



CIO Viewpoint

18 de febrero, 2022

Autor:
Christian Nolting
CIO Private Bank

Visión económica y por clase de activo



Situación macro

Corto plazo

En **EEUU**, la economía sigue creciendo y las tasas de inflación siguen siendo elevadas ("*growthflation*"). Un menor apoyo fiscal y las actuales interrupciones de la cadena de suministro podrían representar factores adicionales alcistas en el futuro. Pero el consumo sigue siendo bastante robusto, apoyado sobre todo por la solidez del mercado laboral y la subida de los salarios. Esperamos un crecimiento del PIB de EEUU del +3,8% en 2022. Los riesgos a la baja para el crecimiento incluirían un aumento persistente de la inflación y una subida significativa de los tipos.

En la **Eurozona**, muchos factores indican que el crecimiento del PIB seguirá sólido en 2022. Tras una fuerte recuperación en 2021, se espera que el exceso de ahorro, el apoyo fiscal del Fondo Next Generation de la UE y un consumo robusto impulsen un crecimiento por encima del potencial en 2022. Esperamos un crecimiento del PIB en 2022 del +4,4%.

En **China**, el gobierno sigue aplicando un enfoque de "Covid cero", lo que lastra el crecimiento. A partir del segundo trimestre, se espera que tanto la crisis inmobiliaria como la pandemia se desvanezcan gradualmente, y las amplias medidas de impulso económico tengan un impacto cada vez mayor. Prevedemos un crecimiento del PIB del +5,0% para China en 2022.

En **Japón**, el nuevo aumento de las infecciones por coronavirus y la introducción de restricciones han afectado a la actividad doméstica. Sin embargo, la experiencia de otros países sugiere que el impacto de la variante Omicron será visible pero de corta duración. Con el apoyo de los estímulos fiscales, esperamos que el crecimiento del PIB alcance el +3,0% en 2022.

Los principales motores de la inflación siguen siendo los relacionados con la energía y los bienes duraderos. Como esperamos que las interrupciones de la cadena de suministro disminuyan en la segunda mitad de 2022 y que el precio del petróleo se modere, es probable que las presiones sobre los precios se suavicen en los próximos meses. Se espera que la **inflación subyacente** de EEUU alcance el 3,1% en el ejercicio 2022 (deflactor del consumo privado, tasa subyacente, dic/dic).

Es probable que la **Fed** suba los tipos de interés seis veces de aquí al primer trimestre de 2023. Además, es probable que la Fed comience a reducir su balance a finales de año.

Se espera que el **BCE** recalibre su postura monetaria en el transcurso de los próximos meses. Esperamos que ponga primero fin a sus compras netas de activos y luego suba el tipo de depósito dos veces en el horizonte de previsión.

El **Banco de Japón** continuará con su programa de expansión cuantitativa con control de la curva de tipos todo el tiempo que sea necesario hasta alcanzar la estabilidad de precios del 2%.

Largo plazo

A medida que avanza el ciclo expansivo, los principales riesgos a la baja en **EEUU** a largo plazo serían un sobrecalentamiento de la economía junto con un aumento sostenido de la inflación. Puede haber dudas en torno al futuro ciclo de subidas de tipos. Las expectativas de inflación, que tienden a ser más altas, podrían dar lugar a que la Reserva Federal realice más subidas de las esperadas y a una reducción más rápida de su balance, lo que podría dar lugar a una subida de los tipos. Con la vuelta a cifras de crecimiento potencial a finales de 2023, el alto nivel de deuda pública podría volver a cobrar protagonismo. Prevedemos un crecimiento del **PIB estadounidense** para 2023 del 2,5%.

Las economías de la **Eurozona** seguirán recuperándose a lo largo de 2022 gracias a la fuerte demanda y al apoyo fiscal, pero la escasez de bienes intermedios y de mano de obra cualificada pesarán sobre la producción. Esperamos que el crecimiento de la Eurozona vuelva a niveles tendenciales el año que viene, aunque prevedemos una cifra de crecimiento del 2,5% en 2023, principalmente debido a un importante efecto estadístico.

Se espera que la dinámica de crecimiento del **PIB chino** se mantenga en el nivel actual. Prevedemos un PIB chino del 5,0% en 2023. A más largo plazo, el objetivo del gobierno chino seguirá siendo un crecimiento menor pero de mayor calidad: más sostenible, con menos apoyo político y menos financiado por la deuda, y centrado en la "prosperidad común".

Se espera que el impulso económico japonés se ralentice en el futuro, con un crecimiento del **PIB japonés** del 1,3% en 2023.

Para 2023 esperamos que la inflación estadounidense se desacelere, pero siga siendo elevada, por encima del objetivo del 2% de la Fed. Nos mantenemos en nuestro escenario de que la inflación se mantendrá en promedio más alta que en los tiempos pre-pandémicos a largo plazo. Esperamos una **inflación subyacente** en EEUU del 2,3% en 2023 (deflactor del consumo privado, tasa subyacente, dic/dic).

Es probable que la **Fed** siga subiendo los tipos de interés en 2023. Tras cinco subidas en 2022, esperamos que la Fed suba tres veces en 2023 y que continúe con la reducción del balance. El debilitamiento del impulso económico y la disminución de la inflación podrían llevar a pausar su política de endurecimiento.

El **BCE** espera que las presiones sobre los precios retrocedan, pero es probable que vuelva a elevar sus previsiones de inflación en su reunión de marzo. Esperamos el fin de las reinversiones en el marco del Programa de Compra de Activos (APP) en 2023.

Dado que la inflación se mantiene por debajo del objetivo del **Banco de Japón**, no esperamos ningún cambio importante en su política monetaria en el horizonte de previsión.



Renta Fija

Corto plazo

Es probable que las rentabilidades de [los bonos a largo plazo del Tesoro de EEUU](#) se vean impulsados por la normalización de la política monetaria en el futuro (se espera que la Fed suba los tipos de interés de forma gradual). Además, con la reducción del balance en el horizonte (es decir, el endurecimiento cuantitativo) debería reanudarse la presión al alza sobre los tipos.

El [crédito global IG](#) debería seguir apoyado por la mejora de los fundamentos empresariales, pero será sensible a las variaciones en las rentabilidades y es probable que existiera volatilidad. En el caso del [crédito global HY](#), los fundamentos de la mayoría de los emisores han seguido recuperándose, ya que se benefician de una recuperación de la demanda. Sin embargo, la presión inflacionista sigue siendo un factor de tensión. Para 2022 esperamos que la tendencia sea más variada y heterogénea.

Los diferenciales de [crédito de los mercados emergentes](#) deberían reducirse en los próximos doce meses, ante la mejora de los fundamentales. Los [bonos soberanos emergentes](#) se beneficiarían del sólido crecimiento del PIB. Los altos precios de las materias primas y el repunte del turismo serían factores de apoyo. El principal riesgo a la baja sería una caída del crecimiento en China y una inflación persistentemente alta. Esperamos que los diferenciales de la deuda soberana de los países emergentes se estrechen durante el periodo de previsión.



Bolsas

Corto plazo

A pesar del accidentado comienzo de año, somos constructivos con las [bolsas desarrolladas](#). Aunque las valoraciones son elevadas, ante los rendimientos reales ligeramente negativos, los beneficios crecen a buen ritmo. Los recientes informes de beneficios reflejan la capacidad de las empresas para proteger sus márgenes repercutiendo los mayores costes de producción. Los analistas han aumentado las expectativas de beneficios hasta la fecha, siendo Europa la que más ha mejorado. Si bien un aumento continuo de las rentabilidades de la deuda debería favorecer un rendimiento superior de las acciones de valor sobre las de crecimiento y, por tanto, de los valores europeos sobre los estadounidenses, las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania limitarían las subidas de Europa

La [renta variable emergente](#) ha tenido un rendimiento superior gracias a la relajación monetaria y regulatoria en China y a su relativo sobrepeso de acciones de valor y materias primas. Aunque somos positivos a 12 meses vista, somos menos optimistas a corto plazo por los riesgos (geo)políticos en mercados como China, Rusia y Brasil. A pesar de las posibles rebajas de las estimaciones de beneficios y de la incertidumbre sobre el fin de las políticas de "cero Covid" en China, muchos mercados emergentes tienen valoraciones atractivas, sesgos sectoriales favorables y tienen potencial de recuperación.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de marketing, pero no es el caso en los EEUU. No se puede garantizar que vaya a cumplirse ninguna previsión u objetivo. Las previsiones están basadas en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. La rentabilidad pasada no es una indicación de resultados futuros. Las inversiones conllevan riesgo. El valor de una inversión puede caer así como subir y usted podría no recuperar la cantidad invertida originalmente en un momento dado. Su capital puede estar en riesgo.

Largo plazo

Nuestra previsión de rentabilidad para el [bono del Tesoro de EEUU a 10 años](#) se vea influida por las positivas perspectivas económicas, una inflación por encima del objetivo del 2,0% durante el horizonte de previsión, y una mayor recuperación del mercado laboral (previsión de rentabilidad del bono a 10 años en marzo de 2023: 2,40%; previsión del bono a 2 años: 2,10%). Además, las expectativas de los inversores sobre el tipo de interés final de la Fed y la velocidad del endurecimiento cuantitativo influirán en los niveles de rendimiento a largo plazo. Las rentabilidades a corto plazo serán vulnerables a los cambios en las expectativas de subida de tipos. Se espera que los tipos reales sigan siendo ligeramente negativos (-10 puntos básicos).

El riesgo en el [crédito IG en USD](#) sigue siendo bajo y está bien contenido. El deterioro de los factores técnicos es el principal catalizador de nuestra estimación de elevados diferenciales durante el horizonte de previsión. Seguimos siendo constructivos con respecto a [los IG en euros](#), dado el positivo telón de fondo, pero el desvanecimiento del apoyo de los bancos centrales representa un factor negativo. Los [HY en USD](#) deberían beneficiarse de la recuperación económica y de la mejora del crédito; sin embargo, las presiones inflacionistas, los cambios en las políticas de los bancos centrales y el aumento de los riesgos geopolíticos pueden generar vientos en contra.

Consideramos que las perspectivas de la [deuda de los mercados emergentes](#) a medio plazo son atractivas, mientras que las perspectivas a corto plazo se ven empañadas por la elevada inflación y la incertidumbre por las tensiones geopolíticas

Largo plazo

La continuidad de los rendimientos reales negativos, la expansión económica y la evolución positiva de los beneficios deberían apoyar a la renta variable. Preveemos un objetivo de 4.800 en el [S&P 500](#) para finales de marzo de 2023. Esta visión constructiva se basa en una modesta expansión de los beneficios. Aplicamos un múltiplo ligeramente inferior a nuestra previsión debido a la subida de los tipos de interés.

Nuestro objetivo para finales de marzo de 2023 para el [Euro STOXX 50](#) es de 4.350 y para el [STOXX Europe 600](#) es de 490. Esperamos que la región se beneficie del sólido crecimiento económico mundial y de la relajación de los cuellos de botella en la cadena de suministro. En ausencia de un marcado aumento de los costes laborales, así como de los precios de las materias primas, las empresas deberían ser capaces de proteger los márgenes aumentando los precios.

Nuestro objetivo para el índice [MSCI Emerging Markets](#) a finales de marzo de 2023 es de 1.320. El índice debería beneficiarse de la relajación de las restricciones por coronavirus en Asia. Ofrece valoraciones razonables y una sobreponderación relativa de los sectores de Valor y materias primas.



Materias primas

Corto plazo

A corto plazo, los bajos inventarios de gas natural y los elevados precios del carbón deberían beneficiar a la demanda de **crudo** durante el periodo invernal. La reducción de los actuales niveles de inventarios, bajos desde hace varios años, se ha visto favorecida por el exceso de cumplimiento de las cuotas de producción por parte de la OPEP+. Además, es probable que la prima de riesgo debida a las elevadas tensiones geopolíticas se refleje en los precios por el momento, pero las noticias sobre Irán limitarán potencialmente una mayor subida.

Las elevadas tasas de inflación han impulsado recientemente la demanda de **oro**. Sin embargo, es probable que los menores cuellos de botella y los efectos base desfavorables hagan bajar las cifras de inflación. Esto debería dar lugar salidas de fondos de los ETF, quitando apoyo a los precios del oro, y limitar un poco más las subidas.

Aunque los datos de consumo actuales siguen siendo flojos, el cambio hacia una política más acomodaticia por parte de las autoridades chinas debería dar apoyo al cobre, especialmente porque los inventarios mundiales de cobre están cerca de sus mínimos históricos.



Divisas

Corto plazo

El **USD** se mantiene actualmente apoyado por la volatilidad de los mercados y la incertidumbre geopolítica. Mientras que el BCE ha disminuido la divergencia en la senda de política monetaria prevista, EEUU sigue por delante en su ciclo monetario con una subida inminente en el próximo mes. Sin embargo, se espera que el mayor crecimiento a largo plazo a favor de la zona euro apoye al euro posteriormente.

La evolución de la política monetaria en EEUU probablemente pesará sobre el **JPY**. El carácter anticíclico del yen también debería mantenerlo limitado a corto plazo, ya que el crecimiento mundial sigue siendo elevado.

Es probable que el **GBP** se enfrente a vientos favorables, dada la expectativa de un ciclo de subidas anticipadas en Reino Unido ante unas expectativas de inflación más altas y el riesgo de un mayor crecimiento de los salarios, dada la estrechez en el mercado laboral. No obstante, el inicio del ciclo de subidas en EEUU debería moderar el movimiento.

El PBoC ya se ha embarcado en un ciclo de recortes, en contraposición al de subidas que se espera en EEUU, mientras que la debilidad del sector inmobiliario seguirá pesando sobre el crecimiento del PIB en el primer trimestre, presionando al **CNY**.

Largo plazo

A largo plazo, aunque la demanda de **crudo** seguiría siendo fuerte este año, es probable que su crecimiento se modere frente al año anterior. Por el lado de la oferta, es probable que disminuya la infraproducción de los productores de la OPEP en relación con sus cuotas actuales. Además, el posible regreso del crudo iraní, junto con el aumento de la producción de EEUU, debería contribuir a que los inventarios de petróleo comiencen a reconstruirse desde los bajos niveles actuales. Dado que se espera que nos movamos hacia el superávit en el futuro, esperamos que los precios se moderen desde los niveles actuales. (Objetivo del WTI para marzo de 2023: 80 USD/bbl)

A medida que la Fed de EEUU ponga fin a sus compras de activos y las presiones inflacionistas retrocedan, el escenario para el oro se complicará. Aunque es probable que los rendimientos reales sigan siendo negativos, su trayectoria al alza disminuirá el atractivo del oro, empujando su precio a la baja (objetivo del precio del **oro** en marzo de 2023: 1.800 USD/oz.). Dados los riesgos geopolíticos actuales, el activo seguirá ofreciendo cierto nivel de seguridad a los inversores.

La política de China más favorable al crecimiento apunta a un aumento de la demanda de metales como el **cobre** en el futuro. La oferta de los principales productores, como Chile y Perú, sigue por debajo de los niveles pre-pandemia debido a la incertidumbre política y operativa. Sin embargo, las perspectivas de mayor producción minera y la intervención en los precios desde China justifican las perspectivas positivas. (Objetivo del precio del cobre a marzo de 2023: 10.300 USD/t).

Largo plazo

Este año, el diferencial de crecimiento debería volverse a favor del euro. Se espera que la zona euro supere a EEUU en +0,6 p.porcentuales en términos de crecimiento económico. El final de la temporada de resultados en EEUU también debería beneficiar al euro. Por ello, nuestro objetivo para el **EUR/USD** se mantiene en 1,20.

Aunque es probable que el diferencial de rendimiento aumente, el yen ya se ha depreciado significativamente en los últimos meses. Esto, junto con la disminución del diferencial de crecimiento entre las dos economías, debería apoyar un **USD/JPY** estable en 115 a finales de marzo de 2023.

El diferencial de crecimiento del Reino Unido frente al de EEUU debería aumentar a +0,2 puntos porcentuales este año, llevando el cambio **GBP/USD** a 1,40 a finales de marzo de 2023.

Se espera que el tipo de interés oficial en China baje, en claro contraste con EEUU, lo que debería debilitar los flujos de capital hacia el CNY. Sin embargo, el saldo corriente positivo y la baja inflación deberían limitar una fuerte debilidad, y se prevé que el **USD/CNY** se sitúe en 6,65 a finales de marzo de 2023.

Las monedas de los países en desarrollo se beneficiarán de la solidez de las economías y de la subida de los precios de las materias primas. Sin embargo, las divisas emergentes pueden experimentar salidas de capital debido a los riesgos idiosincrásicos y a la política monetaria de los mercados desarrollados.



Previsiones económicas

PIB (crec. anual en %)			
	2022 F	2023 F	Consensos 2022 (BBG*)
EEUU ¹	3.8	2.5	3.8
Eurozona	4.4	2.5	4.0
Alemania	4.0	3.5	4.0
Francia	4.0	2.0	4.0
Italia	4.2	1.9	4.2
España	6.1	3.2	5.5
Japón	3.0	1.3	2.9
China	5.0	5.0	5.2
Mundo	4.3	3.5	

IPC (%)			
	2022 F	2023 F	Consensos 2022 (BBG*)
EEUU ²	3.1	2.3	2.7
Eurozona	4.3	2.3	3.1
Alemania	4.5	2.3	3.1
Japón	0.9	0.9	0.8
China	2.2	2.2	2.3

Saldo cuenta corriente (% del PIB)			
	2022 F	2023 F	Consenso 2022 (BBG*)
EEUU	-3.4	-3.4	-3.4
Eurozona	3.2	3.4	2.5
Alemania	6.8	6.9	6.6
Japón	3.0	2.5	2.9
China	2.0	1.8	1.5

Saldo fiscal (% del PIB)			
	2022 F	2023 F	Consenso 2022 (BBG*)
EEUU ³	-6.0	-5.0	-6.1
Eurozona	-4.1	-3.0	-4.0
Alemania	-2.3	-1.0	-2.5
Japón	-6.0	-3.5	-6.2
China ⁴	-10.0	-8.5	-4.7

* Consenso de Bloomberg

¹ Para EEUU, el crecimiento del PIB T4/T4 es 3,6% en 2022 y 2,1% en 2022. ² Medido por el deflactor del consumo privado subyacente PCE Dic/Dic- la media es 3,7% en 2022 y 2,4% en 2023; PCE general (Dic/Dic) es 3,1% en 2022 y 2,4% en 2023 – la media es 3,9% en 2022 y 2,5% en 2023. ³ Saldo fiscal referido al déficit federal solamente. ⁴ China fiscal deficit refers to General Government Fiscal Deficit acc.

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



Previsiones por tipos de activo

	Actual 17 Febrero, 2022*	vs. nivel actual	Previsiones con fecha Febrero 2022 Objetivo Marzo 2023	Retorno total esperado
Rentabilidades (bonos soberanos) en porcentaje				
EEUU (2-años)	1.47	↗	2.10	1.30%
EEUU (10-años)	1.96	↗	2.40	-1.67%
EEUU (30-años)	2.29	↗	2.50	-1.59%
Alemania (2-años)	-0.43	↗	0.10	-0.76%
Alemania (10-años)	0.23	↗	0.50	-1.81%
Alemania (30-años)	0.50	↗	0.70	-4.30%
Reino Unido (10-años)	1.46	↗	1.60	0.83%
Japón (2-años)	-0.01	↗	0.00	0.03%
Japón (10-años)	0.23	↘	0.20	0.82%
Tipos de interés oficiales				
EEUU (tipo federal funds)	0.00-0.25	↗	1.50-1.75	
Eurozona (tipo depo)	-0.50	↗	0.00	
Reino Unido (tipo repo)	0.50	↗	1.25	
Japón (tipo overnight)	0.00	→	0.00	
China (tipo préstamos a 1 años)	3.70	↘	3.50	
Divisas				
EUR vs. USD	1.14	↗	1.20	3.81%
USD vs. JPY	115	→	115	1.33%
EUR vs. JPY	131	↗	138	5.15%
EUR vs. GBP	0.83	↗	0.86	1.76%
GBP vs. USD	1.36	↗	1.40	2.30%
USD vs. CNY	6.30	↗	6.65	4.35%
Índices Renta Variable				
EEUU (S&P 500)	4,380	↗	4,800	11.13%
Alemania (DAX)	15,268	↗	16,600	8.73%
Eurozona (Eurostoxx 50)	4,113	↗	4,350	9.04%
Europa (Stoxx 600)	465	↗	490	8.74%
Japón (MSCI Japan)	1,186	↗	1,250	7.80%
Suiza (SMI)	12,075	↗	12,750	8.83%
Reino Unido (FTSE 100)	7,537	↗	7,900	8.69%
Emergentes (MSCI EM)	1,243	↗	1,320	9.40%
Asia ex Japón (MSCI Asia ex Japan)	788	↗	845	9.84%
Australia (MSCI Australia)	1,428	↗	1,450	5.67%
Materias primas en USD				
Oro	1,898	↘	1,800	-5.18%
Petróleo (WTI 12m Forward) ¹	78	↗	80	2.55%
Primas de riesgo (bonos corporativos & EM) en pb.				
EUR IG Corp	136	↘	115	0.41%
EUR HY	396	↘	320	4.52%
USD IG Corp	107	↗	110	-0.84%
USD HY	363	↘	340	3.74%
Asia Credit	287	↘	260	3.49%
EM Credit	337	↘	290	4.63%
EM Sovereign	392	↘	340	6.56%

*El valor actual se basa en los últimos datos de mercado. 1 Avance de petróleo utilizado para calcular el TR esperado; los pronósticos se realizan sobre el futuro del WTI Fuente: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P.; Datos al 17 de febrero de 2022



Glosario

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

CNY es el símbolo de divisa del yuan chino.

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

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

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

EUR es la divisa de la zona euro.

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

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

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

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

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

GBP es el código de divisa de la libra esterlina.

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

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

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

JPY es el código de divisa del yen japonés.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Important information

General

Este documento está siendo distribuido de buena fe por Deutsche Bank AG, sus sucursales (según lo permitido en cualquier jurisdicción pertinente), las empresas afiliadas y sus funcionarios y empleados (colectivamente, "Deutsche Bank"). Este material es sólo para su información y no pretende ser una oferta, o recomendación o solicitud de una oferta para comprar o vender cualquier inversión, seguridad, instrumento financiero u otro producto específico, para concluir una transacción, o para proporcionar cualquier inversión, asesoramiento de servicios o inversiones, o para proporcionar cualquier investigación, investigación de inversión o recomendación de inversión, en cualquier jurisdicción. Todos los materiales de esta comunicación están destinados a ser revisados en su totalidad. Si un tribunal de jurisdicción competente considera que alguna disposición de esta exención de responsabilidad es inaplicable, las disposiciones restantes permanecerán en pleno vigor y efecto. Este documento se ha preparado como un comentario general del mercado sin tener en cuenta las necesidades de inversión, objetivos o circunstancias financieras de cualquier inversor. Las inversiones están sujetas a riesgos genéricos de mercado que se derivan del instrumento o son específicos del instrumento o están vinculados al emisor en particular. En caso de que tales riesgos se materializaran, los inversores pueden incurrir en pérdidas, incluidas (sin limitación) una pérdida total del capital invertido. El valor de las inversiones puede caer, así como aumentar y no puede recuperar la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Este documento no identifica todos los riesgos (directos o indirectos) u otras consideraciones que puedan ser importantes para un inversor al tomar una decisión de inversión. Este documento y toda la información incluida en este documento se proporcionan "tal cual", "según disponibilidad" y Deutsche Bank no realiza ninguna representación o garantía de ningún tipo, expresa, implícita o legal, con respecto a cualquier declaración o información contenida en este documento o en conjunción con este documento. Todas las opiniones, los precios de mercado, las estimaciones, las declaraciones prospectivas, las declaraciones hipotéticas, los rendimientos de previsión u otras opiniones que conduzcan a conclusiones financieras contenidas en este documento reflejan el juicio subjetivo de Deutsche Bank sobre la fecha de este informe. Sin limitación, Deutsche Bank no garantiza la exactitud, adecuación, integridad, fiabilidad, puntualidad o disponibilidad de esta comunicación o cualquier información contenida en este documento y renuncia expresamente a la responsabilidad por errores u omisiones en el presente documento. Las declaraciones prospectivas implican elementos significativos de juicios y análisis subjetivos y cambios en los mismos y/o la consideración de factores diferentes o adicionales podrían tener un impacto importante en los resultados indicados. Por lo tanto, los resultados reales pueden variar, tal vez materialmente, de los resultados contenidos en este documento. Deutsche Bank no asume ninguna obligación de actualizar la información contenida en este documento ni de informar a los inversores sobre la información actualizada disponible. La información contenida en este documento está sujeta a cambios sin previo aviso y se basa en una serie de supuestos que pueden no resultar válidos, y pueden ser diferentes de las conclusiones expresadas por otros departamentos dentro de Deutsche Bank. Aunque la información contenida en este documento ha sido compilada diligentemente por Deutsche Bank y derivada de fuentes que Deutsche Bank considera fiables y fiables, Deutsche Bank no garantiza ni no puede hacer ninguna garantía sobre la integridad, la equidad o la exactitud de la información y no debe ser invocada como tal. Este documento puede proporcionar, para su comodidad, referencias a sitios web y otras fuentes externas. Deutsche Bank no asume ninguna responsabilidad por su contenido y su contenido no forma parte de este documento. El acceso a estas fuentes externas es bajo su propio riesgo. Antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben considerar, con o sin la ayuda de un asesor de inversión, si las inversiones y estrategias descritas o proporcionadas por Deutsche Bank son apropiadas, a la luz de su inversión particular necesidades, objetivos, circunstancias financieras y detalles del instrumento. Al tomar una decisión de inversión, los inversores potenciales no deben basarse en este documento, sino únicamente en lo que figura en los documentos de oferta final relacionados con la inversión. Como proveedor global de servicios financieros, Deutsche Bank se enfrenta de vez en cuando a conflictos de intereses reales y potenciales. La política de Deutsche Bank consiste en tomar todas las medidas apropiadas para mantener y operar acuerdos organizativos y administrativos eficaces para identificar y gestionar dichos conflictos. La alta dirección de Deutsche Bank es responsable de garantizar que los sistemas, controles y procedimientos de Deutsche Bank sean adecuados para identificar y gestionar los conflictos de intereses. Deutsche Bank no ofrece asesoramiento fiscal o jurídico, incluso en este documento y nada en este documento debe interpretarse como Deutsche Bank proporcionando a cualquier persona asesoramiento en inversiones. Los inversores deben buscar asesoramiento de sus propios expertos fiscales, abogados y asesores de inversión para considerar inversiones y estrategias descritas por Deutsche Bank. Salvo notificado en sentido contrario en un caso particular, los instrumentos de inversión no están asegurados por ninguna entidad gubernamental, no están sujetos a sistemas de protección de depósitos y no están garantizados, incluso por Deutsche Bank. Este documento no podrá reproducirse ni distribuirse sin la autorización expresa por escrito de Deutsche Bank. Deutsche Bank prohíbe expresamente la distribución y transferencia de este material a terceros. Deutsche Bank no acepta responsabilidad alguna derivada del uso o distribución de este material o por cualquier acción tomada o decisión tomada con respecto a las inversiones mencionadas en este documento que el inversor pueda haber celebrado o pueda celebrar en el futuro. La forma de circulación y distribución de este documento puede estar restringida por ley o regulación en ciertos países, incluyendo, sin limitación, los Estados Unidos. Este documento no está dirigido a, o destinado a su distribución o uso por, cualquier persona o entidad que sea ciudadano o residente de o se encuentre en cualquier localidad, estado, país u otra jurisdicción, donde dicha distribución, publicación, disponibilidad o uso sería contrario a la ley o a la regulación o que someta a Deutsche Bank a cualquier requisito de registro o licencia dentro de dicha jurisdicción que no se haya cumplido actualmente. Las personas en cuya posesión pueda venir este documento están obligadas a informarse y a observar tales restricciones. El rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros; nada de lo contenido en este documento constituirá ninguna representación, garantía o predicción en cuanto al rendimiento futuro. Más información está disponible a petición del inversor.

Reino de Bahrein

Para los residentes del Reino de Bahrein: Este documento no constituye una oferta de venta o participación en valores, derivados o fondos comercializados en Bahrein en el sentido del Reglamento del Organismo Monetario de Bahrein. Deberían recibirse todas las solicitudes de inversión y efectuarse las asignaciones, en cada caso desde fuera de Bahrein. Este documento ha sido preparado para fines de información privada de los inversores previstos sólo que serán instituciones. No se hará ninguna invitación al público en el Reino de Bahrein y este documento no se emitirá, pasará a él ni se pondrá a disposición del público en general. El Banco Central (CBB) no ha revisado, ni aprobado, este documento ni la comercialización de dichos valores, derivados o fondos en el Reino de Bahrein. En consecuencia, los valores, derivados o fondos no podrán ofrecerse ni venderse en Bahrein ni a sus residentes, salvo lo permitido por la legislación de Bahrein. El CBB no es responsable de la ejecución de los valores,



Important information

Estado de Kuwait Este documento ha sido enviado a usted a su propia solicitud. Esta presentación no es para la circulación general al público en Kuwait. Los intereses no han sido autorizados para ofrecer en Kuwait por la Autoridad de Mercados de Capitales de Kuwait o cualquier otra agencia gubernamental kuwaití pertinente. Por lo tanto, la oferta de los Intereses en Kuwait sobre la base de una colocación privada u oferta pública está restringida de conformidad con el Decreto Ley No 31 de 1990 y sus reglamentos de aplicación (modificado) y la Ley No 7 de 2010 y sus estatutos (como enmendado). En Kuwait no se está realizando ninguna oferta privada o pública de los Intereses, y no se celebrará ningún acuerdo relativo a la venta de los Intereses en Kuwait. No se están utilizando actividades de comercialización, solicitud o incentivo para ofrecer o comercializar los Intereses en Kuwait.

Emiratos Arabes Unidos

Deutsche Bank AG en el Dubai International Financial Centre (registrado no 00045) está regulado por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái. Deutsche Bank AG -DIFC Branch sólo podrá llevar a cabo las actividades de servicios financieros que estén comprendidas en el ámbito de aplicación de su licencia DFSA existente. Principal lugar de negocios en el DIFC: Dubai International Financial Centre, The Gate Village, Building 5, PO Box 504902, Dubai, U.A.E. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG. Los productos o servicios financieros relacionados solo están disponibles para clientes profesionales, según lo definido por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái.

Estado de Qatar

Deutsche Bank AG en el Centro Financiero de Qatar (registrado no 00032) está regulado por la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Qatar. Deutsche Bank AG -QFC Branch sólo podrá llevar a cabo las actividades de servicios financieros que estén comprendidas en el ámbito de aplicación de su licencia QFCRA existente. Principal sede de negocios en el QFC: Qatar Financial Centre, Tower, West Bay, Level 5, PO Box 14928, Doha, Qatar. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG. Los productos o servicios financieros relacionados solo están disponibles para los clientes comerciales, según lo definido por la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Qatar.

Reino de Bélgica

Este documento ha sido distribuido en Bélgica por Deutsche Bank AG actuando 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 sujetos a la supervisión y control de la (bce) y la Autoridad Federal Alemana de Supervisión Financiera ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"). Deutsche Bank AG, Brussels Branch tiene su domicilio social en Marnixlaan 13-15, B-1000 Brussels, registrada en el RPM Bruselas, con el número IVA BE 0418.371.094. Hay más información disponible a pedido o en www.deutschebank.be.

Reino de Arabia Saudita

Deutsche Securities Saudi Arabia Company (registrada no 07073-37) está regulada por la Autoridad del Mercado de Capitales. Deutsche Securities Arabia Saudita sólo puede llevar a cabo las actividades de servicios financieros que estén comprendidas en el ámbito de aplicación de su licencia CMA existente. Principal lugar de negocios en Arabia Saudita: King Fahad Road, Distrito de Al Olaya, P.O. Box 301809, Faisaliah Tower, 17th Floor, 11372 Riyadh, Arabia Saudita.

Reino Unido

En el Reino Unido ("Reino Unido"), esta publicación se considera una promoción financiera y está aprobada por DB UK Bank Limited en nombre de todas las entidades que operan como Deutsche Bank Wealth Management en el Reino Unido. Deutsche Bank Wealth Management es un nombre comercial de DB UK Bank Limited. Registrado en Inglaterra & Gales (No. 00315841). Oficina registrada: 23 Great Winchester Street, London EC2P 2AX. DB UK Bank Limited está autorizada por la Autoridad de Regulación Prudencial y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial y su Número de Registro de Servicios Financieros es 140848. Deutsche Bank se reserva el derecho de distribuir esta publicación a través de cualquiera de sus filiales en el Reino Unido, y en cualquier caso, esta publicación se considera una promoción financiera y está aprobada por dicha filial cuando está autorizada por el regulador del Reino Unido correspondiente (si dicha filial no está autorizada de este modo, esta publicación es aprobada por otro miembro del Reino Unido del grupo Deutsche Bank Wealth Management que tenga la autorización necesaria para proporcionar dicha aprobación).

Hong Kong

Este documento y su contenido se proporcionan únicamente con fines informativos. Nada en este documento pretende ser una oferta de cualquier inversión o una solicitud o recomendación para comprar o vender una inversión y no debe interpretarse o interpretarse como una oferta, solicitud o recomendación. En la medida en que este documento haga referencia a cualquier oportunidad de inversión específica, su contenido no ha sido revisado. El contenido de este documento no ha sido revisado por ninguna autoridad reguladora en Hong Kong. Se recomienda tener cuidado con las inversiones contenidas en el presente documento. Si tiene alguna duda sobre cualquiera de los contenidos de este documento, debe obtener asesoramiento profesional independiente. Este documento no ha sido aprobado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong ni el Registro de Sociedades de Hong Kong ha registrado una copia de este documento y, en consecuencia, a) las inversiones (excepto las inversiones que ", tal como se define en la Ordenanza sobre Valores y Futuros (Cap. 571 de las Leyes de Hong Kong) (el "SFO")) no podrá ofrecerse ni venderse en Hong Kong por medio de este documento o cualquier otro documento que no sea a "inversores profesionales" en el sentido del SFO y cualquier normas establecidas en virtud de las mismas, o en otras circunstancias que no resulten en que el documento sea un "prospecto" tal como se define en la Ordenanza sobre Empresas (Disposiciones DeniorySy y Diversas) (Cap. 32 de las Leyes de Hong Kong) ("CO") o que no constituyan una oferta a la Ordenanza de las Empresas (Disposiciones Deniantes y Diversas) que público en el sentido del CO y b) ninguna persona emitirá o poseerá a efectos de emisión, ya sea en Hong Kong o en otro lugar, cualquier anuncio, invitación o documento relacionado con las inversiones a las que se dirija, o cuyo contenido pueda ser acceso o lectura por el público en Hong Kong (excepto si está permitido hacerlo bajo las leyes de valores de Hong Kong) excepto con respecto a las inversiones que están o están destinadas a ser desechadas sólo a personas fuera de Hong Kong o sólo a "inversores profesionales" adelgazar el significado del SFO y cualquier regla hecha en virtud del mismo.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de marketing, pero no es el caso en los EEUU. No se puede garantizar que vaya a cumplirse ninguna previsión u objetivo. Las previsiones están basadas en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. La rentabilidad pasada no es una indicación de resultados futuros. Las inversiones conllevan riesgo. El valor de una inversión puede caer así como subir y usted podría no recuperar la cantidad invertida originalmente en un momento dado. Su capital puede estar en riesgo.



Important information

Singapur

El contenido de este documento no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur ("MAS"). Las inversiones mencionadas en el presente documento no pueden hacerse al público ni a ningún miembro del público en Singapur que no sea (i) a un inversor institucional en virtud del artículo 274 o 304 de la Ley de Valores y Futuros (Cap 289) ("SFA-"), según sea el caso (según sea el caso (según sea el caso de cualquier Sección de la SFA puede ser modificada, complementado y/o sustituido de vez en cuando), (ii) a una persona relevante (que incluye a un Inversor Acreditado) de conformidad con la Sección 275 o 305 y de conformidad con otras condiciones especificadas en la Sección 275 o 305 respectivamente de la SFA, según sea el caso (como cualquier sección de la SFA puede ser modificada, complementado y/o sustituido de vez en cuando), (iii) a un inversor institucional, un inversionista acreditado, un inversionista experto o un inversionista extranjero (cada uno según lo definido en el Reglamento de Asesores Financieros) ("FAR") (ya que cualquier definición de este tipo puede ser modificada, complementada y/o reemplazada de vez en cuando) o (iv) de otra manera de conformidad con, y de conformidad con las condiciones de, cualquier otra disposición aplicable del SFA o la FAR (según la misma puede ser modificada, y de conformidad con, y de conformidad con las condiciones de, cualquier otra disposición aplicable del SFA o la FAR (según la misma, complementado y/o sustituido de vez en cuando).

Estados Unidos

En los Estados Unidos, los servicios de corretaje se ofrecen a través de Deutsche Bank Securities Inc., un corredor de bolsa y asesor de inversión registrado, que lleva a cabo actividades de valores en los Estados Unidos. Deutsche Bank Securities Inc. es miembro de FINRA, NYSE y SIPC. Los servicios bancarios y de préstamo se ofrecen a través de Deutsche Bank Trust Company Americas, miembro de la FDIC y otros miembros del Deutsche Bank Group. Con respecto a los Estados Unidos, véanse las declaraciones anteriores formuladas en este documento. Deutsche Bank no declara ni garantiza que la información contenida en este documento sea apropiada o esté disponible para su uso en países fuera de los Estados Unidos, o que los servicios discutidos en este documento estén disponibles o sean apropiados para su venta o uso en todas las jurisdicciones, o por todas las contrapartes. A menos que esté registrado, con licencia como de otra manera puede ser permisible de conformidad con la ley aplicable, ninguno de Deutsche Bank o sus filiales ofrece ningún servicio en los Estados Unidos o que esté diseñado para atraer a personas estadounidenses (como tal término se define en virtud de la Regulación S de la Ley de Valores de los Estados Unidos de 1933, en su forma enmendada). Esta exención de responsabilidad específica de los Estados Unidos se registrará e interpretará de conformidad con las leyes del Estado de Delaware, sin tener en cuenta cualquier conflicto de disposiciones legales que exija la aplicación de la ley de otra jurisdicción.

Alemania

Este documento ha sido creado por Deutsche Bank Wealth Management, actuando a través de Deutsche Bank AG y no ha sido presentado ni aprobado por la Autoridad Federal de Supervisión Financiera Alemana (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht). Para algunas de las inversiones mencionadas en el presente documento, los folletos han sido aprobados por las autoridades competentes y publicados. Los inversores están obligados a basar su decisión de inversión en tales folletos aprobados, incluidos los posibles suplementos. Además, este documento no constituye un análisis financiero en el sentido de la Ley alemana de comercio de valores (Wertpapierhandelsgesetz) y, por lo tanto, no tiene que cumplir con los requisitos legales para el análisis financiero. Deutsche Bank AG es una sociedad anónima ("Aktiengesellschaft") constituida en virtud de las leyes de la República Federal de Alemania con domicilio social en Fráncfort del Meno. Está registrado ante el tribunal de distrito ("Amtsgericht") en Fráncfort del Meno bajo el número HRB 30 000 y tiene licencia para llevar a cabo actividades bancarias y para prestar servicios financieros. Autoridades de supervisión: El Banco Central Europeo ("BCE"), Sonnemannstrasse 22, 60314 Fráncfort del Meno, Alemania y la Autoridad Federal Alemana de Supervisión Financiera ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"), Graurheindorferer Strasse 108, 53117 Bonn y Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Alemania.

India

Las inversiones mencionadas en este documento no se ofrecen al público indio para su venta o suscripción. Este documento no está registrado y/o aprobado por el Consejo de Valores y Cambio de la India, el Banco de la Reserva de la India o cualquier otra autoridad gubernamental/reguladora en la India. Este documento no es ni debe considerarse un "prospecto" como se define en las disposiciones de la Ley de Sociedades de 2013 (18 de 2013) y el mismo no se presentará ante ninguna autoridad reguladora en la India. De conformidad con la Ley de Gestión de Divisas de 1999 y las reglamentaciones emitidas en virtud de la India, cualquier inversionista residente en la India puede estar obligado a obtener el permiso especial previo del Banco de la Reserva de la India antes de realizar inversiones fuera de la India, incluidas las inversiones mencionadas en este documento.

Italia

Este informe es distribuido en Italia por Deutsche Bank S.p.A., un banco constituido y registrado bajo la legislación italiana sujeto a la supervisión y 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 del Derecho luxemburgués sujeto a la supervisión y control de la Comisión de Vigilancia del Secteur Financier.

España

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española es una entidad de crédito regulada por el Banco de España y la CNMV, e inscrita en sus respectivos Registros Oficiales en virtud del Código 019. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española sólo podrá realizar los servicios financieros y las actividades bancarias que estén comprendidas en el ámbito de aplicación de su licencia existente. El principal lugar de negocios en España se encuentra en Paseo de la Castellana número 18, 28046 - Madrid. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Es

Portugal

Deutsche Bank AG, Portugal Branch es una entidad de crédito regulada por el Banco de Portugal y la Comisión Portuguesa de Valores ("CMVM"), registrada con los números 43 y 349, respectivamente y con el número de registro comercial 980459079. Deutsche Bank AG, Portugal Branch sólo puede llevar a cabo los servicios financieros y las actividades bancarias que estén comprendidas en el ámbito de aplicación de su licencia existente. El domicilio social es Rua Castilho, 20, 1250-069 Lisboa, Portugal. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG, Sucursal Portugal.pañola.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de marketing, pero no es el caso en los EEUU. No se puede garantizar que vaya a cumplirse ninguna previsión u objetivo. Las previsiones están basadas en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. La rentabilidad pasada no es una indicación de resultados futuros. Las inversiones conllevan riesgo. El valor de una inversión puede caer así como subir y usted podría no recuperar la cantidad invertida originalmente en un momento dado. Su capital puede estar en riesgo.



Important information

Austria

Este documento es distribuido por Deutsche Bank AG Vienna Branch, 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 negocios bancarios y prestar servicios financieros. Está supervisado por el Banco Central Europeo (BCE), Sonnemannstraße 22, 60314 Fráncfort del Meno, Alemania y por la Autoridad Federal de Supervisión Financiera (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Alemania y Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Alemania. La sucursal de Viena también está supervisada por la Autoridad Austriaca del Mercado Financiero (FMA), Otto-Wagner Platz 5, 1090 Viena. Este documento no ha sido presentado ni aprobado por las autoridades de supervisión antes mencionadas. Los folletos pueden haber sido publicados para algunas de las inversiones mencionadas en este documento. En tal caso, las decisiones de inversión deben tomarse únicamente sobre la base de los folletos publicados, incluidos los anexos. Sólo estos documentos son vinculantes. Este documento constituye material de marketing sólo con fines informativos y promocionales y no es el resultado de ningún análisis o investigación financiera.

Países Bajos

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

051054 021822