

Deutsche Bank  
Chief Investment Office



Perspectivas 2021

# CIO Insights



Movimientos tectónicos  
Más allá de la COVID-19



# Índice

Carta a los inversores	p.2
<b>Efecto 1: Nuestra vida diaria: no volveremos a nuestro status quo anterior</b>	<b>p.4</b>
El creciente papel del Estado	
La acentuación de las desigualdades	
Las infraestructuras, a reflexión	
<b>Efecto 2: La reinención empresarial: llegarán más cambios</b>	<b>p.7</b>
Las ayudas públicas tienen sus riesgos	
ESG: suma y sigue	
La tecnología sigue desempeñando un papel importante	
La recuperación de las ganancias es clave	
<b>Efecto 3: La política económica vista en 4D</b>	<b>p.12</b>
¿Se va a prolongar la magia de la política monetaria?	
La inflación y otras posibles amenazas para la política monetaria	
La política fiscal, bajo presión	
La escalada de la deuda	
<b>Efecto 4: El nuevo orden mundial: ganadores y perdedores</b>	<b>p.17</b>
Asia avanza	
¿Divergencias en el mundo desarrollado?	
El multilateralismo se vuelve regional	
Las divisas se reinventan	
Cuadro: Asignación estratégica de activos	
<b>Efecto 5: Temas de inversión clave: profundizando en ESG</b>	<b>p.22</b>
El triángulo TEDS	
Cuadro: La economía azul	
<b>Anexo 1 Resumen de nuestras perspectivas por clases de activos para 2021</b>	<b>p.25</b>
<b>Anexo 2 Previsiones económicas y de mercado</b>	<b>p.27</b>

## Carta a los inversores



Christian Nolting  
Global CIO

# Movimientos tectónicos

Nuestra principal esperanza de cara al 2021 es que podamos dejar atrás la pandemia del coronavirus. La distribución de las vacunas podría convertir esta esperanza en una realidad. Sin embargo, el debate respecto a la respuesta política a esta pandemia y a sus consecuencias sociales y económicas se prolongará posiblemente durante algunos años. Comprender el porqué de las grandes crisis lleva su tiempo. Sin ir más lejos, hoy, nueve décadas después, los economistas académicos siguen debatiendo la gestión y consecuencias de la Gran Depresión.

Dicho esto, a medida que avanzamos hacia el 2021, no podemos esperar a contar con un análisis completo, sino que necesitamos un primer marco que nos permita empezar a considerar cuáles serán las consecuencias del coronavirus desde un punto de vista económico, social y de inversiones.

Para ello, hemos partido de cuatro diferentes perspectivas sobre lo que ha supuesto esta crisis. Así pues, abordaremos este tema desde la perspectiva de [las personas](#), [las empresas](#), [la política económica](#) y el nuevo [orden mundial](#).

Las consecuencias políticas, económicas y de inversión de la pandemia parecen muy distintas cuando se analizan desde cada una de estas cuatro perspectivas.

Nuestra prioridad inmediata no es únicamente identificar las consecuencias, sino valorar su grado de reversibilidad de cara al 2021. (Por ejemplo, ¿volverán los trabajadores cualificados a sus oficinas?)

Sin embargo, si bien es importante tener una visión a corto plazo de la recuperación, debemos hacer asimismo una lectura de la pandemia y sus consecuencias a más largo plazo, teniendo en mente un horizonte más amplio. Además de generar nuevos problemas, la pandemia también ha acelerado o exacerbado muchas tendencias económicas y de inversión preexistentes. Y en estas tendencias se reafirman las «4Ds» siguientes: [divergencia de ingresos](#), o lo que es lo mismo progreso económico de unas economías frente a otras; [la digitalización](#) y sus efectos en la forma de actuar y funcionar de las personas, empresas y gobiernos; [la demografía](#), dado que los cambios preexistentes a largo plazo en la distribución de la población están cambiando las prioridades económicas y políticas; [la deuda](#) - tanto pública (a medida que aumenta el déficit fiscal gubernamental) como privada.

---

Tenemos que ver la pandemia y sus implicaciones con un horizonte de largo plazo. Las 4 “Ds” – divergencia, digitalización, demografía y deuda – serán temas de importancia continua.

---

Considerar el coronavirus en un contexto a largo plazo tiene dos implicaciones importantes en materia de inversión.

- 01 Si se considera no solo desde el punto de vista de una recuperación a corto plazo, sino también como una respuesta a los cambios estructurales que se están produciendo en las relaciones económicas y de inversión (los «movimientos tectónicos» de nuestra portada), entonces la respuesta de inversión debe ser no sólo táctica sino también estratégica nuestra opinión, el mejor camino a seguir es [un proceso de asignación estratégica de activos \(SAA\)](#) que pueda tanto comprender las cambiantes relaciones entre las clases de activos como reducir la incertidumbre respecto a su desarrollo futuro.
- 02 Tanto en el caso de la inversión SAA como en inversiones satélite en las carteras, pensamos que debemos invertir en [temas clave](#) que desempeñarán un papel cada vez más importante en el desarrollo global. Según hemos comentado, hemos desarrollado [temas clave](#) desde el 2017 y actualmente contamos con diez temas que se enmarcan dentro de un triángulo acotado por la tecnología, la demografía y la sostenibilidad (TED, por sus siglas en inglés). Por las razones comentadas, la sostenibilidad del mundo en el que vivimos - a menudo bajo la forma de una inversión ESG - será un tema cada más recurrente en los años venideros. Por nuestra parte, este año hemos ahondado en el tema de la sostenibilidad lanzando un nuevo tema a largo plazo sobre la economía azul. Otros [temas clave](#) de particular relevancia en 2021 podrían ser ciberseguridad, 5G, salud, millennials y gestión de los recursos.

Christian Nolting  
Global CIO

#### Perspectivas breves

### 2021 de un vistazo

- No veremos una vuelta a la vida “pre-COVID”: las “placas tectónicas” han cambiado.
- La pandemia ha tenido impactos sobre los individuos, los negocios y los gobiernos que serán difíciles de revertir.
- La pandemia ha acelerado también las tendencias de largo plazo pre-existentes.
- Divergencia, Digitalización, Demografía y Deuda – Las 4 Ds – serán temas de gran relevancia en 2021.
- Los cambios a largo plazo demandarán una solución de inversión estratégica, más que puramente táctica.
- La mejor forma de hacerlo es a través de una Asignación Estratégica de Activos que pueda incorporar las cambiantes relaciones entre los distintos activos.
- Invertir en temas claves dentro del triángulo TEDS (tecnología, demografía, sostenibilidad) también tendrá resultados rentables.



Utilice nuestro código QR para acceder a una selección de nuestros otros informes de Deutsche Bank Wealth Management CIO Office.

## Efecto 1

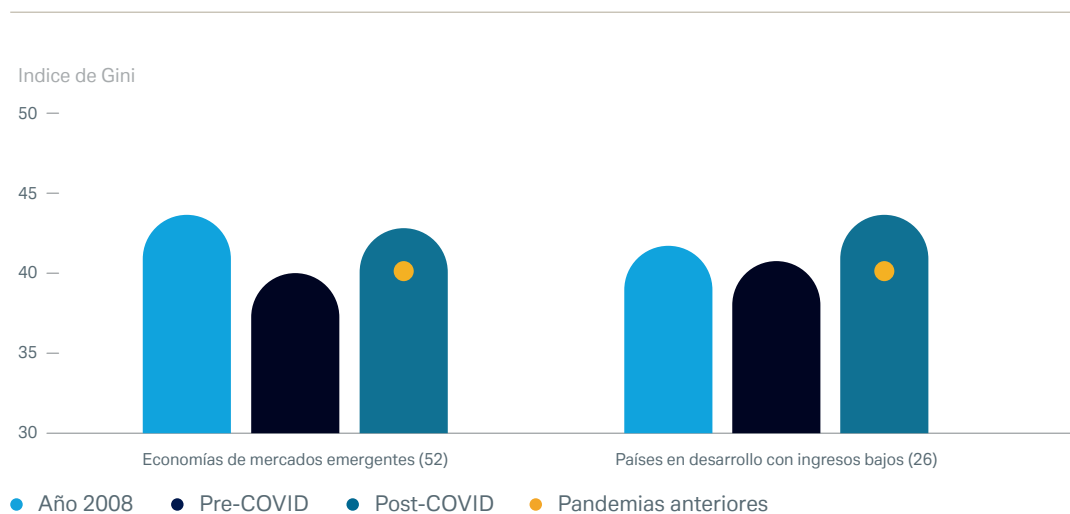
# Nuestra vida diaria– no volveremos a nuestro status quo anterior

Las consecuencias del coronavirus sobre las personas varían enormemente en función de la ubicación geográfica y del grupo de ingresos al que se pertenece.

Muchos trabajadores profesionales, administrativos y de gestión en todo el mundo han recurrido a la tecnología digital para trabajar remotamente, a la vez que aquellos trabajadores de sectores asistenciales o más manuales (o aquellos que simplemente carecen de acceso digital) se han visto obligados a seguir acudiendo a sus puestos de trabajo asumiendo los riesgos de infección e inseguridad laboral. En los mercados emergentes las restricciones han sido más cortas, pero los problemas de desigualdad también han de ser destacados. La Figura 1 muestra los cambios en el índice de Gini, una medida de desigualdad, tanto para los mercados emergentes en su conjunto como para las economías de rentas más bajas.

Figura 1: la pandemia puede haber frenado el reciente progreso para reducir la desigualdad entre mercados emergentes y economías en desarrollo

Fuente: IMF, Deutsche Bank AG. Datos de octubre de 2020. Coeficiente Gini, en %, es una media simple entre grupos de países. Las pandemias anteriores incluyen SARS (2003), H1N1 (2009), MERS (2012), ébola (2014) y Zika (2016).



Durante los próximos años, los diferentes grupos de población tendrán también experiencias diferentes. Muchos temas clave seguirán vigentes en la vida de la gente mucho después de que hayamos dejado atrás esta pandemia. Nos centraremos en tres efectos de esta crisis.

## Resultado 1: El creciente papel del Estado

Son varios los factores que explican la creciente presencia que va a tener el Estado en la vida de las personas.

La crisis económica ha provocado que el Estado haya tenido que asumir un mayor protagonismo para **gestionar el desempleo o mantener los salarios**, y es probable que esta situación se prolongue en muchos casos como mínimo hasta mediados de 2021.

Sin embargo, es poco probable que esta mayor intervención sea capaz de compensar cambios estructurales en el empleo o en los niveles salariales relativos. Se seguirá debatiendo en la escena política entre los que defienden las virtudes de la responsabilidad individual y los que argumentan la necesidad de redes de seguridad social.

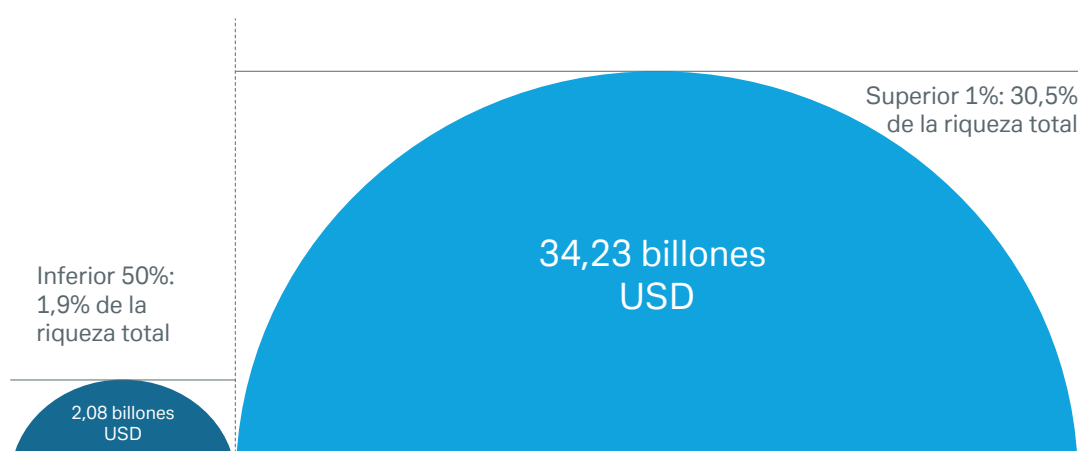
La pandemia ha evidenciado la importancia del Estado en la asistencia sanitaria (aunque se trate de una asistencia privada). La preocupación respecto al control de enfermedades y la salud de la población no va a desaparecer: la **asistencia sanitaria** es uno de nuestros temas clave que tratamos en la página 23. Otro de nuestros temas a largo plazo que sin duda trascenderá más allá del 2021, es el papel de la tecnología en la facilitación de ayudas estatales, como por ejemplo a través de los pagos a ciudadanos mediante monedas digitales del banco central, que tratamos en la página 13.

## Resultado 2: La acentuación de las desigualdades

Una de las consecuencias de la crisis del coronavirus será la apertura de un debate particularmente intenso sobre un tema de fondo. La crisis ha potenciado el papel del Estado, pero también ha puesto de manifiesto sus carencias, materializadas en forma de un aumento a largo plazo de la desigualdad, ya que las cifras teóricas sobre la desigualdad de la riqueza y los ingresos (la figura 2 muestra la desigualdad en la riqueza de los hogares de los Estados Unidos) se han traducido durante la pandemia en un aumento brutal de las diferencias sociales en términos de acceso a la sanidad pública, tasas de infección y consecuencias de la enfermedad. Así pues, es posible que veamos una reactivación del debate en torno a cuestiones sociales tales como la renta básica universal, a pesar de que en circunstancias normales las fuertes presiones presupuestarias desaconsejarían a los gobiernos ser demasiado generosos. Es probable que asistamos a subidas de impuestos para las personas más ricas, en parte para ayudar a financiar el significativo aumento de los déficits presupuestarios públicos producido como consecuencia de la pandemia, pero también para hacer frente a esta creciente inquietud por la desigualdad. De nuevo, y como ha sucedido con otros temas relacionados con el coronavirus, se trata de una tendencia ya existente que la pandemia ha puesto aún más de manifiesto. Es probable que estas inquietudes se intensifiquen aún más si la pandemia acaba teniendo como consecuencia un aumento sostenido del desempleo para determinados grupos de renta, o si los gobiernos se ven obligados finalmente a recortar las redes de protección social debido a las limitaciones presupuestarias.

Figura 2: Riqueza de los hogares de EE.UU. por percentil, 2T 2020

Fuente: Reserva Federal de EE.UU., Deutsche Bank AG. Últimos datos disponibles basados en el censo del 1 de diciembre de 2020. La riqueza total de EE.UU. en T2 2020 es de 112,05 billones de USD.



### Resultado 3: Las infraestructuras, a reflexión

---

El comportamiento de la gente se ha modificado con la crisis. Se ha hablado mucho del progreso hacia la compra online. De hecho, el «adiós a las compras bulliciosas» es una tendencia a largo plazo que se ha visto acelerada por la crisis. Dicho esto, los cambios en nuestro estilo de vida tendrán implicaciones mucho más profundas.

Debe debatirse en mucha más profundidad qué tipo de infraestructuras (otro de nuestros temas de inversión principales, página 23) necesitamos para satisfacer estas cambiantes exigencias. Discutimos las tendencias futuras del mercado inmobiliario más abajo, pero hay otros aspectos que deben considerarse también. Así, por ejemplo, no hay más que ver cómo ha cambiado la forma en que la gente se desplaza en las zonas urbanas, con el foco puesto sobre la movilidad inteligente (tratada en la página 23).

La tendencia en el sector inmobiliario ya demuestra la complejidad del impacto del coronavirus. Los problemas en el sector inmobiliario minorista están bien documentados. Las presiones pre-existentes desde el punto de vista del negocio de e-commerce se han visto amplificadas con el coronavirus y es difícil saber cómo esta tendencia puede darse completamente la vuelta. Para el sector de oficinas, muchas transacciones probablemente se mantendrán paradas por un tiempo: las empresas pueden cambiar la forma en que utilizan el espacio de oficina y la forma en que compran el mismo. Además de la menor demanda total de espacio de oficina en algunos mercados (por ej. aquellos con una alta exposición al sector financiero), podríamos ver un acortamiento de los plazos de leasing y otras innovaciones financieras. El inmueble industrial ha visto algún crecimiento en algunas áreas (centros de almacenaje del negocio e-commerce y sanidad). Para el sector inmobiliario residencial, las perspectivas son mixtas – la capacidad de acceso dependerá de la evolución de la economía y de los niveles de empleo, pero los motores a largo plazo se mantienen (por ej. cambios estructurales en la propiedad de vivienda y el crecimiento de las familias).

Efecto1 Nuestras vidas diarias – no volveremos a nuestro status quo anterior

#### Consecuencias:

- Creciente presencia del Estado.
- Las desigualdades en el punto de mira.
- Las nuevas tendencias empresariales, de comportamiento y de estilo de vida provocarán cambios en las infraestructuras y en el consumo (millennials).





## Efecto 2

# La reinención empresarial: llegarán más cambios

La gente empezará el 2021 con la esperanza de poder volver a su vida anterior, y las empresas esperando que la desescalada de las restricciones del coronavirus lleve a una rápida recuperación de la demanda global. Sin embargo, igual que la gente, las empresas no podrán volver al mundo anterior al coronavirus y deberán iniciar o continuar su proceso de reinención empresarial.

### Resultado 1: Las ayudas públicas tienen sus riesgos

---

Las situaciones extremas necesitan medidas extremas, y la concesión de ayudas públicas a empresas del sector privado durante la pandemia no ha sido cuestionada prácticamente por nadie.

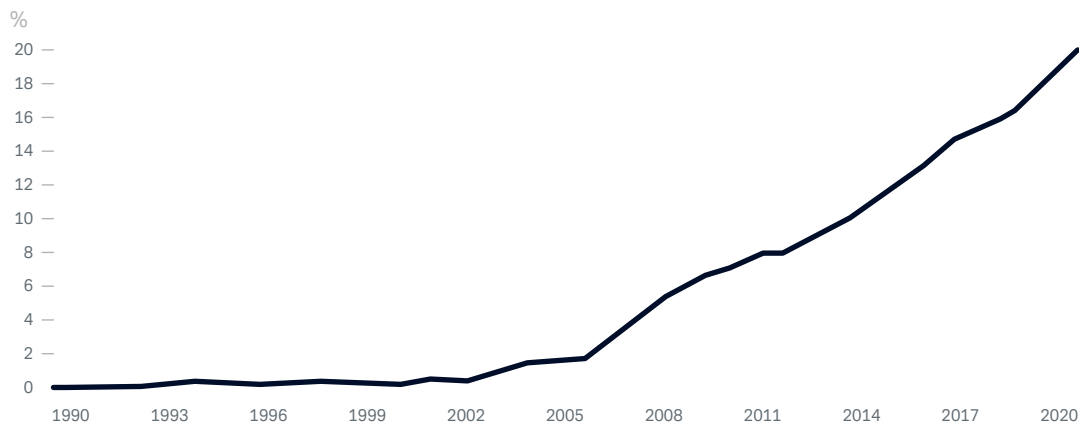
Este apoyo ha sido implícito (por ejemplo, abaratando el coste de los préstamos, apoyando el mercado laboral), e incluso explícito (por ejemplo, adquiriendo participaciones de capital en empresas). Sin embargo, las ayudas públicas, con independencia de cómo se articulen, presentan riesgos.

Uno de ellos es que, en esta época de rápidas transformaciones, las ayudas públicas limitan la capacidad de la economía de reinventarse a sí misma y, en última instancia, de prosperar. Hay que permitir que las empresas prosperen o decaigan mientras, como dijo el economista inglés del siglo XIX Alfred Marshall, el "bosque económico" se regenera. El economista austriaco Joseph Schumpeter dio a la frase un giro más contundente al hablar de la "destrucción creativa".

Las ayudas estatales pueden ser un obstáculo para este proceso de renovación, aunque las ayudas temporales sean siempre bienvenidas si el modelo de negocio de una empresa es claramente sostenible. Una vez más, se trata de un problema que se remonta a mucho más allá de la respuesta política al coronavirus, pero que se ha intensificado en los últimos tiempos. Desde el momento en el que la crisis financiera mundial (a partir de 2007) provocó la activación de una política monetaria radical, los tipos de interés extremadamente bajos han permitido a muchas empresas mantenerse a flote. Sin embargo, en muchos casos estos bajos tipos de interés pueden haberlas alentado simplemente a endeudarse para ocultar problemas operativos subyacentes (la figura 3 ilustra este aspecto en el caso de los Estados Unidos). Lo preocupante es que la economía sufrirá a causa de un número cada vez mayor de este tipo de empresas que han dejado de ser competitivas, ya que la participación del Estado en el capital de algunas empresas o la firma de acuerdos en materia de contratación laboral podría dificultar aún más la reestructuración económica. Los compromisos regulatorios suscritos a cambio de las ayudas públicas también podrían complicar las cosas. Invertir en empresas sin un modelo operativo viable "postCOVID" no parece una estrategia sensata a largo plazo pues supone una ineficiente asignación de capital desde un punto de vista económico.

### Figura 3: empresas estadounidenses consolidadas con costes de servicio de la deuda superiores a los ingresos

Fuente: Datastream, Deutsche Bank AG a 1 de diciembre de 2020. Se refiere a empresas que han tenido un ratio de cobertura de intereses inferior al 1% durante tres años consecutivos durante los últimos 10 años.



## Resultado 2: ESG – suma y sigue

Sin embargo, hay un área en la que la intervención de los reguladores podría tener efectos positivos. La pandemia ha puesto de relieve que muchos gobiernos mantienen su compromiso con los temas ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG), y que el interés de los inversores sigue creciendo. Esto ha servido para disipar los temores iniciales de que un entorno económico más abrupto provocaría el abandono de las políticas ambientales y sociales y de gobierno corporativo, en un momento en que las empresas tratan desesperadamente de reducir costes y sobrevivir. No solo esto no se ha producido, sino que a lo largo del año los activos gestionados con criterios ESG han registrado inversiones constantes y cuantiosas: Morningstar, por ejemplo, ha estimado recientemente que los activos sostenibles de los fondos constituyen el 9,3% del total de sus activos. Nuestra previsión es que el porcentaje de inversiones con criterios ESG seguirá creciendo en todo el mundo.

El crecimiento constante del interés en las inversiones con criterios ESG puede atribuirse a cuatro factores.

**01** La creciente toma de conciencia de que la inestabilidad del entorno económico y vital podrían deberse en parte a errores en la gestión medioambiental que pueden y deben ser subsanados. El creciente interés en los riesgos derivados del cambio climático se ha ampliado hasta poner su atención en la disminución de la diversidad biológica y sus posibles efectos. Una forma interesante de traducir las preocupaciones sobre el clima extremo y otros fenómenos de esta índole es la que ofrece la figura 4, donde se muestra el aumento de las pérdidas comerciales provocadas por estos fenómenos en las últimas cuatro décadas.

**02** La dinámica demográfica hace que el interés de los inversores más jóvenes por las inversiones ESG se esté traduciendo en mayores niveles de inversión y en un mayor compromiso político. (Uno de nuestros temas clave son los millennials, ver página 23) La cobertura mediática de, por ejemplo, el movimiento contra el cambio climático es un claro ejemplo de compromiso político. No obstante, los jóvenes también se están involucrando económicamente, tanto en sus decisiones de inversión como de consumo.

- 03 El incremento del marco legislativo y de cumplimiento normativo en materia de ESG, no sólo en Europa sino también en todo el mundo. Con ello no nos estamos refiriendo simplemente a los amplios objetivos de desarrollo sostenible y demás metas establecidas por las Naciones Unidas y otros órganos regionales mundiales. Complementando lo anterior, actualmente existe una reglamentación más específica y granular que exige a las empresas no sólo que cambien sus modelos físicos de funcionamiento (por ejemplo, para reducir la contaminación), sino también sus modelos financieros y sus compromisos para cumplir los criterios de ESG.
- 04 Cada vez se hace más evidente que la inversión con criterios ESG puede multiplicar a largo plazo los beneficios de la inversión. Una mayor transparencia y consistencia en los datos de ESG y en las clasificaciones de inversión ayudarán a despejar las dudas que quedan al respecto.

Figura 4: Pérdidas por condiciones climáticas extremas

Fuentes: Munich RE, Deutsche Bank AG, datos del 1 de diciembre de 2020.



Respaldar esto será un componente social y medioambiental en gran parte del debate sobre la reconstrucción postpandemia - «reconstruir mejor», siguiendo la frase utilizada en Estados Unidos y el Reino Unido. La inversión ESG y algunos de sus componentes siguen siendo uno de nuestros temas clave de cara al 2021 (página 23).

### Resultado 3: La tecnología sigue desempeñando un papel importante

Las empresas han sufrido los cambios producidos en las necesidades de los consumidores durante el año 2020, y la pandemia ha tenido inicialmente claros ganadores durante la mayor parte del año (tecnología, atención sanitaria, servicios de entrega por Internet) y algunos perdedores. La tecnología ha desempeñado un papel fundamental para que los mercados de valores hayan podido mantenerse durante gran parte del 2020. La figura 5 compara el comportamiento de 10 grandes tecnológicas del S&P 500 (normalmente especializadas en tecnología) y el índice, excluyendo estas acciones.

### Figura 5: Cómo 10 grandes empresas lideraron la subida del mercado de EE.UU. en 2020

Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank AG, datos del 1 de diciembre de 2020. Capitalizaciones de mercado expresadas a 31 de diciembre de 2019 = 100



Las noticias sobre el desarrollo de las vacunas a finales de 2020 han provocado importantes movimientos relativos en los precios de la renta variable, ya que los mercados han ponderado las esperanzas de una reapertura y recuperación económica más rápida de lo previsto y estas preferencias pueden volver a cambiar a lo largo de 2021.

A medida que se han ido reevaluando las preferencias por sectores, una de las preguntas planteadas ha sido si la tecnología seguirá desempeñando un papel tan dominante en el comportamiento de los mercados de valores. Algunos argumentos en contra de la tecnología (en términos de inversión) descansan en la creencia de que el retorno a unas condiciones laborales más normales reducirá la demanda de servicios tecnológicos, pero esto parece poco probable: las condiciones laborales no se revertirán por completo, y la tecnología está simplemente demasiado implicada en lo que hacemos. Como señalamos en la página 23, muchos de nuestros temas de inversión clave se orientan a la tecnología e incluyen aspectos tecnológicos específicos como la inteligencia artificial y la ciberseguridad. A nivel de mercado, muchas acciones tecnológicas siguen teniendo la gran ventaja de ofrecer ganancias aparentemente resistentes y balances sólidos.

Las preferencias de los inversores a nivel sectorial empezaron a cambiar a finales de 2020 y volverán a cambiar de nuevo a lo largo de 2021. Pero todavía hay buenas razones para apostar por la tecnología a largo plazo.

### Resultado 4: La recuperación de las ganancias es clave

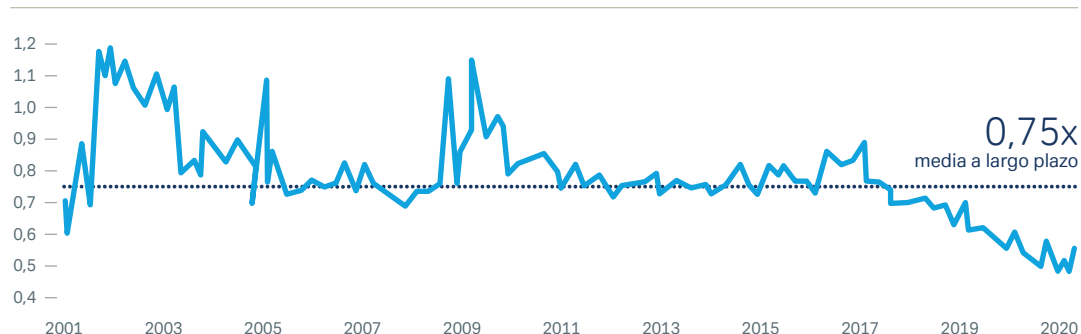
Lo más probable es que la volatilidad de los mercados continúe en 2021 en función de cómo vaya evolucionando el desarrollo de las vacunas (y el daño causado por el coronavirus a la economía). Los cambios en las preferencias de sectores y estilos de renta variable continuarán: las tendencias podrían ser fugaces y el optimismo del mercado podría convertirse en pesimismo.

(Así, por ejemplo, en el momento de escribir este artículo no conocemos la duración de la inmunidad a la infección que ofrecerán las diferentes vacunas: si la inmunidad es a corto plazo, o si la aplicación de la vacuna resultase más difícil de lo previsto, los mercados podrían volver al pesimismo).

En pocas palabras, sugeriríamos adoptar en este caso un estilo equilibrado: es improbable que las acciones de "crecimiento", con buenos resultados durante gran parte de 2020 y años anteriores, sean desplazadas completamente por acciones "cíclicas" o acciones de "valor" cuando la economía mundial se recupere. La figura 6 ilustra el descuento de precio/beneficios de las acciones de "valor" sobre las de "crecimiento" - téngase en cuenta que este descuento se ha ido ampliando durante los últimos cuatro años, no sólo durante la pandemia. Como se vio a finales de 2020, las esperanzas en torno a la reapertura de la economía pueden beneficiar a las acciones "cíclicas", pero para que las acciones "de valor" tengan un comportamiento claramente superior deberán ofrecer rentabilidades más altas, algo que, como consecuencia de la crisis, no parece muy probable en los próximos años, si bien no se puede descartar un incremento de la inflación.

Figura 6: La relación precio/beneficio (P/E) de las acciones de valor han seguido cayendo con respecto a las acciones de crecimiento

Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank AG, datos del 1 de diciembre de 2020.



Sin embargo, las esperanzas sobre una recuperación sectorial deberán estar respaldadas en última instancia por una recuperación de las ganancias. Para las economías desarrolladas, este proceso podría ser un camino bastante arduo: en el caso de Europa, es posible que las ganancias no vuelvan a los niveles de 2019 antes de 2023, pero en el ínterin, las pequeñas y medianas empresas europeas podrían ser una buena forma de beneficiarse de la reapertura de las economías. Para muchos mercados emergentes, sobre todo en Asia, un crecimiento económico más fuerte significa que el proceso de recuperación de los beneficios podría ser bastante más rápido, lo que beneficiaría tanto a las empresas como a sus inversores. Esto reforzará los argumentos a favor de las acciones de los mercados emergentes (y también de los bonos corporativos de los mercados emergentes). El crecimiento de las ganancias sigue siendo esencial para que las valoraciones recuperen niveles más normales, y en 2021 los avances en este sentido serán evidentes.

#### Efecto 2 La reinversión empresarial: llegarán más cambios

### Consecuencias:

- Las ayudas estatales limitan la capacidad de la economía para reinventarse.
- ESG: más interés y compromiso
- Las bolsas siguen centradas en la tecnología, pero las acciones cíclicas tienen su atractivo.

## Efecto 3

# La política económica: vista en «4D»

Así pues, desde el punto de vista tanto de la gente como de las empresas, no hay vuelta atrás al mundo precoronavirus. Los gobiernos son muy conscientes de ello y deben gestionar la mayoría de problemas a medio plazo teniendo en cuenta esta transición y una recuperación a largo plazo.

Según lo mencionado, pensamos que las 4D - divergencia, digitalización, demografía y deuda - estarán en el centro de muchos de los temas del mundo postCOVID. Estas 4D adquirirán incluso una mayor relevancia al considerar las tendencias en la « política económica», es decir, al ampliar las consideraciones económicas para tratar también temas sociales, políticos e institucionales.

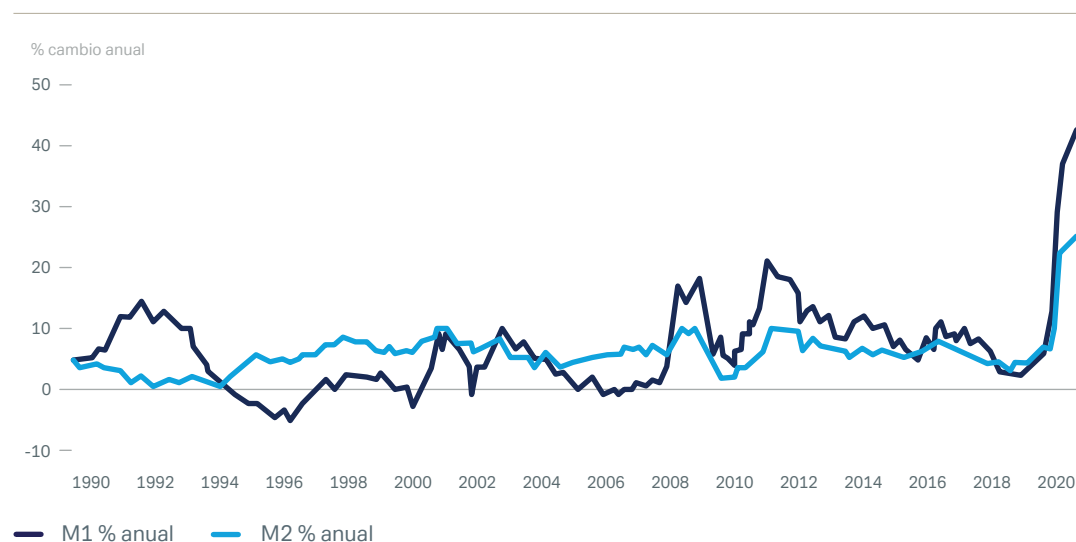
### Resultado 1: ¿La prolongación de la magia monetaria?

Nuestro informe de Perspectivas del año pasado llevaba por título: «¿El fin de la magia monetaria?». Nuestra respuesta a la pregunta fue "no", porque nosotros creíamos que pese a que su eficacia se estaba reduciendo, seguía siendo un instrumento esencial, sobre todo si se veía acompañada del apoyo de la política fiscal. Ante la situación extrema provocada por la pandemia del coronavirus en 2020, los responsables de la política monetaria recurrieron más que nunca a la magia de dicha política, no sólo manteniendo bajos los tipos y aumentando los balances de las autoridades monetarias, sino también interviniendo en los mercados financieros con otras medidas (por ejemplo, comprando bonos corporativos).

A pesar de que sigue preocupando que las políticas de flexibilización monetaria vayan perdiendo progresivamente eficacia con cada nuevo incremento, todavía no se ha encontrado una alternativa (a pesar del consenso general de que hay que seguir desarrollando medidas complementarias tales como políticas fiscales, reformas estructurales, etc.). Hace un año estaba claro que muchos de los factores que afectaban negativamente a los resultados económicos eran de carácter no monetario y, por lo tanto, su abordaje o corrección quedaba fuera del alcance de la política monetaria: la realidad sigue siendo la misma y hay que seguir tratando de encontrar soluciones alternativas. Como comentamos en el Resultado 3, la política fiscal se va a convertir en una importante herramienta en 2021.

### Figura 7: EE.UU. El crecimiento de la masa monetaria alcanza niveles record

Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank AG, datos del 1 de diciembre de 2020. M1 incluye efectivo y depósitos a corto plazo; M2 añade depósitos y cuentas de ahorro y otras formas de "cuasi dinero".



Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las previsiones no son una indicación fiable de la rentabilidad futura. Su capital puede estar en riesgo. Los lectores deben remitirse a las declaraciones y advertencias sobre riesgos al final de este documento. Redacción: diciembre de 2020.

## Resultado 2: La inflación y otras posibles amenazas para la política monetaria

---

Las amenazas más inmediatas para la política monetaria parecen controlables. El consenso político sigue siendo favorable a una política monetaria muy expansiva y la consecuencia será que las rentabilidades serán bajas durante aún más tiempo, lo que mantendrá la búsqueda de rentabilidad.

Sin embargo, no deberíamos relajarnos del todo en cuanto a la inflación, máxime cuando es una amenaza latente para la política monetaria. En estos momentos, la inflación no parece ser una amenaza importante a corto plazo si tenemos en cuenta que los inversores siguen siendo prudentes y cuentan con capacidades excedentarias en muchos mercados (debido, en parte, a que sigue existiendo miedo al desempleo). Nuestras previsiones así lo reflejan. Pero, aunque se ha prestado mucha atención al relato de la "japonización" (es decir, bajo crecimiento y baja inflación), no es así como deben desarrollarse necesariamente los acontecimientos. Siguen preocupando, por ejemplo, los elevados agregados monetarios y no puede descartarse que suban las rentabilidades. Los cambios en el modelo de funcionamiento de las empresas de servicios (dadas las dificultades existentes a la hora de generar ingresos en un entorno en el que se sigue manteniendo la distancia social) pueden aumentar también la presión alcista sobre los precios.

Asimismo, siguen existiendo otras amenazas a largo plazo para la política monetaria. La política monetaria es esencialmente un instrumento directo y poco sutil y no puede resolver fácilmente los problemas de las **divergencias** dentro de las economías o entre ellas (de hecho, una política monetaria expansiva puede agravar la desigualdad social al inflar el valor de ciertos activos). La política monetaria también se encontrará frente a problemas estructurales en las economías, causados quizá por la **demografía** (que puede tender a aumentar el ahorro, independientemente de las políticas expansivas) o por el rápido aumento de los niveles de **deuda** (véase el Resultado 4). El debate sobre estas cuestiones se irá intensificando cuanto más tiempo se mantengan las medidas no convencionales.

La "D" que queda -la **digitalización**- podría constituir tanto una amenaza como una oportunidad para la política monetaria. Las pruebas que se siguen realizando (por ejemplo, mediante los planes regionales actualmente en marcha en China) y el lanzamiento de las monedas digitales de los bancos centrales (CBDC) en todo el mundo ofrecen la perspectiva de una política monetaria y fiscal mucho más selectiva, por ejemplo, mediante transferencias limitadas en el tiempo y dirigidas al gasto. Esta selectividad, sobre todo si tiene un componente temporal, puede eventualmente ofrecer una escapatoria a la llamada "trampa de la liquidez", cuando los tipos de interés bajos o negativos reducen la eficacia de la política monetaria al eliminar el elemento que desincentiva el mantenimiento de liquidez. Sin embargo, el hecho de que se mantengan las dudas sobre cómo van a funcionar las CBDC también constituye necesariamente un riesgo para el conjunto de la política monetaria, y las consecuencias políticas de la selectividad de las medidas monetarias podrían terminar por erosionar la independencia de los bancos centrales, como algunos desearían.

---

Las amenazas inmediatas sobre la política monetaria parecen contenidas, pero no podemos estar totalmente relajados sobre la inflación. Divergencia de ingresos, Demografía, Deuda y Digitalización también son riesgos para la política monetaria, aunque las divisas digitales de los bancos centrales podrían crear también oportunidades significativas.

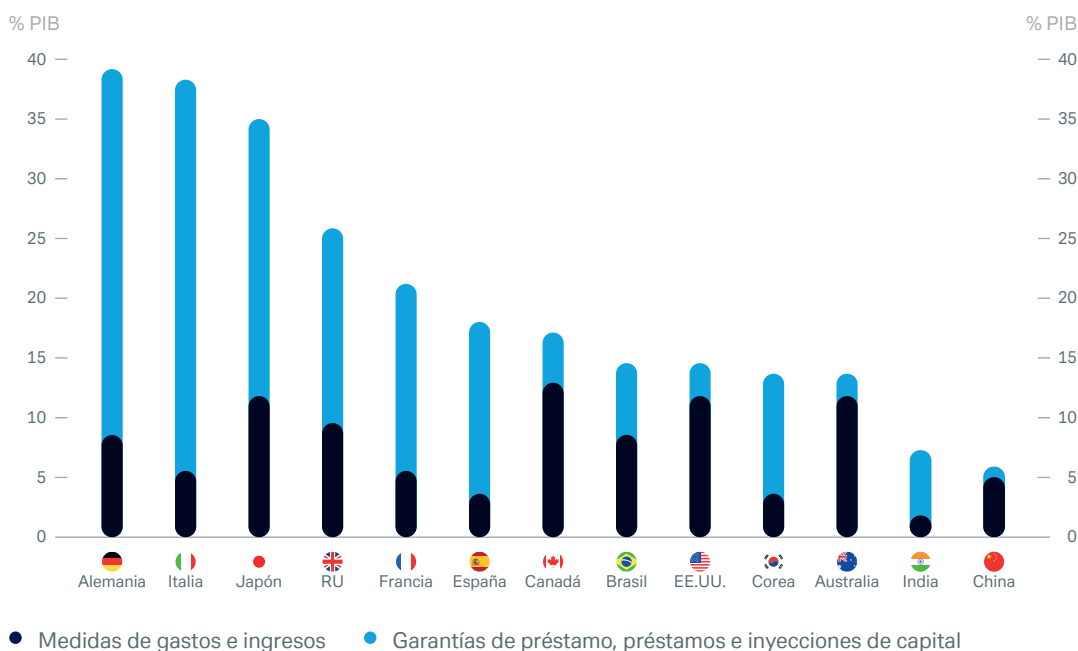
---

### Resultado 3: La política fiscal, bajo presión

La política fiscal es manifiestamente “política”, y ha llegado hasta donde no lo había hecho la política monetaria en la mayoría de las economías de los mercados desarrollados desde los años 1990. Esta politización de la política fiscal tiene varias implicaciones. En primer lugar, la política fiscal puede estar sujeta a las fluctuaciones del sentimiento general: es posible que la aceptación general de un estímulo fiscal masivo en 2020 adoptado alegando razones de necesidad no se mantenga para siempre, aunque por lo general es mucho más difícil cerrar el grifo de la política fiscal que abrirlo. En segundo lugar, la política fiscal puede quedar atrapada en debates políticos paralelos (como ocurrió a finales de 2020 con el segundo paquete de apoyo fiscal de los Estados Unidos y el Fondo Europeo de Recuperación). En tercer lugar, habrá que entender que la política fiscal aborda directamente los problemas de las divergencias en la sociedad, ya que los cambios demográficos impactan tanto en la necesidad de dicha política como en la fuerza de las voces políticas en juego, una de las cuales será la de los millenials (un tema clave, página 23). La sanidad podría seguir siendo una prioridad para el gasto fiscal, pero también habrá que prestar atención a las infraestructuras (también un tema clave, página 23).

Figura 8: Medidas fiscales anunciadas en las economías del G20 (septiembre de 2020)

Fuente: IMF, Deutsche Bank AG. Datos a 1 de diciembre de 2020.



Independientemente de cómo se desarrollen estos debates políticos, es difícil ver una situación en la que no vislumbremos una subida de impuestos, dado el alcance de las medidas fiscales desveladas en 2020 (Figura 8), en la que sobre todo puede estar llegando a su fin la competencia a la baja en el impuesto de sociedades, evidente desde principios de los años ochenta (Figura 9). Los ministros de Economía y Hacienda de todo el mundo deberán hacer frente a una serie de prioridades en conflicto: la política fiscal actuará bajo una gran presión y, como ya se ha señalado, en un momento en que también está cambiando la composición de los electorados que en última instancia la controlan (Figura 10). Habrá llamamientos continuados para que se suban los impuestos a quienes se considera relativamente menos afectados por las crisis, es decir, las personas con mayores ingresos y a los ricos, en particular porque se puede considerar que este último grupo se está beneficiando de una política monetaria flexible que propicia al aumento del valor real de los activos. Es muy posible que veamos subidas de impuestos, no sólo sobre las empresas sino también sobre los ciudadanos más ricos, para atajar las desigualdades percibidas y financiar el aumento de los déficits presupuestarios.

Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las previsiones no son una indicación fiable de la rentabilidad futura. Su capital puede estar en riesgo. Los lectores deben remitirse a las declaraciones y advertencias sobre riesgos al final de este documento. Redacción: diciembre de 2020.



Figura 9: El impuesto de sociedades: ¿hemos dejado atrás cuatro décadas de recortes

Fuente: OCDE, Deutsche Bank AG, a 1 de diciembre de 2020.

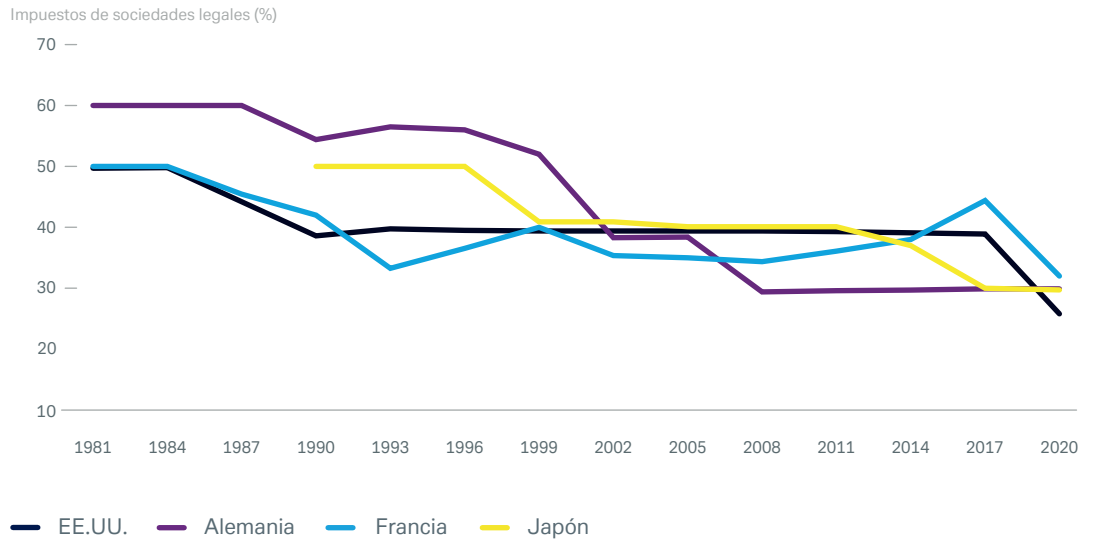
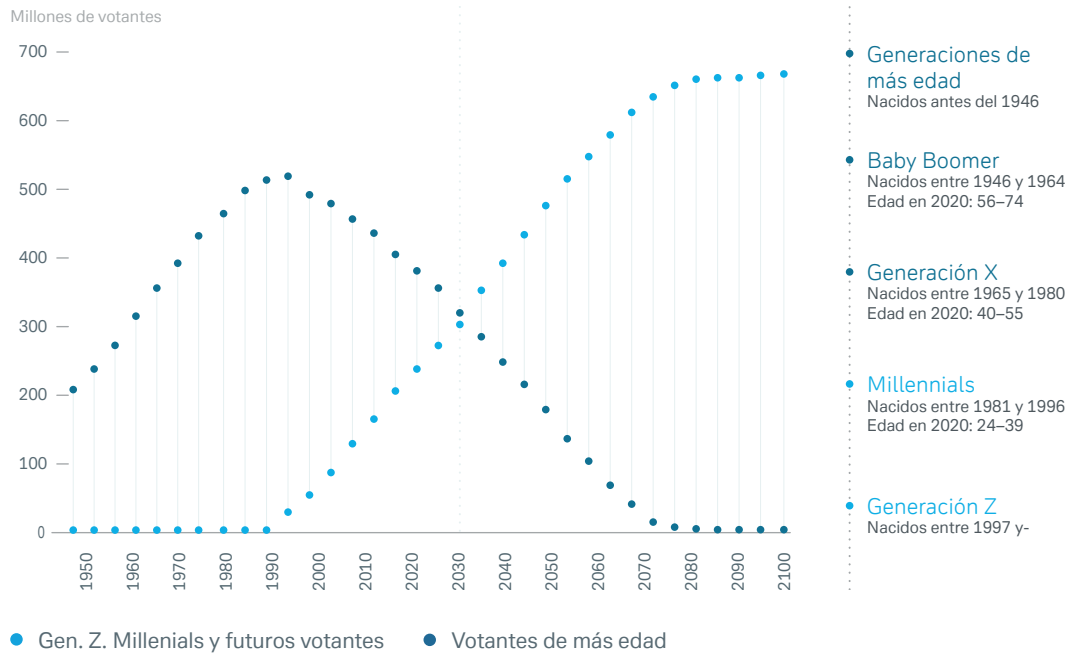


Figura 10: El poder de voto de los diferentes grupos de edad cambia con el tiempo

Fuente: Naciones Unidas, Haver, Deutsche Bank AG. Datos de 1 de diciembre de 2020. El gráfico muestra los puntos totales dados por los millennials, la Generación Z y los votantes futuros frente a los votantes nacidos antes de 1981. Las definiciones de cada grupo de edad se muestran en la parte derecha del gráfico.



Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las previsiones no son una indicación fiable de la rentabilidad futura. Su capital puede estar en riesgo. Los lectores deben remitirse a las declaraciones y advertencias sobre riesgos al final de este documento. Redacción: diciembre de 2020.

## Resultado 4: La escalada de la deuda

---

La política fiscal expansiva y los crecientes déficits presupuestarios no han hecho más que exacerbar una tendencia ya existente, como ya hemos comentado en un informe anterior ("Deuda en máximos: sostenibilidad e implicaciones para la inversión" publicado en 2019).

¿En qué lugar deja todo esto a la renta fija como clase de activo? El aumento de los niveles de deuda no ha inquietado hasta ahora a los mercados financieros - todavía hay compradores dispuestos a comprar deuda pública - pero la preocupación podría aumentar. Las razones son varias. La deuda contraída en 2020 para hacer frente a las recesiones provocadas por el coronavirus estaba en efecto supliendo los ingresos perdidos - no se ha gastado con la esperanza de estimular un crecimiento más rápido, siguiendo la receta keynesiana. Además, las esperanzas de que las economías pudieran salir de la deuda por la vía clásica del crecimiento podrían verse frustradas por los temores al endurecimiento de las políticas fiscales y a la falta de mejoras en la productividad, hasta que empiecen a sentirse los efectos de las mejoras derivadas de las inversiones relacionadas con la tecnología (por ejemplo, la inteligencia artificial y el 5G, dos de nuestros temas clave). Parece poco probable asimismo que la inflación vaya a proporcionar un gran alivio. Mientras tanto, los países podrían estar enfrentándose a presiones demográficas cada vez mayores (al igual que Japón), lo que incrementaría aún más los niveles de deuda. Con el tiempo, los mercados se preocuparán, y la posibilidad de que la rentabilidad de la deuda pública alcance máximos durante 2021 es real, aunque las perspectivas de rentabilidad a largo plazo sigan siendo más bajas durante más tiempo, con múltiples consecuencias para todas las clases de activos. La represión financiera (i.e. los tipos de interés reales negativos) será una notable consecuencia.

---

El incremento de los déficit fiscales se ha exacerbado y la tendencia a una subida de los niveles de deuda se ha incrementado. Los mercados no parecen de momento preocupados por este endeudamiento – pero no pensemos que esta visión relajada está garantizada.

---

Efecto 3 La política económica – vista en 4D

### Consecuencias:

- La magia monetaria continúa, complementada por la política fiscal.
- Represión financiera.
- El incremento de la deuda lleva a un nuevo debate fiscal.

## Efecto 4

# El nuevo orden mundial: ganadores y perdedores

Los cambios sobre cómo funcionan las empresas y las personas, y las respuestas políticas de cada gobierno, irán acompañados de cambios en el escenario internacional a medida que vayamos avanzando hacia un nuevo orden mundial.

El panorama económico mundial más inmediato dependerá en gran medida de la velocidad con la que se produzcan y administren las vacunas. Nuestra previsión es que, tras la vacunación de los grupos priorizados en el 1T, a partir del 2T del 2021, la vacunación será masiva en los mercados desarrollados. La vacunación deberá evitar la necesidad de nuevos confinamientos masivos, como mínimo a partir de la segunda mitad del 2021. La demanda acumulada y las altas tasas de ahorro estimularán la recuperación económica, aunque es probable que no se produzca de forma paralela en todas las economías, al menos en un primer momento.

Las tasas de crecimiento del PIB serán positivas en 2021 tras las contracciones de 2020. En la página 27 se dan ciertas previsiones, si bien en este caso dar números exactos es menos importante que los cambios estructurales subyacentes que suponen. Hay dos temas que seguirán siendo especialmente relevantes. En primer lugar, saber hasta cuándo perdurarán los daños ocasionados por la COVID. Y, en segundo lugar, saber cómo afectará la pandemia a la fortaleza económica relativa de las economías.

El impacto a largo plazo de la pandemia puede ser menos acusado que el de la crisis financiera mundial (GFC), ya que esta crisis fue provocada por una conmoción exógena (el virus) y no por desequilibrios económicos internos. Además, la política fiscal y monetaria reaccionó con mayor rapidez que durante la GFC, evitando más y peores efectos secundarios, por ejemplo, mediante la introducción generalizada de planes de suspensión temporal para preservar el empleo. Aun así, creemos que Estados Unidos no recuperará los niveles de producción anteriores a la crisis (4T de 2019) hasta el 4º trimestre de 2021 y la zona euro deberá esperar hasta el 2022.

### Resultado 1: Asia avanza

---

En cambio, se estima que la economía china creció un 2,2% en 2020 y se prevé que crezca más del 8% en 2021. A muchas otras economías asiáticas también les ha ido relativamente bien, con la obvia excepción de la India (se ha contraído un -9,5% en 2020, aunque se espera que esta cifra alcance el 10% en 2021).

El ascenso de Asia (en la era moderna) no es una novedad - se remonta a más de 40 años, al inicio de las reformas económicas en China a finales de la década de los setenta, o incluso a fechas aún más lejanas. La pandemia no ha hecho sino acelerar una tendencia latente, tanto aquí como en otras partes del mundo. El crecimiento chino en un momento de retroceso económico de EE.UU. podría adelantar el momento en que el PIB de China supere al de Estados Unidos. China ya ha marcado el final de 2020 con la firma de una importante Asociación Económica Regional Integral (RCEP por sus siglas en inglés), y la publicación oficial de su próximo plan quinquenal en marzo de 2021 le dará otra oportunidad para definir exactamente hacia dónde quiere ir a partir de aquí.

Estos cambios relativos a largo plazo en el poder económico regional no son nuevos, y las décadas recientes han puesto de manifiesto las crecientes divergencias en los niveles de renta per cápita (véase la Figura 11). Pero los cambios relativos a corto plazo también tienen repercusiones. Una recuperación económica asiática más rápida tendrá repercusiones inmediatas en la situación económica de las empresas de los mercados emergentes, cuyas estimaciones de beneficios por acción ya se acercan a los niveles anteriores a la crisis, a diferencia de las de sus homólogos de los mercados desarrollados, como muestra la Figura 12. Esto refuerza los argumentos a favor de las acciones y bonos de los mercados emergentes en 2021 y de que, a largo plazo, no puede ignorarse la importancia de los mercados emergentes.

Figura 11: Incremento de la renta per cápita a lo largo de las dos últimas décadas: China lo ha logrado

Fuente: IMF, Deutsche Bank AG, datos hasta el 2019. Datos a 1 de diciembre de 2020.

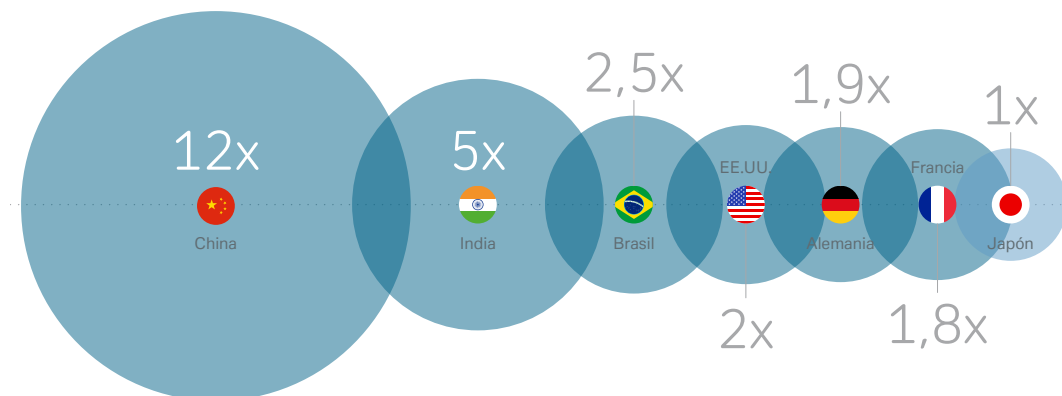
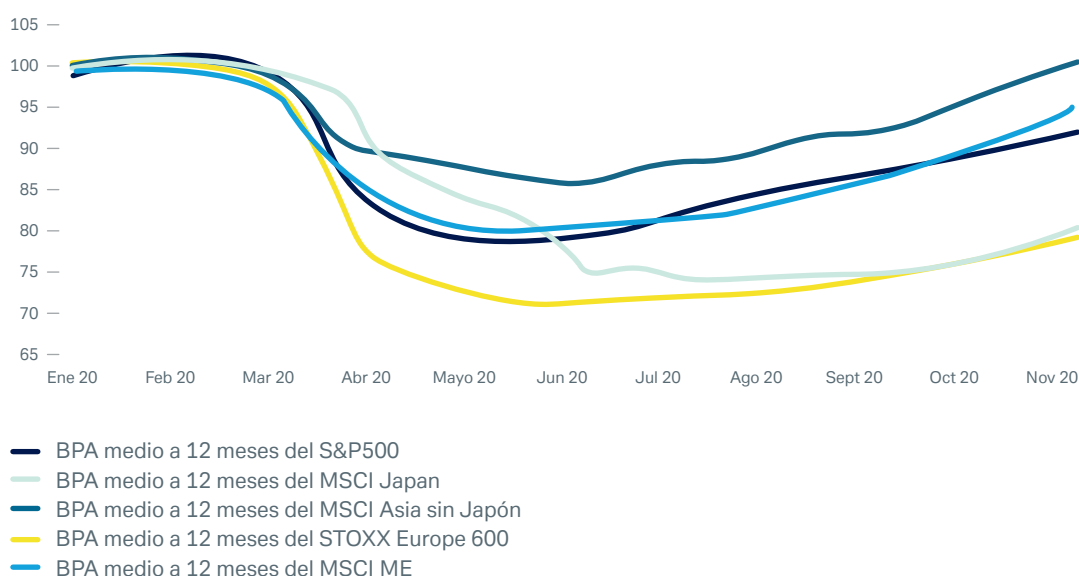


Figura 12: Beneficio por Acción en 2020: Asia retrocede menos y se mantiene a la cabeza

Fuente: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank AG, datos a 1 de diciembre de 2020 (31 de diciembre de 2019 = 100).



## Resultado 2: ¿Divergencias en el mundo desarrollado?

En cambio, muchos mercados desarrollados comenzarán el año 2021 teniendo mucho que demostrar.

El resultado de las [elecciones en Estados Unidos](#) tendrá múltiples implicaciones sobre el crecimiento económico. Es probable que se adopte algún tipo de paquete de medidas fiscales, y la segunda vuelta de las elecciones al Senado en Georgia, el 5 de enero, marcará el arranque del programa de políticas públicas (ya que determinará quién tiene el control del Senado). Creemos que la presión para subir los impuestos será constante, y es muy posible que el Senado acceda a ello, pero el cambio de paradigma de la Reserva Federal ayudará a mantener una política monetaria expansiva, y Estados Unidos tiene un buen currículum a la hora de recuperarse de las crisis.

A largo plazo, la naturaleza flexible y dinámica de la economía de Estados Unidos seguirá favoreciendo su recuperación y, si bien la atención se centrará en la lucha entre China y Estados Unidos por ser la principal potencia económica mundial, también vale la pena considerar las posibles divergencias entre los principales mercados desarrollados.

Las perspectivas de la zona euro parecen ciertamente problemáticas. El fondo europeo de recuperación debería ayudar a mitigar en cierta medida las divergencias intrarregionales una vez que empiece su implementación en 2021 y muestre el potencial para una mayor integración. Sin embargo, puede darse todavía un final turbulento del período de transición del Brexit al existir aún fuerzas centrífugas. Las **divergencias** entre los países de la zona del euro y dentro de ella seguirán siendo una preocupación real, al igual que (para algunos de ellos) los niveles de deuda. Muchos consideran que el Fondo Europeo de Recuperación va a cambiar las reglas del juego, ya que las ayudas del plan supondrían cambiar de forma significativa de las políticas de austeridad a las de solidaridad. No obstante, sigue sin estar claro cómo va a resolverse plenamente la cuestión de las divergencias en caso de que no se produzca otra conmoción externa. Además, las actuales discrepancias entre algunas economías de Europa oriental y los restantes miembros de la UE podrían ser un anticipo de los problemas que se avecinan. A largo plazo, la Unión Europea necesita encontrar una respuesta a esta importante cuestión, al igual que a su perfil demográfico de envejecimiento de la población (a diferencia de Estados Unidos). Sin embargo, la digitalización podría generar algún progreso en este tema: la posible implantación de un proyecto piloto de un EURO Digital en la Revisión Estratégica del BCE, que se anunciará a mediados de año.

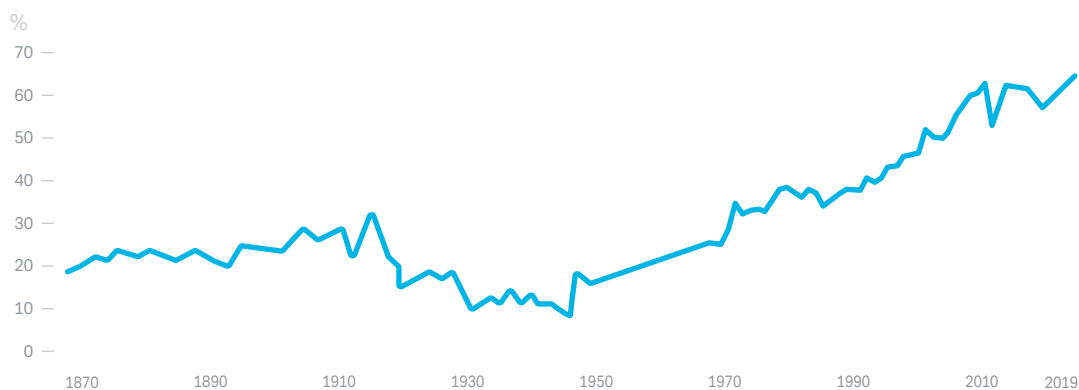
### Resultado 3: El multilateralismo se vuelve regional

Al comienzo de la crisis del coronavirus se habló mucho de que las cadenas de suministro mundiales se estaban viendo gravemente afectadas. En ese caso, la interrupción fue bastante menor de lo que muchos habían temido y hablar de desglobalización podría ser exagerado. Sin embargo, se han estado produciendo cambios más sutiles, con empresas que se están replanteando las cadenas de suministro, prefiriendo a menudo socios geográficamente más cercanos. (El Brexit puede haber provocado una cierta reevaluación de la situación, aunque a una escala mucho menor).

El crecimiento del comercio mundial estaba ya perdiendo fuelle antes de 2020 (Figura 13), y el aumento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China es muy anterior a la pandemia. Pero lo que sí es nuevo es el número cada vez mayor de acuerdos regionales, sin contar siquiera con la presencia nominal de Estados Unidos.

Figura 13: ¿Ha alcanzado el comercio mundial su nivel máximo en relación con el PIB mundial?

Fuente: Banco Mundial, Klasing and Milionis (2014), Deutsche Bank AG. Datos a 1 de diciembre de 2020.



La firma, en noviembre de 2020, de una asociación económica global regional (RCEP) entre China y otros 14 países de Asia y Australasia refleja de forma sintética esta tendencia. La RCEP (tras ocho años de negociaciones) promete mejorar los vínculos comerciales en la región, principalmente mediante fuertes reducciones (o eliminaciones) de los aranceles, aunque los calendarios y los datos publicados siguen siendo escasos. En nuestra opinión, las transiciones a sistemas de ámbito regional, en Asia o en cualquier otro sitio, no son procesos rápidos ni exentos de complicaciones. Es posible que los socios comerciales peleen por los detalles del acuerdo y seguramente habrá quien esté justificadamente inquieto por el papel predominante de China en el RCEP y en la región en general; la India ha estado sugiriendo que las empresas deberían seguir una estrategia de "China +1" en relación con los proveedores. La digitalización plantea asimismo nuevas inquietudes en las relaciones comerciales (por ejemplo, en torno a los productos farmacéuticos): la ciberseguridad es uno de nuestros temas clave (página 23).

De la misma forma, sigue siendo necesario contar con un marco mundial multilateral que funcione bien. La amenaza de conflictos comerciales inter o intrarregionales sigue presente, y la generalización de las políticas tipo "compra productos nacionales", como propugnaron en el pasado el presidente electo Biden y otros, es igualmente una potencial fuente de preocupación. Sin embargo, lo más importante es que seguiremos necesitando un mecanismo multilateral que pueda hacer frente a los retos que plantean las cuestiones relativas al medio ambiente, la diversidad biológica y el cambio climático, fundamentales para nuestras ideas clave sobre el ESG, la administración de los recursos y la economía azul.

#### Resultado 4: las divisas se reinventan

---

También podríamos ver cambios en la percepción de las dinámicas de las divisas. Normalmente se considera que las divisas dependen de múltiples factores, tanto a corto (por ejemplo, los diferenciales de los tipos de interés) como a largo plazo (por ejemplo, el crecimiento económico relativo). El coronavirus cambió esta percepción en 2020. A partir de marzo, la mayoría de los principales pares de divisas se movieron en gran medida en función de los cambios en el sentimiento general del mercado. Así, por ejemplo, cuando los mercados asumieron riesgos por el aumento del miedo al coronavirus, creció la demanda de dólares como moneda refugio y la divisa se apreció, a pesar de la vacilante situación de la economía estadounidense y de la política extremadamente expansiva de la Reserva Federal.

¿Revertirán estas tendencias cuando volvamos a una situación económica más normal y a unos mercados que asuman riesgos con más regularidad, debilitando de este modo al dólar? Por nuestra parte, no esperaríamos cambios drásticos. La vuelta a una situación económica más normal podría facilitar la relación entre el sentimiento del mercado y los movimientos de las divisas, y quizás el par más importante para el dólar - frente al euro - podría terminar viéndose influido también por la debilidad del euro, si no se resuelven los problemas políticos. Por ello, nuestra previsión para el par EUR-USD para finales de 2021 es de 1,15 - incluso con un USD más fuerte que en diciembre de 2020.

Las tendencias de otras divisas a largo plazo podrían ser más profundas. Miremos por ejemplo cómo va a evolucionar a largo plazo la internacionalización del yuan chino (CNY), ya que esta divisa podría convertirse quizá en la divisa de reserva más importante para algunos países con vínculos estrechos con China. La digitalización, en forma de monedas digitales (CBDC), también podría influir en los mercados mundiales de divisas en 2021, así como en el futuro.

Pueden consultarse más detalles en nuestro informe "Monedas digitales de los bancos centrales - el dinero se reinventa", publicado en 2020.



#### Impacto 4 El nuevo orden mundial: ganadores y perdedores

### Consecuencias:

- Cambios en el liderazgo económico global.
- La digitalización cambiará nuestra interacción con las monedas.
- La asignación estratégica de activos (SAA) sigue siendo clave.

#### Cuadro 1

### Asignación estratégica de activos en un mundo cambiante

Sabemos que una asignación estratégica de activos eficaz (SAA) es la herramienta que aporta el grueso del rendimiento de la cartera. Hacerlo bien es particularmente importante en un mundo caracterizado por cambios temporales y estructurales en el valor de los activos.

Los bruscos movimientos del mercado en 2020 han demostrado dos cosas. En primer lugar, evidenciaron que es difícil moverse siempre en el mercado en el momento oportuno y que equivocarse puede salir muy caro para el rendimiento de las carteras. Por ello, es necesario adoptar un planteamiento estratégico. En segundo lugar, la interrelación entre los precios de los activos en 2020 demostró que una diversificación simple y muy estática no sirve para protegerse de los eventos del mercado. La crisis financiera demostró que los precios de múltiples clases de activos pueden caer simultáneamente. Para diversificar hay que adoptar una metodología más sofisticada.

Creemos que todos los métodos de asignación estratégica de activos deben admitir que las relaciones entre las clases de activos cambiarán en algún momento y que la fuerza y la certidumbre en torno a una relación es mayor que en el caso de otras. En tiempos de cambio, los métodos de asignación estratégica de activos deberían quizá sacrificar un comportamiento teórico futuro ligeramente superior por un resultado ligeramente inferior, pero mucho más seguro. También podría tener sentido complementar la asignación estratégica de activos con una estrategia adicional de lo que llamamos ingeniería de retorno del riesgo.

## Efecto 5

# Principales temas de inversión: ahondar en las inversiones ESG

El rápidamente cambiante entorno externo refuerza la necesidad de considerar temas a largo plazo, a la vez que los inversores buscan tendencias a largo plazo.

Figura 14: Nuestros temas clave de inversión: el triángulo TEDS

Fuente: Deutsche Bank AG. Datos a 1 de diciembre de 2020.



Tal como muestra la Figura 14, nuestros **temas clave de inversión** pueden compararse con las tres dimensiones de la tecnología, la demografía y hacer sostenible el mundo en el que vivimos, en resumen, el triángulo TEDS. La pandemia del 2020 ha enfatizado la importancia de cada una de estas dimensiones. La tecnología desempeña un papel cada vez más importante en muchos sectores y también en nuestras vidas, desde la salud hasta el teletrabajo. Asimismo, los inversores han adquirido conciencia de la importancia de la demografía, que sin duda tendrá un impacto cada vez más importante tanto en las prioridades gubernamentales como comerciales (y, como consecuencia, en las decisiones de gasto e inversión). A su vez, el creciente interés por la sostenibilidad es otra tendencia preexistente que se ha visto acelerada por la crisis. De los diez temas clave que se muestran en la Figura 14, creemos que ciberseguridad, el 5G, la salud, los millenials, la gestión de recursos y la economía azul pueden ser particularmente interesantes en 2021.



Nuestros diez temas se resumen como sigue:

## Tecnología

- La **ciberseguridad** es un prerrequisito fundamental en un mundo globalizado para proteger infraestructuras fundamentales, sistemas de movilidad conectados así como el sistema sanitario digital, fundamental en la respuesta a la crisis por la pandemia. En el nuevo y más digitalizado entorno de trabajo, la ciberseguridad es esencial para las empresas, los individuos y los gobiernos.
- **Movilidad inteligente**: el concepto de movilidad inteligente va mucho más allá de una conducción autónoma para alinear las infraestructuras con la gestión del tráfico. Es necesario responder a estos mayores niveles de tráfico y a las nuevas formas de vida urbana. Como resultado, tendrá implicaciones no sólo en las industrias automovilísticas y de componentes, sino también en el sector de la provisión de energía, entre otros.
- **Inteligencia artificial**: el esfuerzo por automatizar de manera «inteligente» tareas repetitivas, anticipar acciones o preferencias humanas e intentar resolver problemas de manera disciplinada generará múltiples oportunidades de inversión. La inteligencia artificial tiene un impacto en múltiples sectores, incluida la movilidad inteligente.
- El **5G** no solo nos ayudará a trabajar y comunicarnos de manera más eficiente, sino que también el uso del «big data» ayudará a impulsar la productividad industrial en muchos sectores, incluyendo la asistencia sanitaria, el sector automovilístico, el minorista, la educación y la industria del ocio. Su capacidad va por lo tanto más allá de las anteriores generaciones de redes, y se expande a nuevas industrias y usos.

## Demografía

- Las **infraestructuras** suponen un impulsor clave del crecimiento a largo plazo, así como un medio para un estímulo fiscal inmediato para «reconstruir mejor». Las infraestructuras deberán reflejar los nuevos modelos de vida y de trabajo e incluirán un componente verde importante. Las infraestructuras incluyen múltiples componentes desde carreteras y vías férreas a componentes eléctricos, suministro de agua o nuevas escuelas, y muchas cosas más. Diseñarán el mundo en el que viviremos mañana.
- La **asistencia sanitaria**, tal y como ha puesto de manifiesto la crisis de la COVID-19, es un componente esencial de la sociedad. Las sociedades más envejecidas necesitarán sistemas sanitarios fiables. Incrementar la demanda y la innovación de los tratamientos generará sin duda muchas oportunidades de inversión.
- Los **millennials** (nacidos en los 80 y 90) tienen hábitos de consumo diferentes a los de sus mayores y han acelerado el cambio a la economía digital y colaborativa. Con el paso del tiempo ha aumentado el peso económico y político de esta generación y sus pautas de inversión y gasto afectarán tanto a la evolución económica como política.

## Hacer sostenible el mundo en que vivimos

- La **inversión ESG** (basada en criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo) ha seguido consolidándose, con una creciente consecución de los desafíos a los que nos enfrentamos. La acción gubernamental ha complementado el interés inversor, siendo las generaciones más jóvenes una fuerza motriz.
- La **protección de los recursos** (la gestión, el uso y la conservación de los recursos escasos) sigue siendo la clave en un mundo con una riqueza y población cada vez mayores. El incremento de las clases medias y de la urbanización genera desafíos para la inversión. Una regulación más exigente por parte de las autoridades y un mayor énfasis en “hacer más verde” el tratamiento de residuos (“recuperar, reciclar, reutilizar y reducir”) es ya evidente y debería llevar a un mayor gasto de capital en este sector.
- La **economía azul**: supone la gestión eficiente de los recursos hídricos del planeta para preservar la biodiversidad y limitar el calentamiento global. Los modelos de financiación están cambiando, y la tecnología nos facilita su comprensión.

Cuadro 2

## Nuevo tema clave de inversión: la economía azul

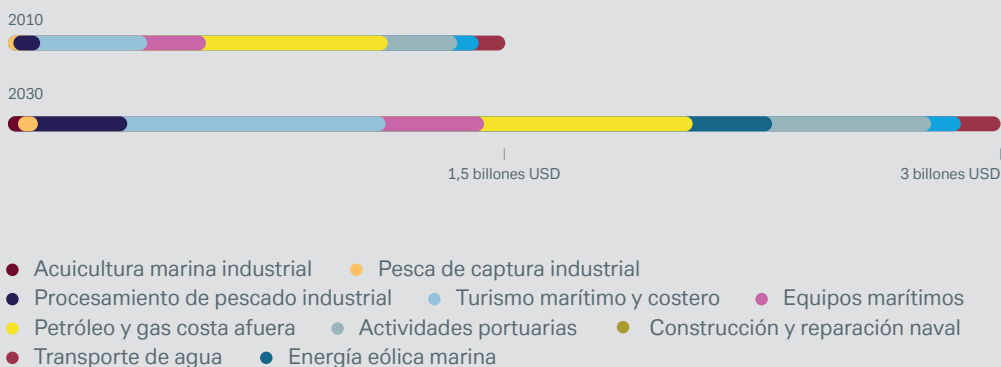
La economía azul - la actividad en los océanos, las regiones costeras y las zonas de agua dulce - es compleja y poco comprendida. Las estimaciones sugieren que genera unos 2,5 billones de USD al año en términos de valor económico, y se espera que esta cifra aumente.

La denominada «economía azul» se enfrenta a muchos retos, algunos de ellos específicamente geográficos y otros más amplios y existenciales, tales como el calentamiento de los océanos y las consecuencias que ello tiene sobre su capacidad para paliar el cambio climático. Las iniciativas de gestión de los océanos son fragmentarias y sufren la denominada «tragedia de los bienes comunes» (cuando las acciones de los individuos perjudican al colectivo). A su vez, los sistemas de financiación en este campo distan mucho de estar desarrollados. Los desafíos de inversión actuales incluyen el gran peso de la inversión gubernamental y la descoordinación en temas de impuestos, subvenciones y otros incentivos económicos.

Dicho esto, actualmente estamos viendo cada vez más planes de financiación innovadores para invertir en la economía azul. Qué duda cabe de que la tecnología desempeñará en este tema un papel cada vez más importante, contribuyendo a garantizar que se tomen decisiones basadas en hechos. Ello nos permitirá entender mejor cómo funcionan los sistemas marinos, ayudándonos a conciliar empresas y medio ambiente. Para llegar a ello deberemos tanto reinventar industrias ya existentes de la economía azul como crear otras nuevas (Figura 15). Y este es un punto en el que los inversores con conciencia medioambiental pueden realmente marcar la diferencia.

Figura 15: Contribuciones esperadas al producto de la economía azul

Fuente: OECD, Niehörster and Murnane (2018), Deutsche Bank AG. Datos a 1 de diciembre de 2020.



## Anexo 1

# Resumen de nuestras perspectivas por clases de activos para 2021 (1/2)

Gran parte de los procesos a largo plazo que describimos en este informe comenzarán a manifestarse en 2021 y determinarán el escenario de las inversiones para el próximo año. Nuestras perspectivas sobre los mercados de capitales, sintetizadas más adelante, se apoyan fundamentalmente en nuestra previsión de que las rentabilidades se van a mantener bajas a largo plazo y en que la recuperación económica no va a ser homogénea, siendo Asia la primera en entrar y salir de la crisis.



**Bonos soberanos refugio: no sobreponderar.** La previsión es que las rentabilidades de los bonos estadounidenses suban ligeramente, pero existe el riesgo de que un alza mayor afecte a las inversiones. Las rentabilidades muy bajas o negativas de los bonos refugio en otros países (por ejemplo, Alemania o Japón) limitan el margen de las ganancias y el papel de la cartera como diversificador. **Previsiones para finales de diciembre de 2021:** bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años 1,00%; bonos del Estado de Japón a 10 años -0,00%; Bund alemán a 10 años -0,50%.



**Bonos Grado de inversión: ganancias limitadas.** Los diferenciales se han reducido mucho pero podrían reducirse aún más debido a un escenario técnico favorable, incluyendo la probabilidad de que la oferta sea mucho menor en 2021 tras la avalancha de 2020. Sin embargo, las rentabilidades ofrecidas son bajas o incluso negativas y no hay garantía de que el respaldo de los bancos centrales vaya a mantenerse sine die. **Previsiones para finales de diciembre del 2021 diferencial:** grado de inversión de EE.UU. (BarCap U.S. Credit) 90 p.b., grado de inversión en EUR (iBoxx EUR Corp) 85 p.b.



**High yield: oportunidades selectivas.** La alta liquidez de los bancos centrales ayuda, al menos por ahora, a que el elevado carry sea atractivo y que los temores a los impagos no se hayan acabado de materializar. Sin embargo, hay razones para ser prudentes con los sectores afectados por el coronavirus. **Previsiones de los diferenciales para finales de diciembre de 2021.** High yield en USD (Barclays U.S. HY): 370 p.b.; high yield en EUR (ML EUR Non-Financials): 380 p.b.



**Deuda de mercados emergentes en monedas fuertes: atractiva.** La deuda soberana es atractiva de manera selectiva, pero los bonos corporativos de los mercados emergentes podrían ser más atractivos por tres razones: menor riesgo de duración, índices más granulares (lo que facilita la diversificación) y la capacidad de los bonos corporativos para beneficiarse de la reactivación del comercio mundial y de los tratados comerciales regionales, sobre todo en Asia. **Previsiones de los diferenciales para finales de diciembre de 2021.** Deuda soberana de Mercados Emergentes (EMBIG Div): 350 p.b.; deuda corporativa de Mercados Emergentes (CEMBI Broad): 320 p.b.



**Renta variable estadounidense: margen para aumentar.** Probabilidad de que continúen las ganancias, aunque en un entorno de volatilidad. El mantenimiento de los bajos tipos de interés y el gran apoyo de la liquidez, unido al alto peso del sector tecnológico, siguen siendo una ventaja. Sin embargo, las valoraciones han subido como consecuencia del derrumbe de los beneficios en 2020 y se mantiene la incertidumbre sobre la rapidez con la que se recuperarán los beneficios en 2021. **Previsión del S&P 500 para finales de diciembre de 2021: 3.800.**

## Anexo 1

# Resumen de nuestras perspectivas por clases de activos para 2021 (2/2)



**Renta variable europea: una batalla cuesta arriba.** La recuperación de las ganancias podría verse frenada por la lentitud con la que Europa se está recuperando del coronavirus. El BCE seguirá prestando su apoyo, pero subsisten una serie de riesgos políticos. La capacidad de generación de beneficios de las empresas europeas no se recuperará plenamente hasta 2023 y, entretanto, la composición menos favorable a nivel sectorial y las vacilantes revisiones al alza sugieren que se mantendrá el descuento con respecto a los múltiplos de valoración estadounidenses. **Previsión del Euro Stoxx 50 para finales de diciembre de 2021: 3.500; Stoxx Europe 600: 400.**



**Renta variable japonesa: motivos para la esperanza.** Las empresas siguen respaldadas por unos sólidos balances, un bajo apalancamiento y una política monetaria expansiva del Banco de Japón. El gobierno de Suga también apoyará una mayor inversión en tecnología de la información. No obstante, las empresas orientadas a la exportación todavía tienen que hacer equilibrios con la difícil situación externa. El descuento de valoración respecto del S&P 500 ha sido de alcance limitado. **Previsión del MSCI Japan para finales de diciembre de 2021: 1.100.**



**Renta variable de mercados emergentes: positiva, sobre todo en Asia.** China y los socios comerciales regionales se están beneficiando de la recuperación del coronavirus "primero en entrar, primero en salir" y Corea del Sur y Taiwán de sus productos de alta tecnología. Los beneficios de las empresas asiáticas también se están recuperando más rápidamente. Es probable que la ventaja regional se mantenga como parte del cambio histórico de tendencia hacia Asia. **Previsión del MSCI Emerging Markets para finales de diciembre 2020: 1.280.**



**El oro: un activo no aconsejable en tiempos de bonanza.** Es probable que su precio se vea afectado por la recuperación económica mundial en 2021, a pesar de que las políticas monetarias y fiscales expansivas de todo el mundo siguen ofreciendo un cierto respaldo. La aparición de contratiempos en la recuperación mundial y/o de mayores evidencias de inflación podría provocar subidas temporales del precio del oro debido a un aumento de la demanda de inversiones, pero la debilidad del USD podría revertirse. Los tipos de interés reales negativos son un factor de apoyo para el oro. **Previsión del precio del oro para finales de diciembre de 2021: 2.100 USD/onza.**



**Crudo: ganancias de precio limitadas.** La recuperación económica mundial está estimulando lentamente la demanda, aunque las iniciativas de la OPEP+ para contener la oferta podrían fracasar, sobre todo ante la amenaza de una reactivación de la producción de esquisto estadounidense. Es necesario mantener la disciplina de producción para reducir los inventarios a niveles históricos más normales y sentar las bases para conseguir una recuperación sostenible de los precios. **Previsión del precio del petróleo WTI para finales de diciembre de 2021: 49 USD/barril.**

## Anexo 2

# Previsiones macroeconómicas

	Previsión 2020	Previsión 2021
<b>Crecimiento del PIB (%)</b>		
EE.UU.*	-4,4	4,0
Eurozona	-8,5	5,5
Alemania	-6,0	4,5
Francia	-9,5	6,5
Italia	-10,0	5,0
España	-12,0	6,5
RU	-10,0	4,5
Japón	-5,5	3,0
China	2,2	8,2
India	-9,5	10,0
Rusia	-4,0	3,0
Brasil	-5,5	2,5
Mundo	-4,3	5,2
<b>Inflación (%)</b>		
EE.UU.*	1,6	1,8
Eurozona	0,3	1,0
Alemania	0,4	1,2
Japón	0,0	0,2
China	2,9	2,0

\*Para EEUU, el crecimiento del PIB 4t/4T es -5.2% para 2020 y 3.8% para 2021; □ Mide el deflactor del consumo privado Dic/Dic – la media sería 1.3% en 2020 y 1.6% en 2021; 3 saldo fiscal solo se refiere al deficit federal; 4 el saldo fiscal en China se refiere al saldo del gobierno según la definición del FMI y sus previsiones a abril de 2020. Fuente: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P.; Datos a 12 de Noviembre de 2020.

Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las previsiones no son una indicación fiable de la rentabilidad futura. Su capital puede estar en riesgo. Los lectores deben remitirse a las declaraciones y advertencias sobre riesgos al final de este documento. Redacción: diciembre de 2020.



## Anexo 2

# Previsiones por clase de activo

### Rentab. bonos y primas de riesgo (previsiones cierre 2021)

Estados Unidos (Treasuries a 2 años)	0,25%
Estados Unidos (Treasuries a 10 años)	1,00%
Estados Unidos (Treasuries a 30 años)	1,75%
Deuda corporativa EE.UU. (BarCap U.S. Credit)	90bp
Deuda High Yield EE. UU. (Barclays U.S. HY)	370bp
Alemania (2-años Schatz)	-0,80%
Alemania (10-años Bunds)	-0,50%
Alemania (30-años Bunds)	-0,10%
Reino Unido (10-años Gilts)	0,30%
Deuda corporativa EUR (iBox Eur Corp)	85bp
Deuda High Yield EUR (ML Eur Non-Fin HY Constr.)	380bp
Japón (2-años JGB)	-0,10%
Japón (10-años JGB)	0,0%
Deuda privada Asia (JACI)	300bp
EM Gobiernos (EMBIG Div.)	350bp
EM Credito (CEMBI Broad)	320bp

### Divisas: previsiones a cierre de 2021

EUR frente al USD	1,15
USD frente al JPY	105
EUR frente al JPY	120
EUR frente al GBP	0,90
GBP frente al USD	1,27
USD frente al CNY	6,80

### Previsiones índices bursátiles a cierre de 2021

Estados Unidos (S&P 500)	3.800
Alemania (DAX)	14.000
Eurozona (Eurostoxx 50)	3.500
Europa (Stoxx600)	400
Japón (MSCI Japan)	1.100
Suiza (SMI)	10.900
Reino Unido (FTSE 100)	6.400
Mercados Emergentes (MSCI EM)	1.280
Asia ex Japón (MSCI Asia ex Japan)	850
Australia (MSCI Australia)	1.250

### Materias Primas previsiones a cierre 2021

Oro (USD/oz)	2.100
Petróleo (WTI, USD/b)	49

Fuente: Deutsche Bank AG. Previsiones a 12 de Noviembre 2020.

Rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Las previsiones no son una indicación fiable de la rentabilidad futura. Su capital puede estar en riesgo. Los lectores deben remitirse a las declaraciones y advertencias sobre riesgos al final de este documento. Redacción: diciembre de 2020.

## Glosario

La **economía azul** se refiere a la actividad económica en los océanos, zonas costeras y agua dulce.

**CNY** es el símbolo de divisa del yuan chino.

El **Índice de Precios al Consumo (IPC)** mide el precio de una cesta de productos y servicios basada en el consumo habitual de un hogar privado.

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

La **Reserva federal (Fed)** es el banco central de Estados Unidos. Su **Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC)** se reúne para fijar la política de tipos de interés.

La **política fiscal** se refiere al uso de los ingresos y gastos estatales con objetivos generales o específicos.

Los enfoques **keynesianos** buscan el nivel de demanda agregada para influir el resultado económico.

La **trampa de liquidez** es una situación, en tiempos de tipos de interés bajos o negativos, en que la gente prefiere no gastar, lo que impide el funcionamiento de la política monetaria.

**Marshall, Alfred** (1842-1924) fue un economista británico considerado uno de los fundadores de la teoría neoclásica.

Las **megacap** son acciones de empresas con una gran capitalización de mercado, lo que las hace muy influyentes en el comportamiento de los índices que se ponderan por capitalización de mercado.

Los **Millennials** es el término utilizado para referirse a las personas nacidas entre los años 80 y 90, si bien esta definición puede variar. Suele utilizarse el marco temporal entre los años 1981 y 1996.

La **política monetaria** se implementa tradicionalmente modificando los tipos de interés o la oferta monetaria para conseguir ciertos objetivos.

**Morningstar** es una empresa que facilita ratings y estudios de mercado independientes.

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

**Schumpeter, Josef** (1883-1950) fue un economista austriaco que estudió los ciclos empresariales y su desarrollo.

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

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.

# Nota importante

## General

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

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

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

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

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

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

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



# Nota importante

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

## Estado de Kuwait

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

## State of Kuwait

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

## Emiratos Árabes Unidos

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

## Estado de Catar

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

## Reino de Bélgica

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

# Important Note

## Reino Unido

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

## Hong Kong

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

## Singapur

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

## Estados Unidos

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

# Important Note

## Alemania

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

## India

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

## Italia

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

## España

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

## Austria

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

## Países Bajos

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

030457 121520

