo (WTI precio a plazo en 12m, USD/b)		70

## Tema 8. Materias primas: crecimiento verde

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- La «paradoja verde» podría aumentar la demanda de materias primas
- La oferta de petróleo seguirá limitada, pero no es probable que los precios suban mucho
- El oro sigue sin responder a los continuos temores sobre la inflación

# 09



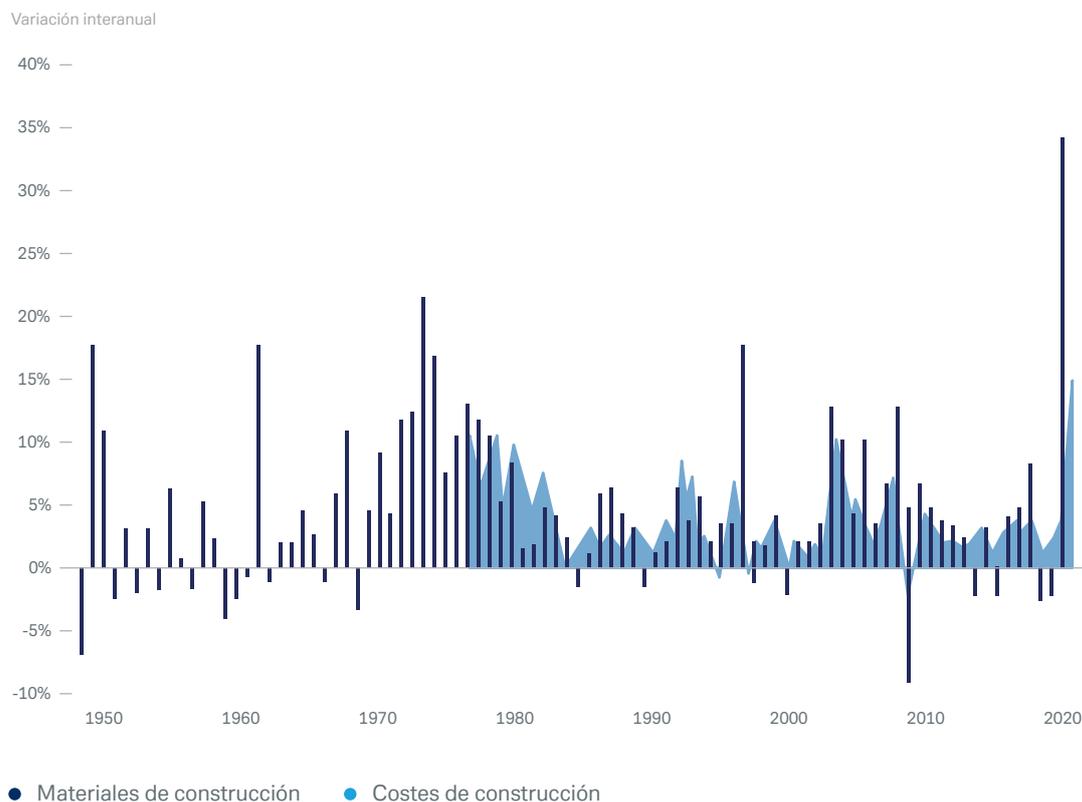
## Inversiones inmobiliarias: se sigue construyendo

2021 ha sido un año de expansión para el sector inmobiliario en muchos mercados. Muchos de los motores de la demanda siguen en pie, y los bajos costes de financiación se mantendrán. Las «tasas de capitalización» (esencialmente, la relación entre la renta generada por un inmueble y el valor de éste) son bajas, pero los tipos de interés lo son aún más. No obstante, hay grandes variaciones entre las distintas áreas geográficas y segmentos del sector inmobiliario, y unos riesgos considerables.

En EEUU, las áreas de logística y residencial han registrado últimamente su mejor comportamiento. Como no es de extrañar, la de oficinas se ha recuperado más lentamente que en los repuntes económicos anteriores, pero no hay muchos indicios de que esté en dificultades. El área de logística ha tenido una buena rentabilidad, pero la de comercio minorista sigue teniendo problemas. El sector inmobiliario cotizado registró un fuerte crecimiento en EEUU en los tres primeros trimestres de 2021, y un crecimiento mucho más moderado en Europa, excluido el Reino Unido.

Figura 15: Incremento de los costes de la construcción

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



En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que ninguna previsión u objetivo vayan a alcanzarse. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en un momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Documento redactado en diciembre de 2021.

La demografía y el auge del sector tecnológico son un factor detrás de la demanda. Sin embargo, la oferta también es un problema. La inflación de costes de los materiales de construcción (con un alza interanual de en torno al 30% en EEUU) y otros costes (como la mano de obra) podría estar frenando la oferta (y, por lo tanto, respaldando los precios, si el resto se mantiene igual).

## Tema 9. Inversiones inmobiliarias: se sigue construyendo

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- Las inversiones inmobiliarias pueden seguir obteniendo ganancias
- La diferenciación entre sectores es extremadamente importante
- Los costes de los materiales y la mano de obra afectan la oferta en algunos mercados



# 10



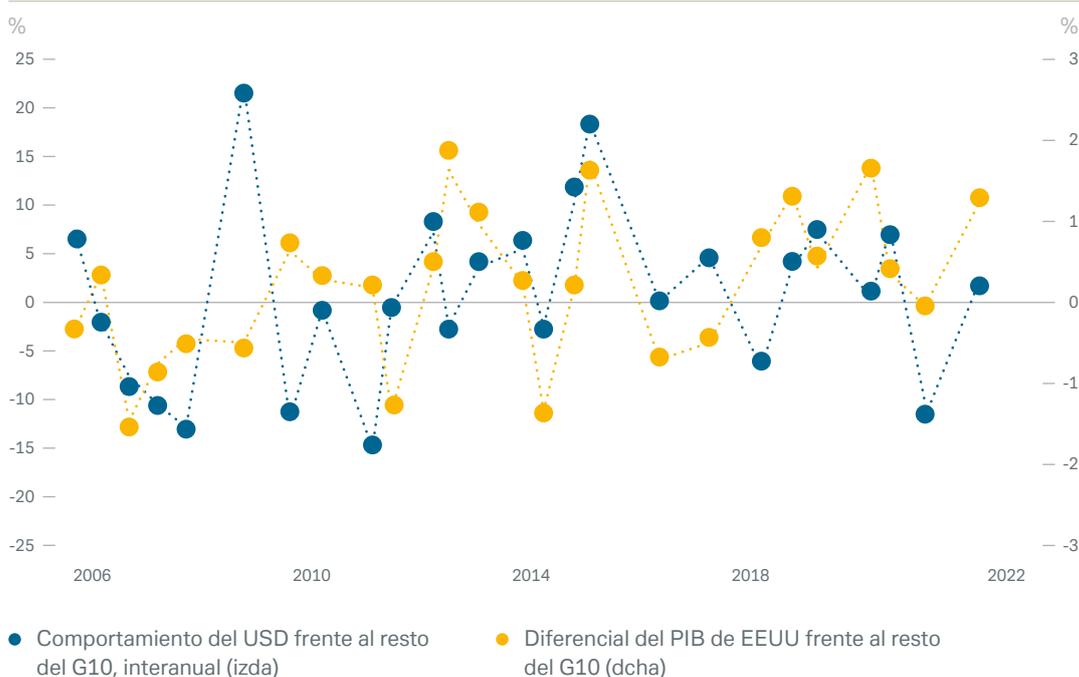
## Divisas: los aspectos macro son importantes

En 2021, los principales pares de divisas pasaron de moverse en función de los cambios en la disposición/aversión al riesgo a reaccionar en función de las variables fundamentales. Más adelante en el año, los temores sobre la inflación en EEUU –y sus posibles consecuencias si llevan a la Fed a acelerar las subidas de tipos– hicieron caer el tipo EUR/USD e impulsaron al DXY (el índice general del valor del dólar) hasta nuevos máximos.

¿Qué sucederá en 2022? **Los tipos de interés relativos** no son el único factor y otras variables fundamentales podrían ir en contra del USD. El diferencial de crecimiento entre EEUU y Europa (y el resto del G10) podría disminuir un poco en 2022 (aunque permanecerá elevado), lo que implicaría menos movimientos de capitales hacia EEUU. El **fuerte crecimiento mundial** podría generar también flujos hacia las economías que muestran más potencial de recuperación (es decir, que tienen la mayor «beta de crecimiento»). Si estas economías consiguen cerrar más pronto las brechas de producción, los diferenciales de tipos de interés se reducirán. Muchos **parámetros de valoración** (como el NEER, el REER, la PPA de la OCDE y la PPA ajustada por el PIB/cápita) indican asimismo que el USD está sobrevalorado, y las grandes posiciones largas de los inversores en la divisa podrían reducirse.

Figura 16: comportamiento del USD y diferenciales de crecimiento EEUU/G10 exc. EEUU.

Fuente: DWS, Deutsche Bank AG. Datos del 29 de octubre de 2021.



Todo esto tardará un tiempo en notarse, y creemos que la fortaleza del USD podría mantenerse en la primera mitad de 2022. Sin embargo, más adelante en el año, creemos que el EUR se apreciará y que el tipo EUR/USD subirá a 1,20 para finales de diciembre de 2022.

Nuestras previsiones de los pares de divisas se resumen en la figura 17. En general, pese a una ligera apreciación del EUR frente al USD, el JPY frente al USD se mantendrá seguramente estable en líneas generales, comparado con los niveles de finales de 2021. Es probable que los elevados precios de las materias primas respalden al AUD, al NZD, al CAD y a la NOK, aunque la mayor parte de su subida seguramente ya se ha registrado.

Figura 17: Previsiones sobre divisas para finales de diciembre de 2022

Fuente: Deutsche Bank AG. Previsiones del 18 de noviembre de 2021.

EUR frente a USD	1,20
USD frente a JPY	115
EUR frente a JPY	138
EUR frente a GBP	0,86
GBP frente a USD	1,40
USD frente a CNY	6,65

La mayoría de las monedas de los mercados emergentes podrían registrar una ligera depreciación en 2022, pero algunas sufrirán caídas más fuertes debido a acontecimientos específicos o errores en las políticas económicas. En 2021, muchas divisas emergentes se han visto respaldadas por los altos precios de las materias primas y las subidas de tipos de los bancos centrales (por ejemplo, RUB, MXN y BRL). Ahora que EEUU empieza a endurecer su política monetaria, estas divisas podrían empezar a perder algo de ventaja en los próximos 3-6 meses. Dicho esto, las nuevas subidas de tipos de algunos bancos centrales emergentes serán favorables y los efectos de la desaceleración económica china seguramente se verán compensados por un saldo corriente sólido, una inflación relativamente baja en China y una política estable del PBoC, que ayudarán a frenar una ligera caída del CNY. Y, por supuesto, la disponibilidad de «carry» seguirá respaldando las monedas de los mercados emergentes en general.

Los factores fundamentales serán importantes para las divisas en 2022, pero los diferenciales de tipos de interés no serán el único factor. Prevemos que algunas variables fundamentales empiecen a ir en contra del USD en 2022.

## Tema 10. Divisas: los aspectos macro son importantes

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- Algunas variables fundamentales empezarán a ir en contra del USD en 2022
- La caída del CNY seguramente será moderada, ayudada por la política del PBoC
- Las divisas emergentes siguen siendo atractivas como fuente de «carry», pese al endurecimiento monetario de la Fed

# Carteras e inversión

## Pensar estructuralmente

---

Las carteras deben construirse partiendo de la base de que, aunque algunos tipos de interés vayan a subir, no vamos a volver a la "normalidad".

Los bonos del Estado de los mercados desarrollados no son inmunes al riesgo, y la rentabilidad de la mayoría de bonos corporativos será baja.

Además, los cambios en las correlaciones entre las distintas clases de activos implican que no podemos confiar en que las carteras tradicionales (por ejemplo, con una proporción 60/40 de acciones/bonos) sirvan de protección en caso de que los mercados inviertan su tendencia.

A nivel más granular, quienes no adopten una estrategia ESG deberían ser conscientes de que la legislación medioambiental crea el denominado riesgo de "activos varados", es decir, sectores, empresas y operaciones cuyos activos pierden valor bruscamente debido a restricciones operativas o a la aparición de tecnologías más innovadoras y ecológicas.

- 01 Estrategias dentro de las distintas clases de activos.** Nuestra recomendación es reflexionar detenidamente sobre cómo invertir dentro de cada clase de activos. Dentro de la renta variable, por ejemplo, podría aplicarse una estrategia tipo barbell que sobrepondere tanto las acciones de crecimiento con un atractivo potencial de beneficios como las empresas cíclicas con un atractivo potencial de recuperación de beneficios y balances sólidos. También podría centrarse en las compañías con mayor poder de fijación de precios (es decir, con capacidad de modificar los precios de sus productos en función de las variaciones de la inflación).
- 02 Estrategias ESG** Piense en adoptar una estrategia ESG, que puede materializarse a su vez de formas diferentes. Este tipo de estrategias pueden conseguir una combinación riesgo/rendimiento más eficiente (y proteger frente a los activos varados), así como generar resultados beneficiosos.
- 03 Inversión alternativa** Para algunos inversores, sobre todo para los que invierten a más largo plazo, las inversiones alternativas (como el capital privado, el capital riesgo y el sector inmobiliario) pueden dar acceso a rendimientos más elevados, que probablemente estén también menos correlacionados con los movimientos de las clases de activos convencionales, pero sin olvidar la iliquidez y los riesgos de este tipo de inversiones.
- 04 Introduzca más controles de riesgo.** Las carteras multiactivo pueden seguir beneficiándose de coberturas de riesgo (risk overlays) adicionales y de otras estrategias (por ejemplo, la conocida como Risk Return Engineering).

Las estrategias de inversión coherentes y sólidamente fundamentadas seguirán dando buenos resultados. Uno de los componentes de esta estrategia puede ser la inversión en los temas clave a largo plazo que comentamos a continuación.

# Temas clave de inversión a largo plazo

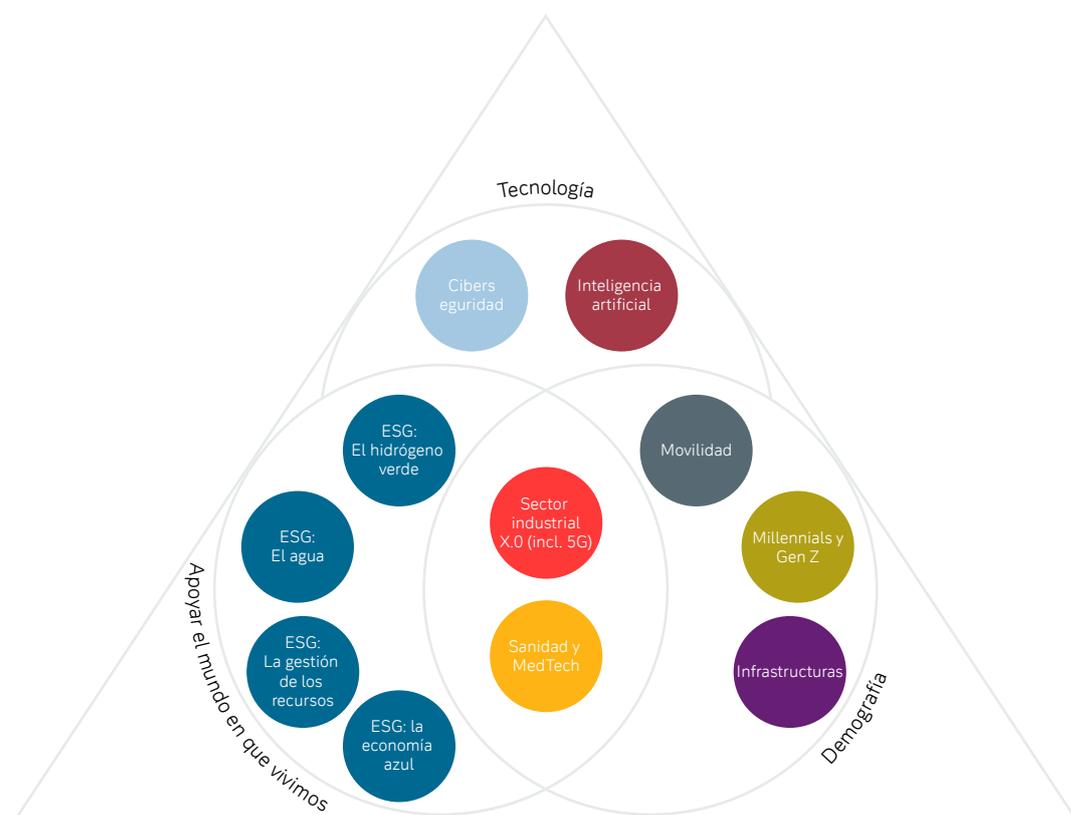
La gestión global de la cartera puede complementarse invirtiendo en temas de inversión clave, diseñados para ser relevantes a largo plazo e identificar oportunidades de inversión duraderas, mucho más allá del 2022.

Llevamos más de cinco años desarrollando temas clave de inversión propios. Nuestro diseño enmarca visualmente estos temas dentro de lo que llamamos el triángulo TEDS, delimitado por las tres dimensiones de la tecnología, la demografía y la sostenibilidad del mundo en que vivimos. La inversión en temas medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) se ha convertido en un elemento cada vez más esencial en el universo de la inversión. De hecho, uno de los diez temas de inversión que figuran a continuación es el ESG, en que destacamos cuatro interesantes subtemas a largo plazo.

La realidad es que las consideraciones ESG están lógicamente presentes en todos los temas recogidos a continuación, incluidos aquellos con un claro contenido tecnológico o demográfico. La COP26, celebrada en Glasgow en noviembre, puso de manifiesto cómo la temática ESG está definiendo hoy la realidad económica, en términos de cómo vivimos y de cómo las empresas y gobiernos responderán a los desafíos medioambientales. Aunque la atención pueda centrarse en un primer momento en el aspecto medioambiental, ello generará cambios importantes en los componentes social y de gobernanza corporativa. Las presiones sobre el componente medioambiental irán acompañadas de presiones sobre los componentes social y de gobernanza corporativa a medida que las economías y los sectores se vayan reestructurando para abordar las múltiples dimensiones del cambio.

Figura 18: El cambiante triángulo TEDS

Fuente: Deutsche Bank AG. Datos de diciembre de 2021.



En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que ninguna previsión u objetivo vayan a alcanzarse. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en un momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Documento redactado en diciembre de 2021.

## ESG

---

A la preocupación por la temperatura global se sumará la preocupación por la biodiversidad: La COP26 es sólo una parte de un largo proceso. Es probable que se produzcan avances en materia de taxonomía y normas, que los inversores esperan y exigen cada vez más: la preocupación por el ecoblanqueo o greenwashing fomentará la transparencia de las inversiones y el control de los resultados. Es posible que la atención se desplace hacia métodos o estrategias de contribución positiva y evaluaciones de impacto integrales. Existe una mayor concienciación sobre el impacto que la transición ecológica está teniendo sobre la subida de los niveles de inflación. Seguirán las innovaciones financieras, con una emisión mundial de bonos verdes de 400-500.000 millones de dólares en 2021, casi el doble del nivel de 2020.

### Subtemas ESG

---



#### ESG - La economía azul

La continua degradación de los océanos por el cambio climático y la contaminación hace que sea cada vez más necesario avanzar hacia una mayor sostenibilidad, especialmente en los sectores oceánicos. En este sentido, cabe destacar el lanzamiento de la Iniciativa de Financiación Azul Sostenible de las Naciones Unidas y de la Estrategia Oceánica Sostenible del BEI. Las iniciativas de inversión de la "Economía Azul" abarcan fondos y bonos para la conservación marina, aunque se seguirán reclamando mejores criterios de inversión, taxonomías y redes de partes interesadas. Las asociaciones público-privadas podrían ser un instrumento importante para abordar proyectos cuyo rendimiento sea incierto.



#### ESG - El hidrógeno

Las preocupaciones y objetivos medioambientales siguen centrándose en el desarrollo de fuentes de hidrógeno. El hidrógeno "verde" sigue siendo una forma potencial de descarbonizar aquellas partes de la economía a las que no se puede llegar sólo con la electrificación (por ejemplo, la producción de productos químicos y acero), aunque sigue siendo una esperanza a largo plazo. A pesar de que los costes de los electrolizadores y de las fuentes de energía renovables utilizadas para producir hidrógeno se están reduciendo, tendrán que pasar probablemente varios años para que llegue a ser económicamente viable. Los avances a corto plazo seguirán siendo probablemente inciertos, a pesar de los compromisos estratégicos definidos a escala nacional.



#### ESG - La gestión de los recursos

La pandemia ha provocado un aumento global en la generación de residuos, y no sólo a causa del desecho de equipos médicos. El uso de envases también ha aumentado, a la vez que las plantas de reciclaje de las economías emergentes detenían su funcionamiento. El cambio climático y el problema de la generación global de residuos están entrelazados de tal forma que aumentará la concienciación de gobiernos, compañías y ciudadanos. La labor de los gobiernos debe centrarse en el impacto real y no en soluciones mediáticas rápidas. Las políticas públicas del mundo desarrollado deberían revisarse por completo (como la estrategia de la UE sobre la gestión de residuos) y serán necesarias importantes inversiones en tecnología, con las implicaciones que ello comporta para los inversores.



## ESG - El agua

El crecimiento constante de la población, la urbanización y la subida del nivel de vida en los mercados emergentes aumentarán la demanda y las oportunidades en todo el sector del agua (reciclaje, desalinización, industria, agricultura, etc.), a menudo a través de asociaciones público-privadas. La asignación de 55.000 millones de dólares a inversiones hidrológicas en los planes de infraestructura de Estados Unidos y los planes de agua de los miembros de la UE serán subvencionados a través del paquete Next Generation de la UE. La perspectiva de una subida de los tipos de interés podría pesar sobre los sectores defensivos (por ejemplo, los servicios públicos) y las presiones fiscales podrían ralentizar el desembolso de fondos públicos destinados a infraestructuras hídricas.



## Inteligencia artificial (IA)

La IA será probablemente cada vez más importante. La IA ha demostrado su adaptabilidad a las cambiantes necesidades de la sociedad, y es además un facilitador de otras tecnologías, como por ejemplo en el ámbito de los negocios digitales. La preocupación en este caso no se centra en el "fracaso" sino en las implicaciones que tendría el "éxito" de la IA (la preocupación por las consecuencias laborales o la vigilancia masiva). La IA ofrecerá a los mercados emergentes la posibilidad de superar a los desarrollados en ciertos ámbitos. El desarrollo de esta inteligencia se verá posiblemente dificultado en un futuro inmediato por la escasez actual de semiconductores y chips, si bien se espera que siga acelerándose en el sector sanitario. La financiación de la IA seguirá destinándose principalmente al aprendizaje automático (Machine Learning).



## Ciberseguridad

Mejorar la ciberseguridad sigue siendo necesario para proteger infraestructuras críticas, sistemas de movilidad conectados cada vez más sofisticados y sistemas sanitarios más digitalizados. Es probable que algunos sectores, como el pujante sector del comercio electrónico minorista, necesiten más seguridad, y existe un creciente interés en utilizar la inteligencia artificial para mejorar los sistemas de seguridad. Así, trabajar desde casa puede comportar riesgos mayores. De hecho, las encuestas reflejan que las filtraciones de datos han alcanzado niveles más altos, y que el sector sanitario se ha visto muy afectado.



## Sanidad y Tecnología Médica

El envejecimiento de la población y la creciente incidencia de las enfermedades infecciosas y crónicas, así como la pandemia, mantienen la presión sobre los sistemas sanitarios y de prevención de enfermedades. La utilización de dispositivos médicos para el diagnóstico y el tratamiento a domicilio es cada vez más frecuente, y se espera que continúe creciendo. La digitalización, la robótica y las tecnologías a distancia han ampliado las opciones de prestación de asistencia sanitaria. Sin embargo, las interrupciones del suministro provocadas por la COVID-19 podrían seguir provocando trastornos a corto plazo.



## Industria X.0 (incluyendo el 5G)

Los nuevos avances en torno a la inteligencia artificial (IA), la impresión 3D y la robótica nos acercan a la Industria X.0. El despliegue de la tecnología 5G seguirá mejorando la conectividad de los dispositivos, lo que incrementará las perspectivas de flexibilizar la fabricación en varios lugares y generar nuevas aplicaciones. Si bien se espera que las presiones sobre la cadena de suministro (especialmente en el caso de los semiconductores) disminuyan notablemente en el segundo semestre de 2022, la reestructuración industrial seguirá sufriendo otras presiones, ya que las empresas utilizan la digitalización y la automatización para satisfacer la fuerte demanda derivada de la recuperación.



## Infraestructuras

El reconocimiento de las infraestructuras como hilo conductor de múltiples cuestiones es cada vez mayor, de lo que se desprende la necesidad de actualizar las infraestructuras tradicionales y de modernizar los sistemas actuales (a través de centros de datos, redes de fibra, torres de telecomunicaciones o redes inteligentes). Gran parte del gasto dedicado a la recuperación de la pandemia se ha destinado a las infraestructuras físicas, digitales y ecológicas, con la esperanza de que puedan contribuir a hacer frente al cambio climático y a otros problemas. Es probable que las asociaciones público-privadas se centren en proyectos de mayor envergadura en la UE y en Estados Unidos.



## Los Millennials y la Generación Z

Los Millennials y la Generación Z siguen siendo importantes en términos de población y poder político, por lo que las estrategias centradas en sus patrones de consumo (tecnología o entretenimiento) deberían beneficiarse a largo plazo. No obstante, muchos valores relacionados con dichos Millennials siguen siendo vulnerables a la previsión de subidas de los tipos de interés. Los valores tecnológicos de gran capitalización podrían estar expuestos asimismo a una mayor regulación debido a los temores sobre la posición del mercado. Así pues, las tensiones fiscales podrían incrementar los impuestos y otros pagos a cargo de los Millennials, limitando en consecuencia su capacidad de gasto.



## Movilidad inteligente

Crece el interés por la movilidad inteligente y los aspectos tecnológicos del 5G, la IA y la ciberseguridad. La preocupación por el clima sigue impulsando la electrificación de los coches, aunque persisten los riesgos relativos al desarrollo y la regulación. La infraestructura de los sistemas de carga presenta oportunidades y riesgos. La subida de los precios del petróleo y la bajada de los precios de las baterías favorecen la adopción del coche eléctrico, si bien no debemos olvidar la subida de los precios de la electricidad. Es probable que se produzcan avances en materia de conectividad (5G), soluciones de conducción autónoma (IA) y movilidad compartida, aunque el sector no es inmune a las dificultades de la cadena de suministro global, como las que afectan a los circuitos integrados.

# Glosario

El **Banco de Inglaterra (BoE)** es el banco central del Reino Unido.

El **Banco de Japón (BoJ)** es el Banco Central de Japón.

**Beta** relaciona la volatilidad de un sector o un activo determinado respecto al mercado general. Un coeficiente beta inferior implica menos volatilidad.

Las **acciones A chinas** son acciones de empresas con sede en China continental, con un acceso limitado a la inversión extranjera.

La **COP26** es la 26a Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático, celebrada en Glasgow a finales del 2021.

La inversión **ESG** incorpora criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo.

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

El **Euro Stoxx 50** es el índice que refleja la evolución de las acciones blue-chip de la Eurozona; el **Euro Stoxx 600** es un índice que refleja el comportamiento de 600 compañías cotizadas en 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.

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

Un rating de **investment grade (IG)** por una agencia de calificación como por ejemplo Standard & Poor's indica que un bono tiene un riesgo relativamente bajo de impago.

La **Tasa de cambio nominal efectiva (NEER)** es la tasa promedio ponderada sin ajustar a la que la moneda de un país cambia una cesta de múltiples monedas extranjeras; el **tipo de cambio efectivo real (REER)** es el promedio ponderado de la moneda de un país frente a un índice o cesta de otras monedas importantes.

El **NextGenerationEU (NGEU)** es un plan de recuperación impulsado por la UE, basado en fondos y financiación, que se prolongará desde el 2021 y hasta el 2023.

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

El **Banco Popular de China (PBoC)** es el banco central de la República Popular China.

La **Paridad del Poder Adquisitivo (PPA)** es un tipo de cambio teórico que sugiere que deberían poderse comprar dos cestas idénticas de bienes en dos países diferentes por el mismo precio.

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

Un proceso de **asignación estratégica de activos** consiste en establecer las asignaciones preferidas para las distintas clases de activos en un horizonte temporal de medio a largo plazo.

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

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

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

# Nota importante

## General

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

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

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

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

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

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

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

# Nota importante

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

## Estado de Kuwait

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

## Emiratos Árabes Unidos

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

## Estado de Catar

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

## Reino de Bélgica

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

## Reino de Arabia Saudita

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

## Reino Unido

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

## Nota importante

### Hong Kong

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

### Singapur

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

### Estados Unidos

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

### Alemania

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

# Nota importante

## India

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

## Italia

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

## Luxemburgo

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

## España

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

## Austria

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

## Países Bajos

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

