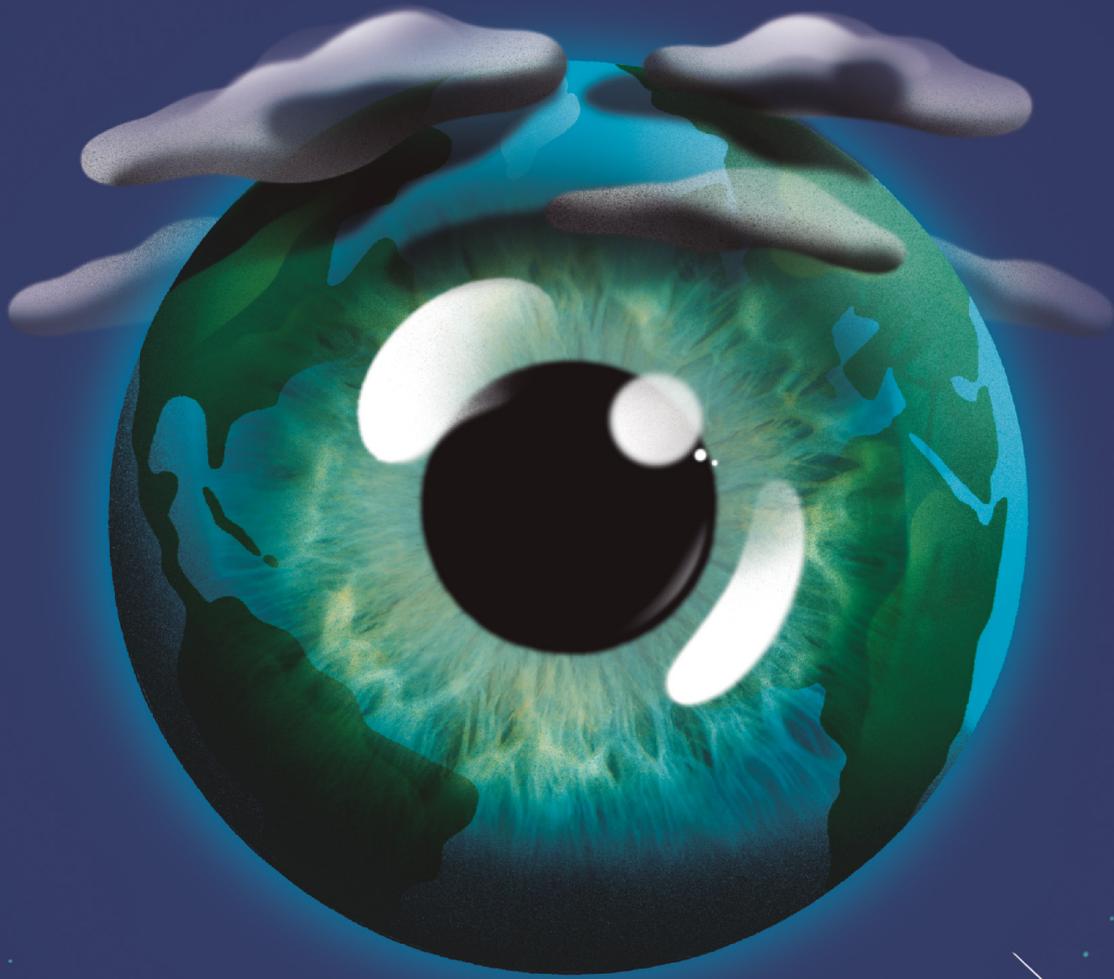


Deutsche Bank  
Chief Investment Office



Abril de 2022

# CIO Insights



**Capeando muchas tormentas**  
Perspectivas económicas y de inversión



# Índice

Carta a los inversores p.2

Actualización macroeconómica y de las clases de activos p.4

Política:  
| problemas para compartir

Economía:  
| a toda marcha

Asia:  
| el ojo del tigre

Inflación:  
| el rinoceronte en la sala

Política monetaria:  
| temores sobre la transición

Renta fija:  
| arenas movedizas

Renta variable:  
| rentabilidades reales/realistas

Materias primas:  
| crecimiento verde

Inversiones inmobiliarias:  
| se sigue construyendo

Divisas:  
| los aspectos macro son importantes

Temas de inversión clave p.26



## Carta a los inversores



Christian Nolting  
Global CIO

# Capeando muchas tormentas

Por si «vivir con la COVID» no era lo bastante complicado, la guerra en Ucrania y su coste humano han añadido un elemento más de dificultad al proceso de recuperación de la economía mundial tras la recesión causada por la pandemia. No obstante, parece que los mercados van a capear estas tormentas razonablemente bien.

Las fuertes subidas de los precios de la energía, los persistentes y prolongados problemas de las cadenas de suministro y la escasez de mano de obra ya han provocado una escalada de las tasas de inflación en todo el mundo a unos niveles que no se habían registrado desde hacía décadas. Al empezar 2022, las esperanzas de que el número de casos de ómicron cayera finalmente en Estados Unidos y en muchos países europeos presentaban el potencial de que se pudiera satisfacer la demanda acumulada de los consumidores, mientras que las carteras de pedidos llenas parecían igualmente prometedoras para el sector industrial.

Sin embargo, con las sanciones impuestas ahora a Rusia por la comunidad internacional y las escaseces existentes agravadas por el conflicto, es posible que el crecimiento económico sea más bajo, como reflejan las previsiones de este informe. En este momento prevemos que el crecimiento estadounidense supere al de la Eurozona tanto en 2022 como en 2023, debido a la proximidad geográfica de Europa con la zona del conflicto y su desventaja estructural como la mayor importadora neto de energía del mundo.

En las economías desarrolladas, las tasas de inflación, ya elevadas, podrían subir aún más debido al incremento de precios provocados por el conflicto y la crisis de oferta.

El consumo de los hogares podría verse frenado por el encarecimiento de la energía, lo cual podría retrasar la recuperación económica. Y, si bien el entorno económico general debería permanecer favorable, no puede descartarse el espectro de una racha temporal de «estanflación» en los mercados desarrollados a corto plazo.

Asia debería beneficiarse teóricamente del repunte del comercio mundial, ya que las reaperturas graduales de las economías podrían llevar a un periodo prolongado de fuerte demanda. Al fin y al cabo, en gran parte de Asia existen aún algunas restricciones, por lo que la actividad económica es muy inferior a la de antes de la COVID. Dicho esto, los factores desfavorables para el crecimiento (como la demanda) en Europa podrían aplazar el impulso positivo para el comercio que muchos anticipaban antes de la guerra de Ucrania.

Las economías estaban empezando a superar las conmociones recientes del lado de la oferta, entre ellas, la pandemia de coronavirus, la alteración de las relaciones comerciales entre EE.UU. y China y la subida de los precios de la energía; en consecuencia, antes de la invasión las empresas estadounidenses y europeas afirmaban que la demanda era muy sólida y superior a la capacidad de producción. Muchas empresas prevén aumentar la producción y contratar personal, lo que podría ejercer una presión alcista en los salarios, que repercutiría a su vez en los precios a los clientes. No se ha observado aún un deterioro sostenido de las perspectivas empresariales, pero es probable que próximamente se produzcan algunos ajustes a la baja.

Por último, la descarbonización de la economía sigue siendo un motor inflacionista a largo plazo, debido a la fijación de precios del carbono y a inversiones insuficientes en fuentes de energía tradicionales.

Los bancos centrales se enfrentan hoy a un dilema, dado que es improbable que las presiones inflacionistas se reduzcan en breve y las economías necesitan abundante liquidez debido al deterioro de las condiciones financieras y a los mayores riesgos para el crecimiento.

La política monetaria será complicada y seguramente se basará cada vez más en los datos y dependerá de la evolución del conflicto. Sin embargo, parece que se ha dado un giro en un sentido: las rentabilidades de la deuda pública han subido considerablemente en las últimas semanas y se prevé que sigan tendiendo al alza a largo plazo por las persistentes presiones inflacionistas y las respuestas de los principales bancos centrales.

La deuda corporativa está en relativamente buenas condiciones para capear esta tormenta. Los fundamentales de la deuda privada de mercados desarrollados, con sólidas posiciones de tesorería en el balance y tasas de impago en mínimos históricos, siguen pareciendo positivos. Los argumentos de inversión de la deuda privada de mercados emergentes (ME) se mantienen inalterados. No obstante, se prevén rachas de presión vendedora técnica, cuando la aversión al riesgo aumente debido a la evolución del conflicto u otros factores, tales como repuntes bruscos de la inflación o actuaciones de los bancos centrales.

Mantenemos una postura cautelosamente constructiva en renta variable. Pese al alza de los tipos de interés, unos tipos reales bajos o a menudo negativos (dada la subida de la inflación) siguen respaldando el argumento de que «no hay alternativa» y las perspectivas de beneficios siguen siendo positivas; no obstante, la incertidumbre en torno a nuestras expectativas ha aumentado considerablemente y seguramente se mantendrá una elevada volatilidad en el mercado de renta variable. También es probable que las «rotaciones hacia riesgo» en las bolsas continúen durante un buen período de tiempo. Y, como hemos mencionado, si bien se prevé que muchos tipos de interés reales se mantengan negativos en los próximos 12 meses, seguramente serán volátiles y dependerán de los datos, así como de la Fed.

La volatilidad sigue siendo alta en el contexto de la guerra de Ucrania y es posible que ciertas inversiones fundamentalmente sólidas hayan resultado más afectadas de lo que implica su valor relativo debido a las reducciones del riesgo generalizadas. No obstante, con el tiempo deberían surgir oportunidades de inversión.

El mercado de materias primas sigue escalando, y los precios del petróleo se ven respaldados por las bajas existencias. Se prevé asimismo que los precios del petróleo y el gas se mantengan elevados debido a las posibles interrupciones del suministro de Rusia y las consecuencias, difíciles de prever, de las sanciones.

Dadas las rentabilidades reales negativas y la función del oro como cobertura contra la crisis, se mantendrá su relevancia. Mantenemos una postura constructiva en inversiones inmobiliarias; las residenciales e industriales deberían proporcionar rentabilidades relativamente atractivas.

En lo que respecta a los mercados de divisas, cada vez responden más a los acontecimientos geopolíticos, mientras que los factores monetarios podrían volver a adquirir más importancia con el tiempo.

Nuestro enfoque de inversión se sigue basando fundamentalmente en la asignación estratégica de activos. En esta época sin precedentes, con una gran incertidumbre en torno a cualquier estimación, la gestión de riesgos y la diversificación son más importantes que nunca. Como señalamos en nuestras perspectivas anuales, creemos que los asuntos geopolíticos seguirán teniendo una gran incidencia en los mercados de capitales. Las primas de riesgo se mantendrán y deben tenerse en cuenta en las estrategias de inversión.

En resumen, los inversores deberían tratar de alcanzar una asignación estratégica de activos apropiada, sin dejarse llevar por las tormentas que puedan capear los mercados y manteniendo con resolución su orientación a largo plazo.



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

Christian Nolting  
Global CIO

# Actualización macroeconómica y de las clases de activos

01



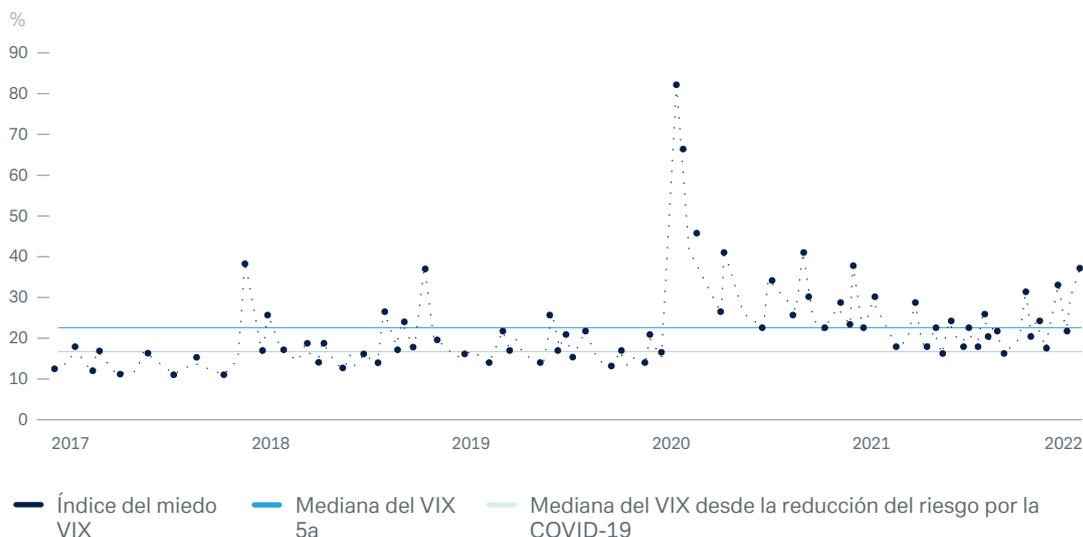
## Política: compartiendo los problemas

La competencia entre distintos sistemas económicos y sociales por los recursos, el comercio, el liderazgo tecnológico y la influencia geopolítica –en los que EE.UU. y China han sido los principales protagonistas en los últimos años– ha situado ahora a Rusia y Europa en el primer plano.

La reciente escalada del conflicto entre Rusia y Ucrania, con la invasión de este país, ha llevado a la comunidad internacional a imponer sanciones generalizadas. Tras las decisiones tomadas por los gobiernos, las empresas han empezado a romper sus relaciones con Rusia. Las exposiciones empresariales a este país y a activos rusos se están revisando y en muchos casos se liquidarán las inversiones. La financiación de materias primas rusas está sujeta a menudo a restricciones, puesto que sus consecuencias suelen ser inciertas. El alcance de las nuevas sanciones dependerá sin duda de la evolución de la guerra. Los precios de los bienes de exportación rusos y ucranianos, como la energía, los metales, el maíz o el trigo, han subido en los últimos meses, intensificando aún más las presiones inflacionistas y llevando a nuevas medidas fiscales.

Figura 1: el «índice del miedo» (el VIX)

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos a marzo de 2022.



Mientras tanto, la competencia entre EE.UU. y China continúa: la administración estadounidense está revisando actualmente los resultados del Acuerdo de Fase 1 con China. Si bien las compras chinas no han cumplido los objetivos acordados, es improbable que haya una nueva ronda de aranceles puesto que la demanda estadounidense es elevada, y unas nuevas sanciones o aranceles agravarían las presiones inflacionistas en EE.UU. No obstante, últimamente se han incorporado nuevas entidades a las listas negras estadounidenses.

Una de las diferencias entre ambos sistemas es su manera de abordar el coronavirus. China sigue manteniendo su estrategia de COVID cero, lo que contribuye a la lenta recuperación de las cadenas de suministro mundiales. En EE.UU. y en la mayoría de los países europeos, en cambio, la relajación de las medidas contra la pandemia ha empezado a surtir efecto en la confianza empresarial.

Las políticas para abordar la COVID, la lucha contra las presiones inflacionistas y la situación de la deuda pública serán temas importantes en las próximas elecciones presidenciales en Francia en abril, las elecciones parlamentarias francesas en junio y las elecciones estadounidenses de mediados de legislatura en noviembre.

En caso de que estas últimas resulten en una mayoría republicana en el congreso, podría resultar más difícil adoptar decisiones para imponer nuevas regulaciones o endurecer las existentes, especialmente en los sectores financiero y tecnológico. En EE.UU. se están debatiendo iniciativas impulsadas por el cambio climático, la normativa relativa a posiciones dominantes de mercado, antimonopolio y privacidad de datos. En China se espera que las tensiones del mercado provocadas por las regulaciones introducidas, incluidas las dirigidas a fomentar su objetivo de desarrollo de «prosperidad compartida», aflojen hacia finales de año.

---

La invasión rusa de Ucrania ha llevado a sanciones generalizadas por parte de los gobiernos y a una ruptura de relaciones comerciales con Rusia por parte de las empresas.

---

## Política: compartiendo problemas

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- La geopolítica ocupa actualmente un primer plano en los mercados financieros, lo que provoca un incremento de la volatilidad.
- Abordar la situación post pandemia, la desigualdad, el cambio climático y la transformación digital siguen siendo las prioridades.
- Hay varias elecciones importantes previstas, especialmente las elecciones estadounidenses de mediados de legislatura en noviembre.

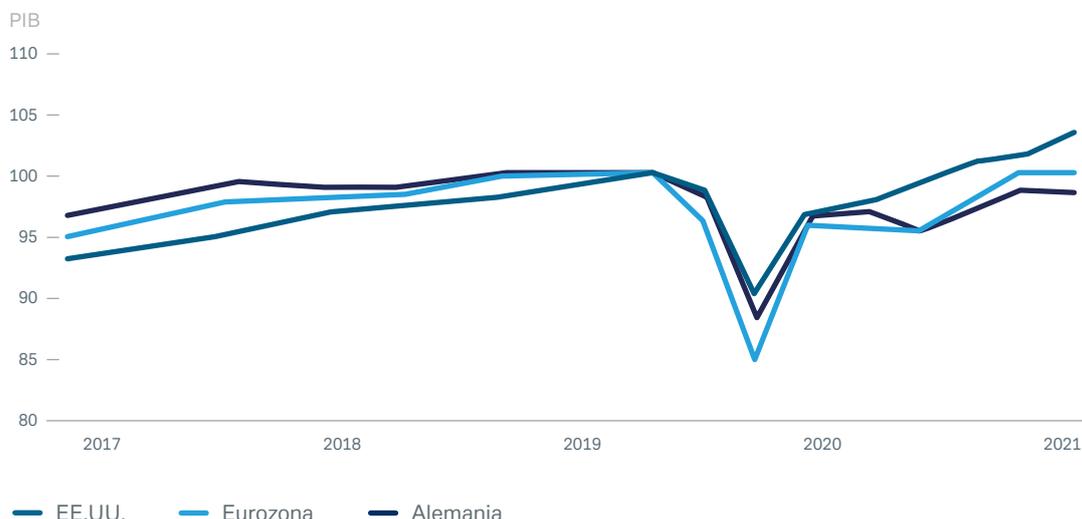
# 02



## Economía: a toda marcha

Figura 2: PIB real indexado

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos a marzo de 2022.



Mientras que la economía estadounidense hace tiempo que ha recuperado su tendencia anterior a la crisis, muchos países de la Eurozona siguen registrando un PIB más bajo que a finales de 2019. Por lo tanto, las tasas de crecimiento de la Eurozona podrían repuntar bastante cuando la actividad económica vuelva a la normalidad. No obstante, la escalada del conflicto en Ucrania podría retrasar la recuperación, puesto que los altos precios de la energía están mermando considerablemente el poder adquisitivo de los hogares y frenando el crecimiento del consumo. Por otra parte, la economía europea debería beneficiarse de los estímulos fiscales proporcionados por el fondo Next Generation EU, del que ya se han efectuado los primeros desembolsos importantes para fomentar proyectos en temas de digitalización y protección medioambiental. En EE.UU., en cambio, cada vez es más incierto si se aprobará el programa de infraestructuras planteado por el gobierno Biden, lo que significa que tal vez no habrá estímulos fiscales considerables en 2022. Puesto que las economías europeas resultan más afectadas por la crisis de Ucrania, el crecimiento del PIB de la Eurozona seguramente se desacelerará más que el estadounidense comparado con el año pasado. El crecimiento de algunos países emergentes podría también ralentizarse, pero seguramente mantendrán un nivel razonable en comparación con las cifras a largo plazo. En China, las medidas todavía inflexibles de COVID cero y el bajón del sector inmobiliario seguramente lastarán el crecimiento a corto plazo en 2022, si bien el gobierno y el banco central ya han aprobado algunas medidas de estímulo.

Dado el crecimiento mundial todavía relativamente sólido y la continua escasez de suministros en varios sectores, no se han eliminado aún los riesgos de sobrecalentamiento con fuertes subidas de precios en determinados sectores. En un contexto de mercados laborales bastante tensos, esta escasez podría seguir agravándose y provocar la subida de los salarios.

En un escenario de alto riesgo, en que se detenga el comercio de combustibles fósiles entre Rusia y Europa y los precios de la energía se disparen, nuestros economistas prevén que la economía europea caiga en una recesión técnica, es decir, dos trimestres seguidos de crecimiento negativo del PIB, debido a los cortes inevitables de la producción industrial, el deterioro de la confianza de los consumidores y las empresas, y sus consecuentes repercusiones negativas para otros sectores. Los países de Europa del Este y Alemania serían los más afectados en este escenario debido a su alta dependencia de suministros energéticos de Rusia.

Si los riesgos se moderan, el entorno macroeconómico volvería a ser más difícil para los bonos soberanos de referencia, ya que unas sólidas tasas de crecimiento aumentarían la probabilidad de subidas de los tipos de interés y de los rendimientos de los bonos.

Figura 3: Previsiones de crecimiento del PIB (%)

Fuente: Deutsche Bank AG. Previsiones a 3 de marzo de 2022.

### Crecimiento del PIB (% interanual)

	2022	2023
 India	7,0	6,0
 China	4,5	4,8
 RU	2,8	1,5
 Francia	3,0	1,7
 Italia	3,2	1,7
 Mundo	3,5	3,3
 EE.UU.	3,4	2,4
 Brasil	0,0	1,5
 Eurozona	2,8	2,2
 España	3,8	1,9
 Rusia	-8,0	0,0
 Alemania	3,0	3,2
 Japón	2,4	1,4

### Economía: a toda marcha

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- La recuperación económica se verá frenada por el impacto de la guerra en Ucrania.
- Estados Unidos debería crecer más que la Eurozona.
- El entorno macroeconómico seguramente seguirá difícil para los bonos, debido a las probables subidas de los tipos de interés y las rentabilidades.

# 03



## Asia: el ojo del tigre

Las economías asiáticas orientadas a las exportaciones deberían ser las que más se beneficien de la recuperación anticipada del comercio mundial. No obstante, la guerra de Ucrania y la subida de los precios de la energía representan claramente riesgos bajistas para estas expectativas económicas. Se prevé que el impacto potencial sobre el PIB y la inflación sea desigual en las distintas economías asiáticas, principalmente en función del peso de las exportaciones sobre el PIB y de la dependencia de las importaciones de energía de cada país. La distensión de las cadenas de suministro y unas brechas de producción más negativas debido al endurecimiento de las restricciones para contener la COVID han hecho que la región sea menos vulnerable a las presiones inflacionistas que otros lugares.

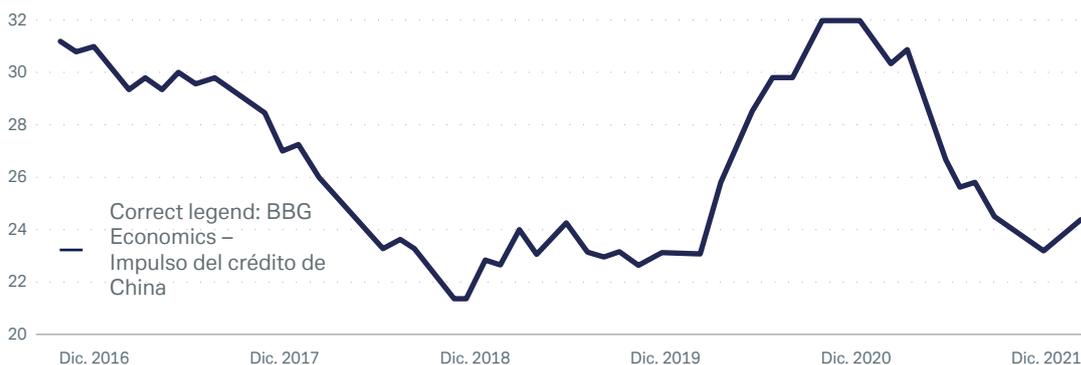
No obstante, puesto que los tipos y rendimientos de los bonos estadounidenses han sido siempre determinantes importantes de los valores de las divisas y los tipos de interés de Asia, los bancos centrales asiáticos no se quedarán de brazos cruzados, sino que avanzarán gradualmente en sus procesos de normalización. No obstante, a diferencia de cuando empezaron ciclos anteriores de subidas de tipos en EE.UU., esta vez los bancos centrales de la región –excluida China– parecen tener más margen de maniobra, y no deberán necesariamente que anticiparse o actuar en paralelo a la Fed. Así, por ejemplo, el Banco de Corea ha subido ya los tipos tres veces desde octubre de 2021, y esta vez Corea del Sur seguramente será una de las primeras economías asiáticas que terminará su ciclo de subidas.

En China, la rigurosa estrategia de COVID cero ha llevado a la adopción de nuevas restricciones de movimiento, y el consumo privado es más bajo de lo previsto. El conflicto de Ucrania comporta riesgos bajistas adicionales para las perspectivas económicas de China debido al encarecimiento de las importaciones de energía. En consecuencia, hemos revisado nuestra previsión de crecimiento del PIB de China en 2022 del 5,3% al 4,5%. Hace poco, el gobierno chino entregó su informe de trabajo a la Asamblea Popular Nacional, en el que establecía un objetivo de crecimiento anual de «en torno al 5,5%». Esto implica que el crecimiento secuencial medio deberá recuperarse a una tasa desestacionalizada intertrimestral del 6,5%, superior al promedio, lo cual resultará difícil.

El precio medio de las viviendas nuevas en las 70 mayores ciudades chinas subió ligeramente en enero, pero no puede descartarse una reducción de las inversiones y una caída de las ventas en el sector inmobiliario en un futuro próximo. Si bien las tensiones de liquidez del sector de la promoción inmobiliaria podrían persistir de momento, no preveamos que Pekín se vea directamente implicado en posibles acuerdos de liquidación de impagos. Por lo tanto, es probable que la reestructuración del mercado tenga lugar a escala local, y que las promotoras de propiedad estatal asuman proyectos de sus competidores privados en dificultades. Preveamos que el Banco Popular de China (PBoC) adopte más medidas de relajación de la liquidez para los bancos chinos y nuevas rebajas de tipos para estimular la demanda de los consumidores y reforzar la inversión de capital. No obstante, puesto que algunos sectores de servicios se encuentran aún bajo presión debido a la COVID y dada la mayor supervisión del sector tecnológico, parece justificado mantener un enfoque cauteloso a corto plazo.

Figura 4: China: el impulso del crédito está mejorando

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos a marzo de 2022.



En India, dada su gran exposición a las importaciones de crudo, que en 2020 representaban un 28% de las importaciones totales, se prevé un impacto negativo sobre el crecimiento del PIB si los precios del petróleo se mantienen en los niveles actuales o suben aún más.

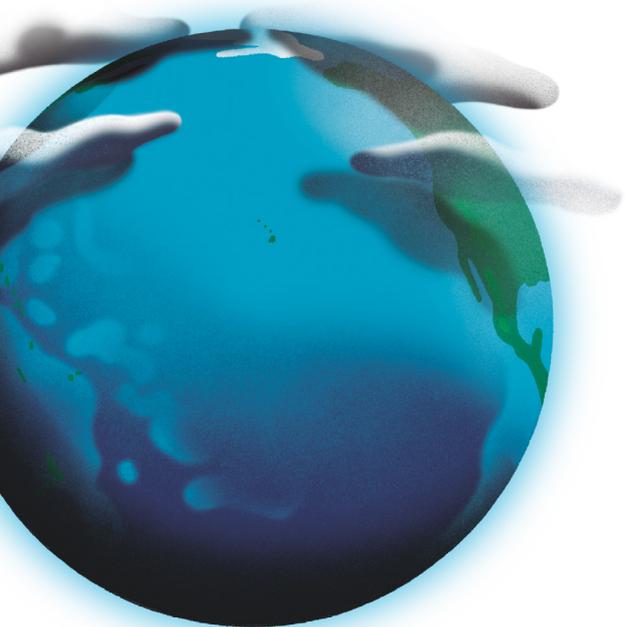
Un encarecimiento del petróleo incidiría negativamente en la inflación y las balanzas fiscales y por cuenta corriente de India; esto debería comportar idealmente que el Banco de la Reserva de India (RBI) adopte una postura más proactiva en cuanto a la normalización de la política monetaria. No obstante, dado el sesgo expansivo del RBI, es muy posible que el banco central considere la subida actual del precio del petróleo un mayor riesgo para el crecimiento y que, en consecuencia, aplase aún más el proceso de normalización.

Según un informe presupuestario para el ejercicio 2022/23 publicado hace poco, el gobierno central de la India desea respaldar la recuperación económica en curso aumentando sus programas de inversión en un 35% con respecto al plan presupuestario actual. El paquete de inversiones públicas de en torno a 100.000 millones de dólares estadounidenses se destinará a medidas como la expansión de las redes viarias y ferroviarias y a proyectos de energía solar.

## Asia: el ojo del tigre

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- El conflicto entre Rusia y Ucrania afectará de manera desigual al crecimiento de los ME asiáticos.
- Los obstáculos para el crecimiento nos llevan a rebajar nuestra previsión del PIB chino.
- La subida del petróleo lastra las perspectivas económicas de la India; el RBI podría ofrecer su apoyo.



# 04



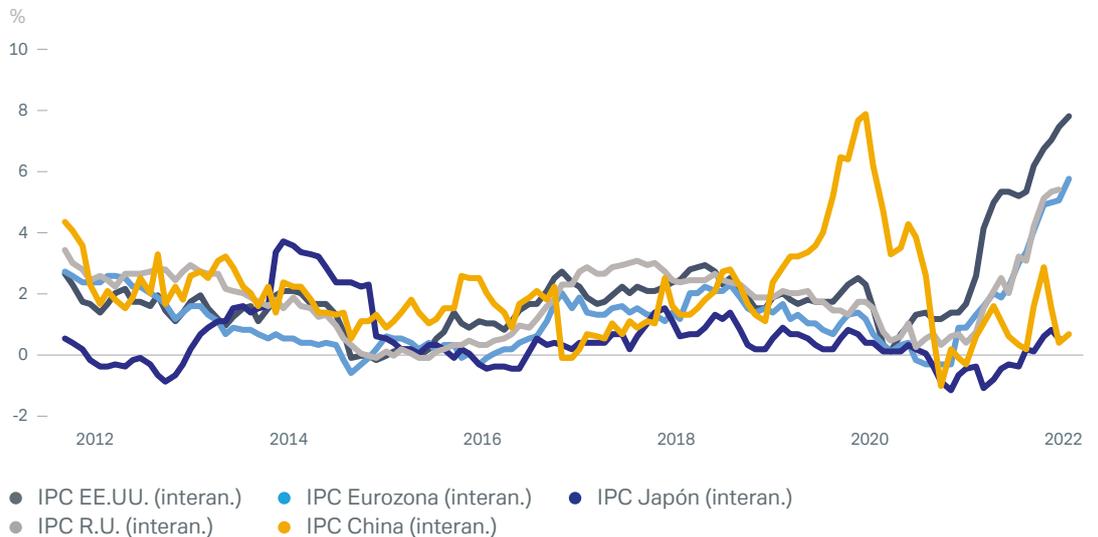
## Inflación: el rinoceronte en la sala

La subida de los precios de la energía, la escasez de mano de obra y los problemas de las cadenas de suministro han provocado una escalada de las tasas de inflación a unos niveles que no se habían registrado desde hacía décadas. La inflación de precios al consumo en EE.UU. ha superado el umbral del 7% y en la Eurozona se han registrado unos niveles del 5%. El rinoceronte en la sala se ha desatado y podría ser difícil de contener.

La recuperación económica ha hecho aumentar la demanda de bienes y servicios. Al mismo tiempo, el mundo post pandemia ha generado algunas restricciones de la oferta, algo que los bancos centrales difícilmente pueden controlar. Las sanciones y el cese por parte de las empresas de sus actividades en Rusia están agravando los problemas de las cadenas de suministro. Asimismo, la escasez de platino, paladio o incluso neón está afectando la fabricación de productos intermedios. La inflación está asimismo repuntando en el sector de servicios, donde se observa un fuerte efecto de la crisis de la COVID: la escasez de mano de obra. La tasa de participación de la fuerza de trabajo en EE.UU. no se ha recuperado hasta los niveles de antes de la crisis; en Europa, el desempleo ha caído por debajo del nivel anterior a la pandemia y un 25% de las empresas indican que la escasez de mano de obra está limitando su producción. La baja tasa de paro respalda el poder de negociación de los sindicatos. La situación dependerá en gran parte de si a las empresas y trabajadores les preocupa más la incertidumbre económica o las perspectivas de inflación. Preveemos que algunos motores inflacionistas se moderen (las subidas de la energía deberían aflojar a medio plazo). No obstante, seguramente persistirán algunas tendencias a más largo plazo, como la disminución de la fuerza de trabajo y la creciente proporción del PIB generada por los servicios, más intensivos en mano de obra; por consiguiente, es improbable que la inflación vuelva al nivel de antes de la pandemia en los próximos años.

Figura 5: Índices de precios al consumo (interanual)

Fuente: Deutsche Bank AG, Refinitiv Datastream. Datos del 28 de febrero de 2022.



La escasez de la oferta (de materiales y de mano de obra) seguramente mantendrá unos niveles elevados de inflación.

La inflación incide en las clases de activos de diversas maneras. Supone un problema para las rentabilidades reales de las inversiones en bonos nominales, en particular si se produce también un efecto desfavorable de una subida de los tipos. Las empresas están tratando de repercutir las alzas de los costes y aquellas que tienen poder de fijación de precios deberían tener la capacidad de proteger sus márgenes; dicho esto, un aumento de la inflación suele ir acompañado de subidas de las rentabilidades, lo que afecta los múltiplos. La descarbonización de la economía incide asimismo en la inflación, por lo menos a corto plazo debido a la fijación de precios del carbono, por una parte, así como a unas inversiones insuficientes en fuentes de energía tradicionales, por otra. A largo plazo, no obstante, podría tener un efecto deflacionista, cuando las economías de escala de las energías renovables surtan efecto.

## Inflación: el rinoceronte en la sala

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- El incremento continuado de la inflación está provocando la subida de las rentabilidades, y las empresas están tratando de repercutir las alzas de los costes.
- La inflación incide en las clases de activos de diversas maneras.
- La «inflación verde» contribuye a las perspectivas de inflación a más largo plazo.



# 05



## Política monetaria: temores sobre la transición

En nuestras perspectivas anuales sosteníamos que las perspectivas de subida de la inflación suponían un problema para los bancos centrales, con el consiguiente riesgo de que tengan una actitud más reactiva que proactiva. Con la reaparición de la inflación, los bancos centrales – especialmente la Fed– han abandonado en los últimos meses el argumento de que los aumentos de la inflación eran temporales. Unas tasas de inflación en máximos de varias décadas han llevado a replantearse su postura monetaria, pese a los nuevos enfoques como el objetivo de inflación media. El conflicto de Ucrania presenta un reto adicional para los bancos centrales, puesto que los repuntes de la inflación debidos a las crisis de oferta están en gran medida fuera de su control.

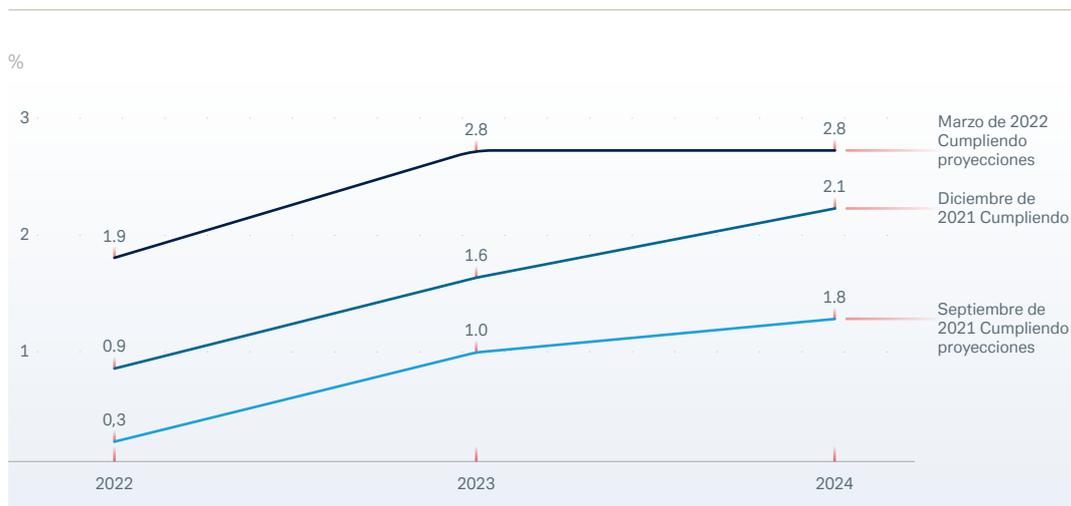
No obstante, se prevé que la Fed mantenga en general su trayectoria, dado que los EE.UU. no se han visto tan afectados por la guerra de Ucrania.

El BCE, en cambio, se encuentra en una posición más difícil ya que, además de la escalada de la inflación, debe lidiar con una desaceleración económica y tratar de asegurar la estabilidad financiera. En general, mantendrá su estrategia por fases, es decir, primero poner fin a las compras de activos (hace poco anunció sus planes de finalizar más rápidamente su programa de compras) y luego subir los tipos.

La Fed aprobará seguramente cuatro alzas más del tipo de los Fed Funds de 25 p.b. cada una en 2022, pero esto seguirá dependiendo en cierta medida de los datos. Es probable que haya tres subidas más en 2023. Una ralentización de la dinámica económica y una moderación de la inflación podrían detener el ciclo de subidas de tipos, pero si suben las expectativas de inflación, esto podría exigir que se compensen con un mayor endurecimiento monetario. Además, la Fed probablemente empezará a reducir su balance más adelante en el año. En este sentido, los bancos centrales se mueven en terreno desconocido, ya que salen de una política monetaria ultra laxa que ha llevado a ampliar sus balances, mientras que la deuda pública también ha aumentado. La última vez que las tasas de inflación estadounidenses estuvieron en los niveles actuales, la ratio deuda pública/PIB de EE.UU. era mucho más baja. Los defensores de la teoría monetaria moderna podrían enfrentarse a tiempos difíciles.

Figura 6: Proyecciones oficiales de la Junta de la Reserva Federal sobre el tipo de los Fed funds

Fuente: Federal Open Market Committee, Deutsche Bank AG. Datos del 16 de marzo de 2022.



Las expectativas de alzas de tipos y la transición de una expansión cuantitativa a una restricción cuantitativa han provocado una subida de las rentabilidades, que se prevé que continúe. No obstante, los diferenciales también se han ampliado y se ha observado una rotación de estilos de las acciones de larga duración –es decir, de crecimiento– a las de valor, que se ha visto interrumpida por la caída reciente de las rentabilidades. El cambio en la política monetaria podría poner fin a algunos argumentos de inversión de largo plazo, a medida que la búsqueda de rendimientos pasa a ser algo menos intensa.

## Política monetaria: temores sobre la transición

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- La persistencia de la inflación ha provocado un giro en las políticas de los bancos centrales.
- De la expansión cuantitativa a la restricción cuantitativa.
- El cambio de narrativa de la política monetaria ha impactado los estilos de renta variable, así como la renta fija.

# 06



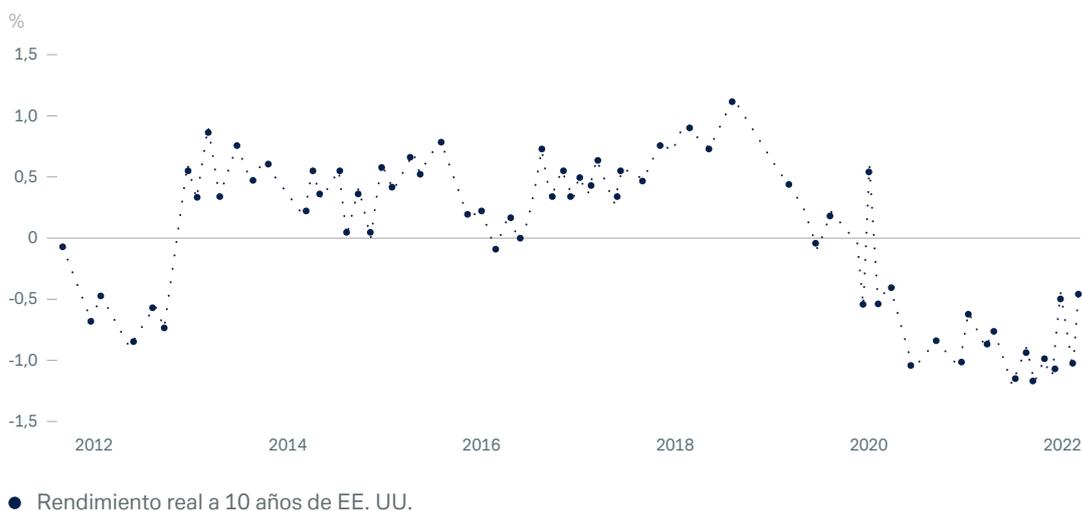
## Renta fija: arenas movedizas

Este 2022 está siendo un año complicado para la renta fija. Las arenas movedizas que pronosticamos en la clase de activos de renta fija han provocado un aumento de la volatilidad y un repunte inicial de las rentabilidades en EE.UU. y Europa.

No obstante, en última instancia, es probable que las rentabilidades se sigan viendo impulsadas próximamente por la normalización de la política monetaria, especialmente al iniciar los bancos centrales su ciclo de subidas de tipos y reducciones del balance. Las rentabilidades en los vencimientos más cortos se verán influidas por las expectativas de los próximos cambios de los tipos de referencia; sin embargo, la deuda pública a más largo plazo responderá a las variaciones del tipo de referencia del banco central previsto para el final del ciclo y el ritmo de la restricción cuantitativa, es decir, las reducciones previstas del balance. Una suposición importante para todas las clases de activos es que las rentabilidades reales se mantendrán seguramente negativas en un plazo de doce meses.

### Figura 7: previsión de que las rentabilidades reales sigan siendo ligeramente negativas

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Datos del 29 de marzo de 2022.



La política monetaria menos expansiva tendrá un impacto sobre la estructura de los tipos de interés. Preveamos que la curva de tipos se aplane, con subidas más marcadas de las rentabilidades de la deuda pública a corto plazo que a largo plazo.

Las perspectivas de los diferenciales de los bonos soberanos de la Eurozona son desiguales. El crecimiento económico y la política fiscal expansiva, incluido el fondo de recuperación Next Generation EU, deberían seguir siendo favorables en los próximos doce meses. Sin embargo, por otra parte, las perspectivas de subidas de los tipos de referencia y unos menores estímulos monetarios debido al vencimiento de los programas de compras de activos netas podrían llevar a una ampliación de los diferenciales entre los países centrales y la periferia. Esta ampliación no debería ser sustancial debido a las reinversiones de las compras de activos del BCE y su compromiso para prevenir una fragmentación, pero no preveamos volver a los bajos niveles de diferenciales del año pasado.

En términos fundamentales, los niveles de tesorería en el balance de las empresas de categoría investment grade en USD siguen elevados, lo que debería limitar las necesidades de financiación. No obstante, un buen número de «estrellas en ascenso» [bonos con potencial de pasar a grado de inversión] podría aumentar la oferta del mercado, lo que debilitaría en términos técnicos el atractivo de este segmento. Para la deuda investment grade en EUR, el inestimable apoyo proporcionado por el BCE a través de su programa de compras de deuda corporativa (CSPP) finalizará previsiblemente este año. Sin embargo, la disminución de los bonos con rentabilidades negativas en el segmento atraerá más entradas de capitales de los inversores institucionales, por lo que creemos que los diferenciales caerán en los próximos doce meses.

El segmento high yield (HY) de los mercados tanto en USD como en EUR tiene una posición fundamental muy sólida actualmente. Las tasas de impago se situaron en mínimos históricos en ambos mercados en 2021: un 0,5% la deuda HY en USD y un 0,7% en EUR. Si bien se prevé que estas tasas suban a un 1% en ambas regiones, el hecho de que partan de una base muy baja no debería considerarse como algo negativo. No obstante, tal y como preveíamos, el sesgo alcista de los dos grandes bancos centrales ha provocado un repunte de la volatilidad de los tipos de interés y, por ende, una ampliación de los diferenciales. Puesto que esta ampliación parece excesiva, prevemos que los diferenciales se reduzcan con respecto a los niveles actuales.

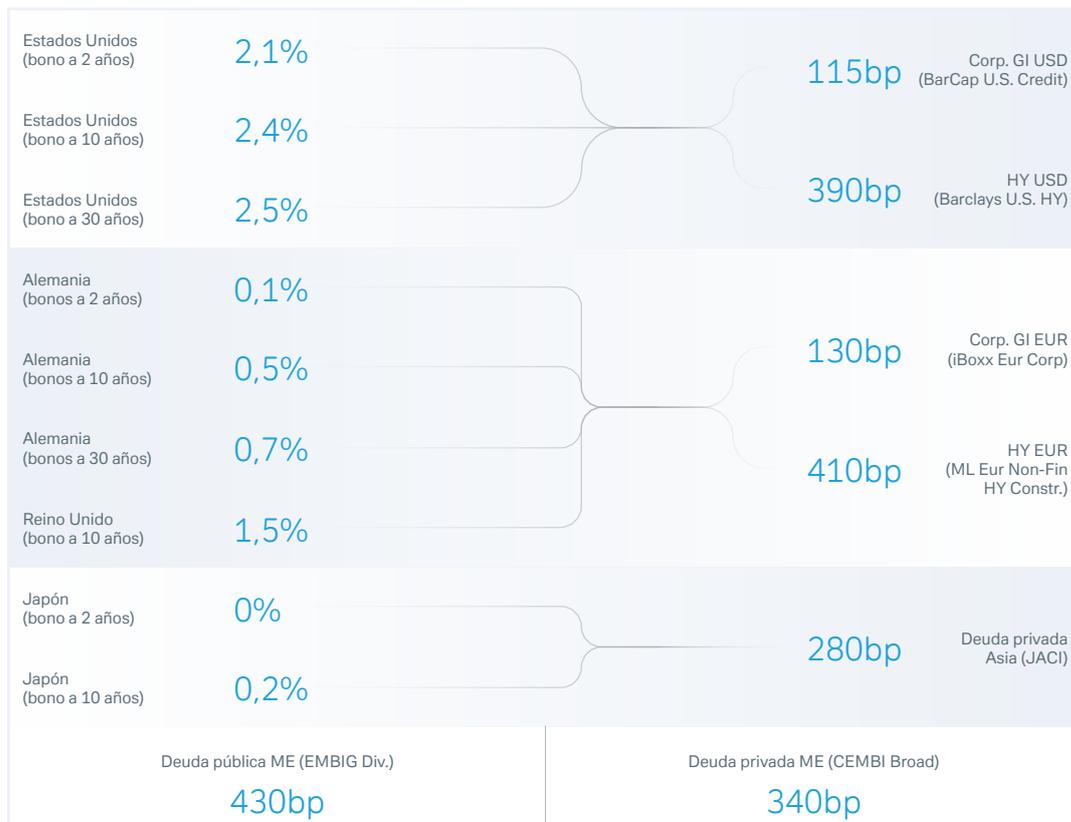
Creemos que las perspectivas de los bonos de mercados emergentes (ME) son atractivas a medio plazo, mientras que a corto plazo se ven enturbiadas por las altas tasas de inflación y la incertidumbre en torno a las tensiones geopolíticas. La deuda pública de mercados emergentes debería beneficiarse de un sólido crecimiento del PIB; los altos precios de las materias primas y la recuperación del turismo también deberían ser favorables.

Si bien es probable que los problemas geopolíticos sigan teniendo relevancia en este segmento, el hecho de que no haya ningún país individual con un peso dominante debería mantener estos riesgos específicos contenidos y hacer bajar los diferenciales en conjunto.



Figura 8: previsiones de la renta fija para finales de marzo de 2023

Fuente: Deutsche Bank AG. Previsiones a 3 de marzo de 2022.



## Renta fija: arenas movedizas

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- Las rentabilidades reales seguramente se mantendrán negativas en un plazo a 12 meses.
- Los diferenciales de la deuda de GI deberían caer en los próximos 12 meses.
- Se prevé un aplanamiento de la curva de tipos con el endurecimiento de la política monetaria.

# 07



## Renta variable: rentabilidades reales/realistas

Habida cuenta de los acontecimientos recientes, hemos reducido nuestras previsiones para los mercados de renta variable en conjunto. Sin embargo, seguimos creyendo que la mayoría de bolsas presentan un potencial alcista razonable. Si bien a corto plazo, la rentabilidad del mercado bursátil depende en gran medida de la evolución del conflicto de Ucrania, así como del impacto de las sanciones y las posibles represalias rusas. Mantenemos una postura cautelosamente constructiva en esta clase de activos a largo plazo, por dos motivos:

- 01 Nuestras previsiones suponen que las rentabilidades reales seguirán siendo negativas en un futuro próximo, es decir, el «no hay alternativa» debería seguir siendo válido. No obstante, creemos que los múltiplos seguramente ya han tocado techo en este ciclo.
- 02 Mantenemos nuestras previsiones de crecimiento del beneficio por acción (BPA) de un dígito para 2022, ya que las empresas han demostrado hasta ahora la capacidad de sostener unos elevados márgenes de beneficios repercutiendo los incrementos de costes a los clientes. Cabe tener en cuenta que, a pesar de las turbulencias del mercado, los analistas «bottom-up» han elevado las expectativas de beneficios para el conjunto del año 2022, ya que la exposición directa de los beneficios a Rusia y Ucrania es limitada y se concentra en las empresas europeas.

Figura 9: previsiones de los índices bursátiles para finales de marzo del 2023

Fuente: Deutsche Bank AG. Previsiones a 3 de marzo de 2022.

### Previsiones de los índices bursátiles

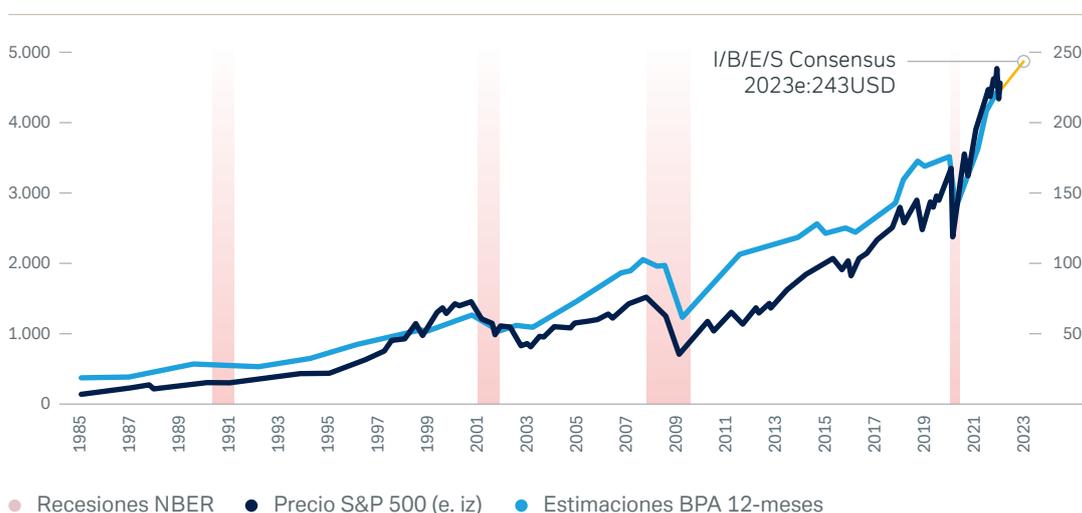
 S&P 500	4.600
 DAX	14.600
 EuroStoxx 50	3.900
 Stoxx Europe 600	460
 MSCI Japan	1.200
 SMI	12.000
 FTSE 100	7.500
 MSCI EM	1.220
 MSCI Asia sin Japón	780
 MSCI Australia	1.450

Mantenemos nuestra valoración neutral para las distintas regiones de renta variable. Las acciones estadounidenses, que habían resultado relativamente más afectadas por el fuerte incremento de las rentabilidades reales, han aguantado bien tras la invasión de Ucrania debido a la limitada exposición comercial de las empresas estadounidenses y a un giro del movimiento precedente de las rentabilidades reales. Creemos que hay potencial alcista de un dígito a partir de los niveles actuales, respaldado por un rebote de los indicadores económicos en cuanto los cuellos de botella de las cadenas de suministro aflojen y la economía vuelva a abrirse tras la ola de ómicron.

Si bien el crecimiento del BPA del S&P 500 se ha normalizado en comparación con los trimestres anteriores, el BPA del índice en el 4.º trimestre se situó aún más de un 20% por encima del nivel de la tendencia. La confirmación de la capacidad de las grandes compañías estadounidenses de generar beneficios excelentes en tiempos de incertidumbre debería ayudar al S&P 500 a cobrar impulso de nuevo.

Figura 10: los ciclos de los beneficios determinan el S&P 500

Fuente: Deutsche Bank AG, Refinitiv Datastream, National Bureau of Economic Research. Datos del 25 de febrero de 2022.



Las bolsas europeas seguirán bajo presión durante un cierto tiempo aún, dada la proximidad de Europa con el conflicto, su mayor dependencia energética y su vulnerabilidad a las sanciones y posibles represalias.

No obstante, dado que las condiciones financieras se mantendrán laxas y aumentará el gasto fiscal, creemos que los mercados de renta variable europeos siguen teniendo un recorrido alcista. Dicho esto, preveemos que la volatilidad del mercado se mantenga elevada dada la incertidumbre acerca de la guerra en Ucrania.

Los mercados emergentes de Europa del Este se están viendo afectados por su elevada dependencia de la energía rusa y su proximidad con el conflicto. Por lo tanto, es probable que las valoraciones sigan bajo presión, con la posibilidad de nuevas depreciaciones. Las acciones de Asia Pacífico se han mantenido relativamente estables, pues solo han registrado unos leves repuntes de las primas de riesgo. América Latina ha sido la región con la mejor rentabilidad, debido a sus escasas relaciones con Rusia y el elevado peso del sector de materias primas. Si bien los efectos de contagio podrían lastrar los mercados emergentes, los tipos de interés relativamente altos ofrecen cierto margen de maniobra para hacer frente a una desaceleración del crecimiento económico.

## Renta variable: rentabilidades reales/realistas

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- Aunque hemos rebajado nuestras previsiones, creemos que la mayoría de los mercados de acciones presentan un potencial alcista razonable.
- La gestión de riesgos será seguramente crucial para capear la elevada volatilidad en las bolsas, que no parece que vaya a aflojar próximamente.
- las rentabilidades reales permanecerán negativas, por lo que el argumento de que «no hay alternativa» debería seguir siendo válido y, junto con los beneficios, impulsar los mercados de renta variable en los próximos 12 meses.

# 08



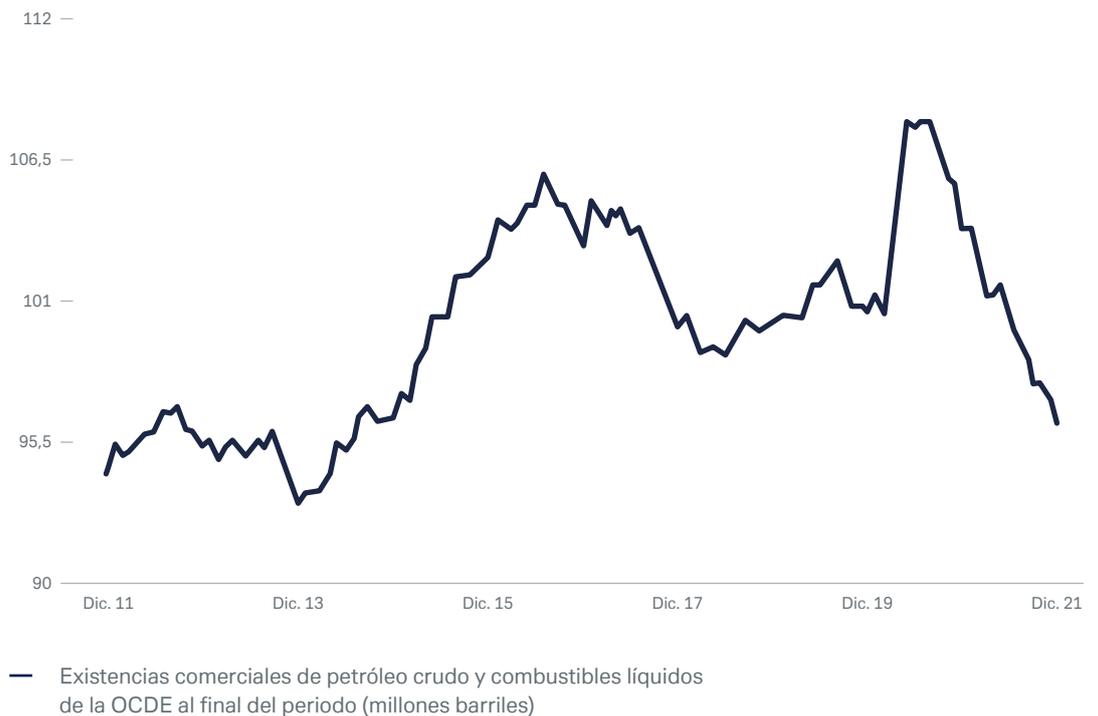
## Materias primas: crecimiento verde

**Crudo:** a principios de marzo, EE.UU. anunció la prohibición de las importaciones de petróleo, gas natural y otras fuentes de energía de Rusia. El Reino Unido reducirá gradualmente las importaciones de petróleo y productos derivados de Rusia hasta eliminarlas a finales de 2022. En estos momentos, no está claro en qué medida otros países seguirán sus pasos. No obstante, ni la UE ni el Reino Unido quieren dejar de comprar gas natural ruso de momento.

El recurso de las reservas estratégicas de petróleo americano no bastaría para detener la reducción de las existencias. En el lado de la oferta, la OPEP+ ha mantenido una producción inferior a sus objetivos, y dudamos que alcance sus niveles de producción de base anunciados. Sin embargo, un acuerdo con Irán podría aportar más capacidad al mercado y los productores estadounidenses seguramente empezarán a beneficiarse de las subidas de precios dado el repunte gradual del número de plataformas petrolíferas. Esto podría comportar que la oferta supere posiblemente la demanda en los próximos trimestres. No obstante, las existencias comerciales de la OCDE se encuentran en sus niveles más bajos en más de siete años y en torno a un 8,5% por debajo de la media de los cinco años anteriores. Reponer estas existencias hasta los niveles previos a la pandemia será un proceso prolongado, lo que debería amortiguar el impacto sobre los precios de un mercado con excedentes.

Figura 11: situación de las existencias de energía

Fuente: Energy Information Administration, Deutsche Bank AG. Datos del 1 de marzo de 2022.



El nivel de dependencia del petróleo y gas ruso está determinando las políticas respectivas de los gobiernos en materia de sanciones.

La situación en Ucrania seguirá seguramente ocupando un papel central en un futuro próximo. La demanda occidental de petróleo de fuera de Rusia debería proporcionar un impulso sostenido a los precios. Por consiguiente, prevemos que el precio del WTI se sitúe en 110 USD/barril a finales de año.

Los precios de los metales industriales como el cobre, el níquel y el aluminio también han aumentado considerablemente debido a la guerra en Ucrania. Asimismo, los metales industriales deberían respaldar la transición a las fuentes de energías renovables.

**Oro:** las expectativas de aumento de la inflación provocadas por un fuerte aumento del precio de las materias primas energéticas, así como la consideración de «activo refugio» del oro, están actualmente acercando los precios a nuevos máximos. El metal precioso está beneficiándose de momento de su función de cobertura, en vista de la elevada inflación y las tensiones geopolíticas. Si no fuera por la guerra de Ucrania, el oro tal vez se habría visto bajo presión debido a las subidas de tipos previstas por la Fed. Puesto que los bancos centrales posiblemente actuarán con más cautela al tiempo que las expectativas de inflación aumentan, los tipos de interés reales de muchos países industrializados seguramente se mantendrán negativos durante un buen tiempo. La inflación y los riesgos geopolíticos seguirán atrayendo a los inversores hacia el oro. Esto debería respaldar el precio del metal amarillo; nuestra previsión es de 2.100 USD/onza a finales de marzo de 2023.

Figura 12: Previsiones de las materias primas para finales de marzo de 2023

Fuente: Deutsche Bank AG. Previsiones a 3 de marzo de 2022.



## Materias primas: crecimiento verde

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- La situación geopolítica mantendrá los precios del petróleo en niveles elevados.
- Las expectativas de aumento de la inflación y los acontecimientos geopolíticos seguirán atrayendo a los inversores hacia el oro.
- Debería mantenerse la demanda de metales industriales, como cobre, níquel y aluminio.

# 09



## Inversiones inmobiliarias: se sigue construyendo

Tras un muy buen año en 2021, las perspectivas globales del sector inmobiliario para 2022 siguen siendo positivas. Con la continuación prevista de la recuperación económica mundial y unas rentabilidades reales de las inversiones inmobiliarias globales por encima de sus medias a largo plazo, los precios inmobiliarios podrían resistir bien incluso en el entorno actual de endurecimiento de las políticas monetarias y de incertidumbre geopolítica. No obstante, la guerra entre Rusia y Ucrania representa un riesgo actualmente imponderable. Sanciones generalizadas y nuevos aumentos de los precios de la energía podrían frenar especialmente la economía europea y deprimir el mercado inmobiliario.

De todos los sectores, las perspectivas del mercado de oficinas son las más inciertas. Efectivamente, el aumento de precios de las oficinas en EE.UU. fue el más lento de los sectores cubiertos en 2021 (en torno a un 14% interanual). Las tasas de desocupación se mantuvieron elevadas en casi un 17% a finales de 2021, 5 puntos porcentuales por encima de los niveles previos a la crisis. Más adelante, el crecimiento del empleo y la atenuación de la pandemia podrían impulsar el mercado. No obstante, puesto que seguramente habrá más gente trabajando desde casa en el futuro, no parece probable que vaya a volverse en breve a las tasas de desocupación previas a la crisis, especialmente en algunos países europeos donde el teletrabajo era históricamente menos habitual (España, Alemania o Italia). Dados los tensos mercados laborales, los inquilinos podrían inclinarse por espacios de alta calidad para atraer y retener a los empleados.

En el segmento de inmuebles comerciales, el sentimiento varía en distintos lugares del mundo. En 2021, el precio medio de los inmuebles comerciales de EE.UU. aumentó un 21,5% interanual debido a la escasa oferta y a unas buenas absorciones. En Europa, es probable que la rentabilidad de este segmento sea más fragmentada y menos dinámica. Los comercios situados en buenos espacios urbanos de calles comerciales podrían beneficiarse de la recuperación del turismo, mientras que la transición estructural hacia el teletrabajo y el comercio electrónico seguramente lastrarán los comercios de los centros de las ciudades.

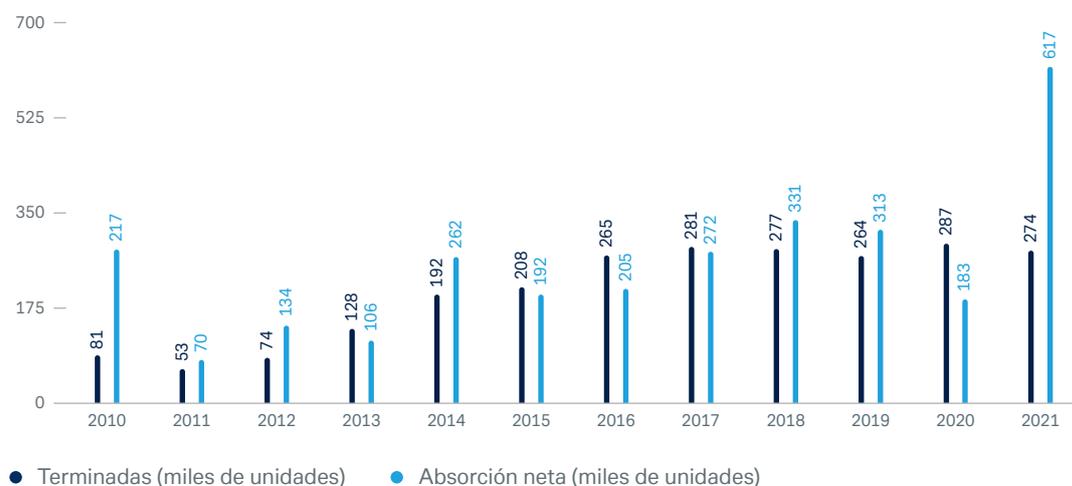
El sector de inmuebles industriales fue el que tuvo el mejor comportamiento en EE.UU. y Europa en 2021. Esta rentabilidad superior podría muy bien continuar, pese a un aumento de la oferta en 2022. Los precios en EE.UU. subieron un 29% interanual en 2021, impulsados por el crecimiento del comercio electrónico y la actividad industrial. La demanda superó holgadamente la oferta, lo que redujo la tasa de desocupación a un mínimo histórico del 3,2% a finales del año pasado. Los alquileres subieron un 11% interanual hasta el mayor nivel jamás registrado. Puesto que se prevé que las tasas de absorción sigan siendo elevadas, el aumento de los costes de construcción podría reflejarse en otro año de crecimiento de dos dígitos de las rentas en 2022. Asimismo, se prevé que los alquileres industriales de Europa sigan aumentando a buen ritmo, junto con una nueva compresión de las rentabilidades. Con unas rentabilidades previstas de algo más del 10%, los inmuebles industriales en buenos espacios podrían liderar las clasificaciones de Europa en 2022. No obstante, se prevé que su margen de rentabilidad superior no sea tan alto como en 2021.

Las viviendas estadounidenses se apreciaron un 23,6% interanual y las rentas netas efectivas subieron un 13,4% en 2021. La tasa de desocupación del sector cayó en 2,2 puntos porcentuales hasta el 2,5%, el nivel más bajo jamás registrado. No obstante, la asequibilidad de las familias se mantiene en un buen nivel, ya que el índice de asequibilidad de la Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios estadounidense (NAR) terminó en unos 148 puntos el año pasado. A pesar del incremento de los tipos hipotecarios, la solidez del empleo y la dinámica salarial, así como algunos factores estructurales relativos a la creación de hogares y la escasez de viviendas, podrían impulsar las rentabilidades en 2022 a más del 10%. Asimismo, la escasez de espacios de vivienda en Europa y la demanda impulsada por los inversores institucionales podrían alentar los precios y lastrar unos rendimientos que ya son bajos.

Las perspectivas globales del sector inmobiliario para 2022 siguen siendo positivas, si bien el impacto de la guerra en Ucrania representa un riesgo imponderable.

Figura 13: viviendas multifamiliares terminadas y absorciones netas en EE.UU.

Fuente: CBRE, Deutsche Bank AG. Datos de enero de 2022.



## Inversiones inmobiliarias: se sigue construyendo

Implicaciones para el mercado y las carteras:

- La visibilidad de los espacios de oficinas sigue siendo reducida, ya que la pandemia y los cambios estructurales podrían enturbiar sus perspectivas.
- Los inmuebles comerciales estadounidenses podrían rendir bien dada la dinámica de oferta-demanda favorable. En Europa, podría valer la pena adoptar un enfoque más selectivo.
- Los inmuebles industriales y residenciales se ven favorecidos por los cambios estructurales. Las rentabilidades podrían caer más pese al endurecimiento monetario y los efectos adversos del conflicto de Ucrania.

# 10

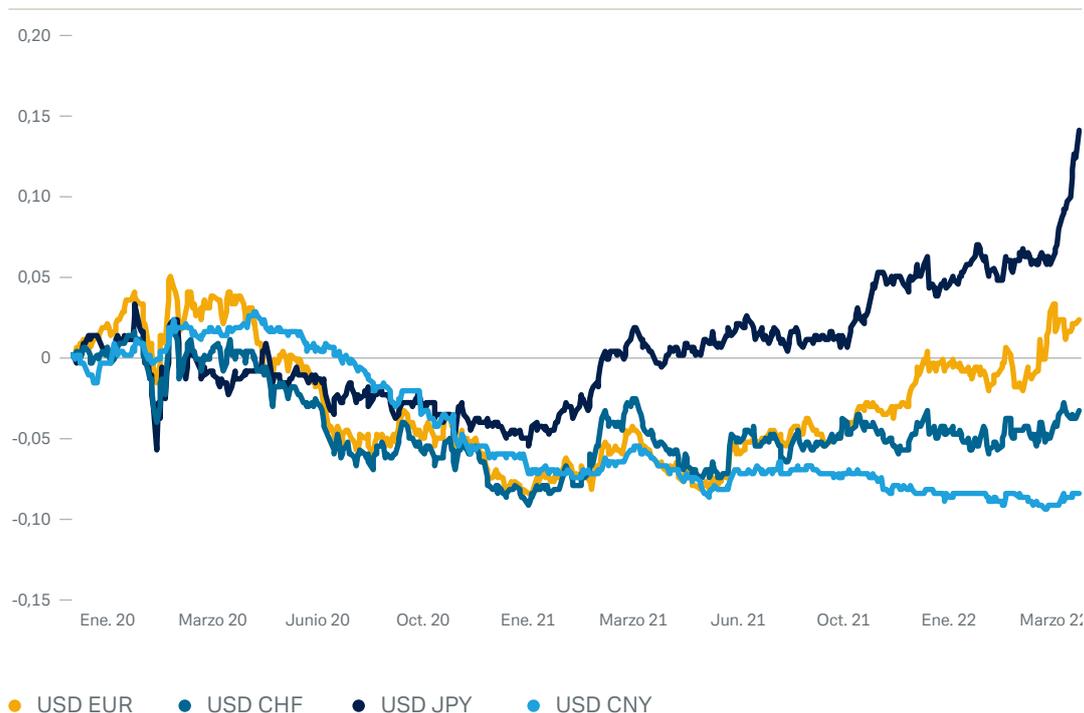


## Divisas: los aspectos macro son importantes

Hasta mediados de febrero, tanto el dólar estadounidense (USD) como el euro (EUR) se habían beneficiado consecutivamente de las crecientes expectativas de endurecimiento de la política monetaria por parte de los respectivos bancos centrales. No obstante, en conjunto, esto hizo que el par de divisas se negociara dentro de un rango muy estrecho. Esto cambió al empezar la invasión de Ucrania, que atrajo a los inversores hacia las divisas consideradas como «activos seguros». En primer lugar, por supuesto, el dólar estadounidense, puesto que la economía de EE.UU. debería resultar mucho menos afectada por el conflicto de Ucrania. También aumentó la demanda del franco suizo (CHF) y el renminbi chino (CNY) en los mercados de divisas. Las monedas vinculadas a materias primas se beneficiaron del aumento de los precios.

Figura 14: evolución de las divisas 2020-2022

Fuente: Refinitiv Datastream. Datos del 29 de marzo de 2022.



El USD seguramente seguirá respaldado a corto plazo debido a su demanda como activo seguro. Si bien preveemos que el BCE suba los tipos menos de lo previsto inicialmente, al tratar de mantener unas condiciones de financiación favorables en la región, las primas de riesgo descontadas en el EUR últimamente deberían invertirse por lo menos parcialmente en los próximos doce meses. Además, los flujos de capitales hacia el USD por su condición de activo seguro probablemente se moderarán.

Por lo tanto, creemos que el EUR se apreciará, especialmente en la segunda mitad del año, si bien es posible que no alcance la previsión de 1,20 que teníamos antes del conflicto. Ahora preveemos que el EUR cotice en 1,15 frente al USD para finales de marzo de 2023. Nuestras previsiones para el tipo USD/JPY y el GBP/USD se mantienen generalmente sin cambios con respecto a las formuladas para finales de 2022. Se prevé que la política monetaria de China se relaje, a diferencia de la de EE.UU. Por lo tanto, creemos que la balanza se inclinará ligeramente a favor del USD, con lo que el tipo USD/CNY llegaría a 6,45 a finales de marzo de 2023.

Figura 15: Previsiones sobre divisas para finales de marzo de 2023

Fuente: Deutsche Bank AG. Previsiones a 3 de marzo de 2022.

EUR frente a USD	1,15
USD frente a JPY	115
EUR frente a JPY	132
EUR frente a GBP	0,82
GBP frente a USD	1,40
USD frente a CNY	6,45

Las subidas de precios de las materias primas seguramente continuarán respaldando el dólar australiano (AUD), el dólar neozelandés (NZD), el dólar canadiense (CAD) y la corona noruega (NOK). No obstante, el encarecimiento de las materias primas podría frenar la economía mundial a medio plazo, por lo que los vientos a favor podrían girarse en contra. Como en 2021, muchas monedas de ME siguen viéndose favorecidas por los elevados precios de las materias primas y las subidas de tipos de los bancos centrales; este es el caso, por ejemplo, del real brasileño (BRL), el rand sudafricano (ZAR) y el dólar mexicano (MXN). Las divisas latinoamericanas en particular se han apreciado incluso considerablemente frente al dólar estadounidense desde principios de año. A principios de marzo, el renminbi llegó a su nivel máximo frente al USD en casi cuatro años. La balanza por cuenta corriente de China sigue impresionantemente sólida, su inflación de precios al consumo extraordinariamente baja y la política monetaria del PBoC es propicia. En general, la disponibilidad de «carry» seguirá respaldando las monedas de los mercados emergentes.

La invasión de Ucrania ha hecho que la atención de los inversores se dirija a las monedas consideradas activos seguros, como el dólar estadounidense y el franco suizo, a la vez que hay una demanda del renminbi chino.

## Divisas: los aspectos macro son importantes

### Implicaciones para el mercado y las carteras

- Los elevados precios de las materias primas siguen impulsando las monedas relacionadas con estas, pero podrían frenar el crecimiento mundial a medio plazo.
- Pese a las rebajas de tipos iniciales del PBoC, el CNY sigue cotizando en unos niveles relativamente firmes.
- Las divisas latinoamericanas se han apreciado considerablemente frente al dólar estadounidense desde principios de año.

# Temas de inversión clave



## ESG

La reapertura de las economías, la reactivación del crecimiento económico, las tensiones geopolíticas y los compromisos hacia una transición verde han llevado a una escalada de los precios del carbono, mientras que las emisiones mundiales de CO2 relacionadas con la energía subieron un 4,8% en 2021; por lo tanto, los objetivos de reducción de carbono de las empresas y su interacción con las medidas de biodiversidad serán fundamentales para frenar el proceso del cambio climático y la pérdida de biodiversidad. La normativa (MiFID II), la taxonomía (AEVM) y la divulgación de información (TFND) pretenden aumentar la transparencia, proporcionar directrices para la inversión sostenible, clasificar los productos estructurados de impacto y fomentar una transformación sostenible. No obstante, si bien las inversiones ESG son cada vez más matizadas y complejas, hay que diferenciar más claramente entre los numerosos aspectos de la sostenibilidad, considerando la contribución positiva, el impacto neto global sobre los objetivos de sostenibilidad (y de los productos/servicios) aplicando un enfoque orientado al futuro. Esto incluye también promover el uso de recursos naturales («capital natural») y dar prioridad a las consideraciones sociales y económicas. Dado que probablemente continuará la escasez de mano de obra, cada vez más empleados de grandes empresas se están afiliando a los sindicatos y obligando a sus empresas a atender sus demandas de mejora de salarios y condiciones.



## La economía azul

Preveemos una mayor orientación hacia la sostenibilidad de los sectores económicos establecidos de la economía azul, como el transporte marítimo, y que se preste atención a sectores innovadores y emergentes, como las energías renovables marinas y la bioeconomía azul. Con todo, sigue siendo importante desarrollar unos marcos para las alianzas público-privadas para llevar a cabo proyectos con unos perfiles de riesgo inciertos. Esta es la dirección que ha adoptado la UE con el Plan de Inversiones del Pacto Verde Europeo, que pretende canalizar al menos 1 billón de euros de inversiones durante el periodo 2021-2027 a través de una combinación de financiaciones presupuestarias de la UE y nacionales, junto con inversiones públicas y privadas. Las conversaciones de este año en la Conferencia sobre los Océanos de las Naciones Unidas, que se celebrará en Lisboa en junio de 2022, y en la cumbre COP27 de Egipto se centrarán en estas alianzas, en un marco para una gobernanza internacional de los océanos, y en soluciones tecnológicas innovadoras. En cuanto a los criterios de inversión, algunos intentos como los Principios Financieros de la Economía Azul Sostenible de la Iniciativa Financiera del PNUMA para los prestamistas que invierten en la economía azul, los Principios para un Océano Sostenible del Pacto Mundial de las Naciones Unidas, y la taxonomía de la UE para las actividades sostenibles serán importantes para aportar más claridad a las temáticas relativas a la economía azul.



## Hidrógeno

Las preocupaciones medioambientales y los compromisos estratégicos hacia las cero emisiones netas globales harán que la atención siga centrada en promover fuentes de energía alternativas. Se prevé que el hidrógeno limpio desempeñe un papel crucial en la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero y en el futuro se usará principalmente para las industrias difíciles de descarbonizar (química, acero), el transporte de larga distancia y el almacenamiento de electricidad. No obstante, el hidrógeno limpio aún es muy caro de producir y es improbable que se convierta en una solución económicamente viable en los próximos años, lo que significa que aún falta bastante tiempo para que el hidrógeno limpio pueda sustituir los combustibles fósiles a gran escala.



## Gestión de los recursos

El Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA) define los recursos naturales como los «insumos básicos para los bienes, servicios e infraestructuras», lo que incluye desde las plantas y materias vegetales a los metales, los minerales, los combustibles fósiles, la tierra y el agua. Durante la transformación sin precedentes de todo nuestro sistema económico, deberemos replantearnos fundamentalmente el modo en que utilizamos estos recursos. Con el objetivo de la sostenibilidad, los ciclos de vida de los productos y las cadenas de valor cambiarán hacia un enfoque más circular, lo que tendrá implicaciones para los inversores. Puesto que los recursos naturales están vinculados, directa o indirectamente, a casi todos los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas, puede preverse que la gestión de los recursos adquiera cada vez más importancia como tema de inversión.



## Agua

El principal argumento para invertir en el agua es el desequilibrio estructural entre la oferta y la demanda mundiales. El agua dulce es escasa y el cambio climático está agravando los problemas de su abastecimiento, mientras que el crecimiento demográfico, la urbanización y la mejora de los estilos de vida en los países de mercados emergentes se están reflejando en una mayor demanda.

El sector del agua ofrece características tanto defensivas como de crecimiento, y muchas empresas tienen una buena capacidad de fijación de precios. Las necesidades de inversión son enormes, las políticas públicas son favorables, se están promoviendo alianzas público-privadas para ayudar a financiar el cumplimiento de unos objetivos ambientales cada vez más estrictos, y las perspectivas de crecimiento en todo el sector siguen siendo prometedoras.



## Inteligencia artificial (IA)

En 2021, la inversión mundial en empresas de IA aumentó un 115% con respecto al 2020 y preveemos que el crecimiento de la financiación se mantenga sólido en 2022. En lo que se refiere a las áreas de aplicación industrial, se prevé que las tecnologías de vigilancia a gran escala sean de las que más avancen en 2022. La IA también se está combinando cada vez más con la tecnología de cadena de bloques para mejorar desde las cadenas de suministro a la comunicación de historiales clínicos, las regalías de medios de comunicación o la seguridad financiera. Se prevé que la IA tenga un papel fundamental para impulsar la evolución hacia la Web 3.0, en que la frontera entre lo virtual y real se difumina. La IA se usará ampliamente en el metaverso, sea para una creación minuciosa de avatares en 3D, la accesibilidad en varios idiomas o una posible expansión mediante la creación de estructuras de autoaprendizaje. No obstante, la IA sigue presentando numerosos retos en las áreas de la propiedad, la legalidad/moralidad y la rendición de cuentas.

En mayo de 2021, la EU se convirtió en el primer organismo gubernamental del mundo que publicó un amplio documento regulatorio, y en octubre de 2021, China publicó un código ético de seis puntos para la IA. La ONU también ha creado hace poco un comité de ética en materia de IA, y prevemos que más países anuncien un marco normativo para la IA en 2022. Algunos de los temas podrían ser: aumentar la transparencia para los consumidores, unas reglas comunes de responsabilidad de productos, limitar el uso de la información personal y una regulación federal sobre la IA en EE.UU.



## Ciberseguridad

La ciberseguridad tiene una relevancia directa para las tendencias que han surgido durante la pandemia, especialmente el creciente uso de la tecnología, el trabajo inteligente y el aumento de las interacciones en línea. A medida que el mundo pasa a estar cada vez más conectado a través de infraestructuras digitales, la inteligencia artificial y el 5G, cada vez habrá más demanda de inversiones y reglas para proteger datos y aumentar la seguridad de todas las interacciones en línea. La ciberseguridad está relacionada con diversas temáticas, que abarcan la tecnología y legislación, nuevas reglas de colaboración, la protección de infraestructuras críticas, la privacidad cibernética, la «seguridad de las cosas», las guerras cibernéticas, la resiliencia de los sistemas informáticos y los delitos cibernéticos.



## Salud y MedTech

La pandemia de COVID-19 ha acelerado la transición hacia la atención fuera del sistema sanitario tradicional, en que tanto pacientes como proveedores exigen una experiencia de atención sanitaria más fluida, que se preste cuando y donde se necesite o se desee. Y creemos que el sector de tecnologías médicas (MedTech) tendrá una contribución importante para la creación de un enfoque sanitario holístico y centrado en las personas. El nivel de I+D del sector, la intensa actividad de fusiones y adquisiciones, así como unas inversiones de Venture Capital sin precedentes subrayan la confianza que depositan los inversores en el segmento de innovación asociado con las tecnologías médicas.



## Industria X.0 (incluyendo 5G)

Debido al repunte reciente de los tipos de interés a consecuencia del giro previsto de la política monetaria en EE.UU. y otros países, las acciones de las empresas del sector de robótica y automatización se han visto también bajo presión. Debido a expectativas de elevados beneficios en el futuro, estas empresas se están viendo afectadas por un nuevo aumento de los tipos de interés. No obstante, las perspectivas a largo plazo siguen siendo positivas en general. Además, ya puede observarse una vuelta a los niveles de empleo de antes de la pandemia en algunos países. En consecuencia, la escasez de mano de obra cualificada ha vuelto a un primer plano, y se considera el principal factor de la creciente demanda de una mayor automatización de la economía.



## Infraestructura

En un mundo en que las presiones inflacionistas aumentan, los activos de infraestructuras pueden ofrecer una cobertura contra la subida de la inflación, puesto que los precios que pagan los consumidores suelen estar contractualmente vinculados a la inflación. En lo que llevamos de año, la temática ha obtenido una rentabilidad bastante superior a la de la renta variable mundial.

La reapertura de las economías mundiales podría beneficiar a los activos de infraestructuras más tradicionales (ferrocarriles, aeropuertos, puertos, autopistas), mientras que las tendencias tecnológicas a largo plazo que la pandemia ha acentuado seguirán siendo relevantes en el futuro; adaptar las economías a estos cambios exigirá tiempo y capital, tanto de entidades del sector privado como del público.

La expansión de infraestructuras es el pilar de varios de nuestros otros temas a largo plazo (por ejemplo, no hay digitalización sin mejoras en los centros de almacenamiento en la nube, no hay energía verde sin una red eléctrica recién configurada, y no hay movilidad inteligente sin una mejora de las carreteras).

Por último, las consecuencias de la guerra en Ucrania han llevado a la UE a replantearse su estrategia sobre la independencia energética, que se abordará en parte mediante nuevas mejoras de las infraestructuras.



## Los Millennials y la Generación Z

Los índices centrados en los Millennials muestran un fuerte sesgo hacia los sectores de tecnología de la información y de servicios de comunicación. Estos sectores suelen incluir a empresas que pueden clasificarse como acciones «de crecimiento», lo que significa que los inversores esperan que crezcan y generen unas mayores rentabilidades en el futuro. Actualmente, estas acciones están registrando una mayor volatilidad en anticipación del próximo ciclo de subidas de los tipos de interés. Por lo tanto, también se prevé una mayor volatilidad a corto plazo. No obstante, los Millennials y la Generación Z siguen siendo importantes en cuanto a su peso en la población y su poder político. Por consiguiente, las estrategias centradas en los hábitos de consumo de los Millennials (como tecnología y ocio) deberían verse favorecidas a largo plazo.



## Movilidad inteligente

La fuerte subida de los precios de la energía se ha acelerado tras la invasión rusa de Ucrania. La dependencia de Europa del petróleo y el gas ruso ha llevado a revisar de nuevo las medidas para fomentar la inversión en energías renovables y la electrificación del transporte. El coste de fabricación de los motores eléctricos disminuye sin cesar, y ya es más bajo que el de construir motores de combustión interna.

Los otros dos temas principales subyacentes al de Movilidad inteligente – conectividad y vehículos autónomos y compartidos – están logrando rápidos avances en los mercados desarrollados y emergentes. La presencia del 5G está aumentando a un mayor ritmo de lo previsto y los avances informáticos y tecnológicos son impresionantes, lo que nos acerca cada vez más a un vehículo totalmente autónomo.

## Glosario

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

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

El **Banco de Corea** es el banco central de Corea del Sur.

Los **Bunds** son bonos a largo plazo emitidos por el gobierno alemán.

**CBRE** presta servicios inmobiliarios y publica análisis relacionados con el sector.

El concepto de «**prosperidad compartida**» del gobierno chino cambia la orientación/dirección estratégica del país de «priorizar el crecimiento» a equilibrar el crecimiento y la estabilidad.

**COP27** es la 27.ª Conferencia sobre el Cambio Climático de las Naciones Unidas, que se celebrará en Egipto en noviembre de 2022.

El **DAX** es el índice de acciones blue chip de las 40 compañías más grandes de Alemania que cotizan en la bolsa de Frankfurt. Otros índices DAX incluyen un mayor número de firmas.

Los **Beneficios por acción (BPA)** son el resultado de calcular el beneficio neto de la compañía, menos los dividendos de las acciones preferentes, todo ello dividido por el número total de acciones en circulación.

El fin del **Pacto Verde Europeo** es transformar la UE en una economía moderna, eficiente en materia de recursos y competitiva, y superar los retos del cambio climático y la degradación del medio ambiente.

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

Un **mercado emergente (ME)** es un país que comparte algunas características de los mercados desarrollados en cuanto a eficiencia del mercado, liquidez y otros factores, pero no llega a cumplir todos sus criterios.

La **Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM)** es la autoridad reguladora de los mercados de valores de la Unión Europea.

El **EUR** es el símbolo del euro, la divisa de la Eurozona.

El **EuroStoxx 50** es el índice que refleja la evolución de las acciones blue-chip de la Eurozona e incluye los líderes del sector en términos de mayúsculas de mercado.

La **Eurozona** está compuesta por 19 miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro como su moneda común de curso legal.

El **tipo de los Fed funds** es el tipo de interés al que las entidades depositarias realizan préstamos a un día a otras entidades depositarias.

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

El **Índice FTSE 100** refleja la evolución de las 100 principales compañías que cotizan en la Bolsa de Valores de Londres.

El **GBP** es el símbolo de divisa de la libra esterlina.

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

La **Agencia Internacional de la Energía (AEI)** es una agencia intergubernamental que busca coordinar las políticas energéticas de sus estados miembros.

## Glosario

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

El [JPY](#) es el símbolo del yen, la divisa de Japón.

[MiFID II](#) es el término genérico para designar la revisión de la [Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros](#), un marco legislativo establecido por la Unión Europea (UE) para regular los mercados financieros del bloque a través de medidas tales como el refuerzo de la supervisión reglamentaria paneuropea, la cooperación entre autoridades competentes nacionales, mejorar la protección de los inversores, facilitar el acceso al capital y mejorar la transparencia de la negociación.

La [teoría monetaria moderna \(TMM\)](#) afirma en su forma pura que los países con soberanía monetaria no deben recurrir exclusivamente a los ingresos fiscales o el endeudamiento para financiar el gasto público, sino que también pueden crear dinero de forma segura.

El [Índice MSCI Asia ex Japan](#) está formado por compañías de mediana y gran capitalización de 2 de los 3 países de los mercados desarrollados asiáticos (excluyendo Japón) y 8 países de mercados emergentes en Asia.

El [índice MSCI Australia](#) mide la rentabilidad de unos 60 valores de gran y mediana capitalización que representan en torno al 85% de la capitalización bursátil ajustada por el capital flotante de Australia.

El [índice MSCI EM](#) representa a empresas de gran y mediana capitalización de 23 países con mercados emergentes.

El [índice MSCI Japan](#) mide la rentabilidad de unos 259 valores de gran y mediana capitalización que representan en al 85% de la capitalización bursátil de Japón.

El [índice NASDAQ](#) es un índice ponderado por la capitalización bursátil de unas 3.000 acciones cotizadas en el mercado de valores Nasdaq.

La [Asamblea Popular Nacional \(APN\)](#) es la asamblea legislativa de China; celebra sesiones anuales cada primavera.

El [National Bureau of Economic Research](#), fundado en 1920 en EE.UU., realiza y difunde análisis económicos no partidistas.

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

La [Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos \(OCDE\)](#) tiene 35 países miembros y su objetivo es fomentar la expansión económica y el comercio mundial.

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

El [Banco Popular de China \(PBoC\)](#) es el banco central de la República Popular China.

El [Acuerdo de Fase 1](#) es un acuerdo comercial firmado entre EE. UU. y China el 15 de enero de 2020.

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

Los [tipos reales](#) tienen en cuenta las variaciones de valor debido a factores como la inflación.

[Republicanos](#) se refiere al Partido Republicano, uno de los dos grandes partidos de EE.UU.

El [Banco de la Reserva de la India \(RBI\)](#) es el banco central de la India.

## Glosario

**Prima de riesgo** se refiere al diferencial de rentabilidad que se prevé obtener de una inversión con respecto a la tasa de rendimiento sin riesgo. Es una forma de compensar a los inversores que asumen un riesgo adicional.

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

Los **Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)** fueron adoptados por la Asamblea General de las Naciones Unidas en 2015 y se espera que se alcancen de cara al 2030. Son un total de 17 objetivos mundiales interrelacionados, concebidos para lograr un futuro mejor y más sostenible para todos.

**Estanflación** se refiere a una economía que experimenta un estancamiento de la producción económica al mismo tiempo que un aumento de la inflación.

El **Stoxx Europe 600** es un índice general que refleja la evolución de 600 empresas de diversos tamaños de 17 países europeos.

El **Índice Swiss Market Index (SMI)** está formado por 20 de las acciones suizas con mayor liquidez y capitalización.

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

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.

El **Grupo de trabajo sobre divulgaciones financieras relacionadas con el clima (TCFD, por sus siglas en inglés)** tiene el fin de desarrollar y proporcionar un marco de gestión y divulgación de riesgos para que las organizaciones puedan informar y tomar medidas sobre los riesgos cambiantes relacionados con la naturaleza. El objetivo final es promover un cambio de los flujos financieros mundiales de unos resultados negativos para la naturaleza hacia unos resultados positivos.

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

El **Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente**, establecido en 1972, desea promover la cooperación internacional y unos programas de acción colectivos para abordar la triple crisis planetaria del cambio climático, la pérdida de biodiversidad y la naturaleza, y la contaminación y los residuos.

**USD** es el símbolo del dólar estadounidense.

La **volatilidad** mide la dispersión en el tiempo de las rentabilidades con respecto a un valor o índice bursátil determinado.

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

**Rendimiento** es el rendimiento de ingresos de una inversión, que se refiere a los intereses o dividendos recibidos de un valor; suele expresarse como un porcentaje anual basado en el coste de la inversión, su valor de mercado actual o su valor nominal.

# Nota importante

## General

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

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

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

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

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

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

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

## Nota importante

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

### Estado de Kuwait

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

### Emiratos Árabes Unidos

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

### Estado de Catar

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

### Reino de Bélgica

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

### Reino de Arabia Saudita

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

### Reino Unido

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

## Nota importante

### Hong Kong

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

### Singapur

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

### Estados Unidos

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

### Alemania

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

## Nota importante

### India

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

### Italia

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

### Luxemburgo

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

### España

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

### Austria

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

### Países Bajos

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

