



CIO Special

Julio 25, 2022

Autora:
Rosa Duce
Chief Investment Officer Spain

España: la inflación agrava los viejos problemas

Puntos clave

01 Actualización macro

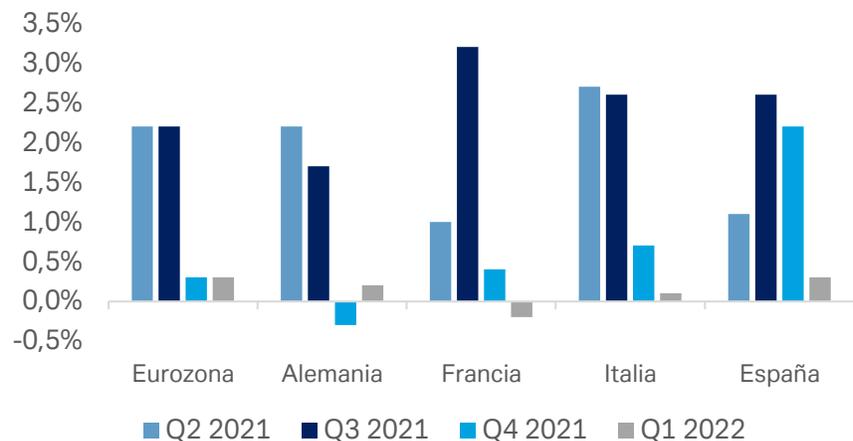
02 Dependencia del gas ruso: menor que en otros países europeos

03 Necesario control fiscal

04 Implicaciones para la inversión

- Esperamos un crecimiento de la economía española del 4,5% en 2022 seguido de una desaceleración hasta el 2,4% en 2023, siempre bajo el supuesto de que no se produzca un corte del suministro de gas desde Rusia, que arrastre a una profunda recesión a la Eurozona, y también a España.
- Los altos precios de la energía, los cuellos de botella en el sector industrial han empezado a hacer mella sobre el crecimiento en el primer semestre de 2022, si bien las cifras siguen siendo elevadas. Como factores favorables destacan la recuperación del turismo internacional, la buena evolución del empleo y una tasa de ahorro que sigue siendo elevada y que está permitiendo compensar parte de la subida de los precios.
- La situación económica se está deteriorando rápidamente. El ahorro de las familias está ya en niveles cercanos a la media, los problemas de suministro y los altos precios de producción pesan sobre el sector industrial y la desaceleración de nuestros vecinos europeos complica las perspectivas del sector turístico tras el verano.
- En esta situación, los fondos NGEU siguen siendo claves para avanzar en la modernización de la economía, mejorar las capacidades tecnológicas, incrementar la productividad y ganar eficiencia. Pero sólo con estos fondos no es suficiente, es clave avanzar en las reformas estructurales pendientes.

Figura 1: Crecimiento del PIB España vs Eurozona (t/t, %)



Utilice el código QR para consultar una selección de otros Informes CIO de Deutsche Bank (www.deutschewealth.com).

Fuente: Eurostat, Deutsche Bank AG. Datos a 18 de julio de 2022.



01 Actualización macro

La economía española cierra el primer semestre de 2023 con un crecimiento por encima de la media europea (a falta de la publicación a cierre de julio, las cifras apuntan a un crecimiento medio del 5,5% medio anual en el semestre). El ahorro acumulado de la pandemia (la tasa de ahorro se sitúa todavía en el 7,1%, todavía por encima de la media del 6,8% de 2015-18), el buen tono del mercado de trabajo y la recuperación del turismo internacional han permitido compensar hasta el momento en parte los efectos negativos de la alta inflación (10,2% anual en junio). Especial mención merece el crecimiento en el turismo. En mayo la entrada de turistas internacionales se situó en 7 millones, el equivalente al 88% del nivel registrado en el mismo periodo de 2019.

No obstante, gran parte de estos factores se empiezan a erosionar, lo que hace esperar un progresivo debilitamiento de la economía, con un crecimiento medio previsto para este año del 4,5%, seguido de un 2.4% en 2023. Así lo muestran los últimos indicadores de confianza. La confianza de los consumidores se sitúa muy por debajo de los niveles previos a la guerra en Ucrania, y el sector industrial sigue sufriendo con la subida continua de los precios de producción y los problemas de suministro. La retirada de estímulos por parte del BCE supone agravará los costes financieros de empresas y familias.

En cuanto al sector inmobiliario, pese a que los tipos de interés han iniciado un proceso de normalización, las condiciones crediticias continúan siendo atractivas, sobre todo en un entorno de subida de precios, con un crecimiento de los precios de la vivienda del 8,5% anual en junio.

En relación al empleo, se espera también un progresivo deterioro desde los altos niveles de fortaleza actuales (la tasa de paro se sitúa muy cerca del 13%, la más baja desde septiembre de 2008). A inicios de 2022 el gobierno introdujo algunos cambios sobre el mercado laboral. Lo más destacado estuvo en el fomento de la contratación indefinida vía la limitación a los tipos de contratos temporales. El objetivo era reducir la excesiva temporalidad del mercado de trabajo español. Los últimos datos disponibles de afiliación laboral de junio muestran no sólo un fuerte dinamismo del empleo, sino también un continuo incremento de la contratación indefinida vs temporal. De esta forma, la afiliación a la Seguridad Social alcanzó en junio las 20.348.330 altas, el nivel más elevado de toda la serie histórica. El número de empleos indefinidos sube un 209% en el primer semestre, mientras que la contratación temporal se reduce un 37%, lo que deja la tasa de temporalidad en niveles no vistos desde 1985. Pese a estas buenas cifras, es pronto para valorar si estos efectos de la reforma serán permanentes o transitorios.

En este entorno de paulatina desaceleración, el papel de los fondos Next Generation EU (NGEU) gana cada vez más importancia dado que tendrá que ser el sector público el que sirva para paliar los efectos de este entorno mundial más inflacionista y con tipos de interés más altos. De esta forma, la ejecución de estos fondos podría acelerarse durante los próximos trimestres. Hasta junio de 2022, se había lanzado un total de proyectos por un valor de 28.000 mn. de euros. Recordemos que España es elegible para obtener hasta 140.000 mn. de euros procedentes del fondo NGEU.

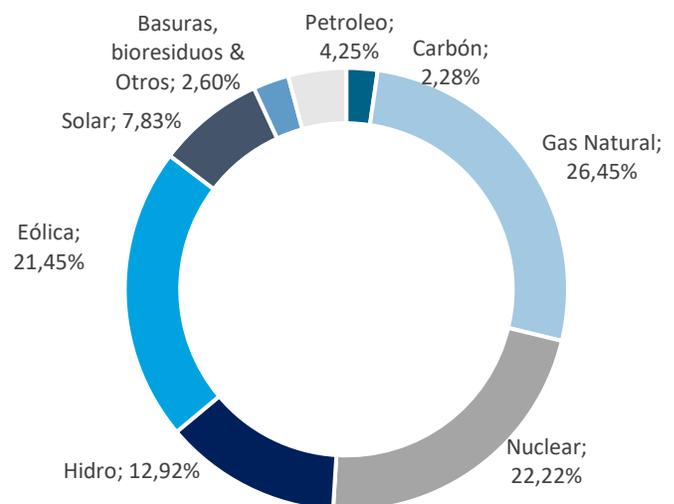
02 Dependencia del gas ruso: menor que en otros países europeos

La mayoría del gas que recibe España procede del Norte de África. No obstante, el cierre del gasoducto del Magreb en octubre de 2021, que conecta Argelia con España a través de Marruecos ha provocado que en el primer semestre de 2022 el volumen de gas importado a Rusia se haya mantenido prácticamente estable. El gobierno español está pidiendo a las compañías españolas de electricidad y gas que reduzcan dichas compras y busquen nuevos suministradores, pero la situación es compleja, dada la actual crisis diplomática entre Marruecos y Argelia. Rusia es actualmente el cuarto suministrador de gas a España, con una cuota del 10%, vs. 34,4% de gas procedente de EEUU, 25% de Argelia, tras el cierre del gasoducto del Magreb y 14% de Nigeria)¹.

De acuerdo con el gobierno español, el volumen de gas almacenado se encuentra en el 72% de su capacidad, mientras que el volumen de gas licuado (GNL) se sitúa en el 80%, por lo que en caso de que Rusia decida cerrar totalmente el suministro de gas a Europa teóricamente no se produciría una situación de escasez y racionamiento en España.

El coste de los altos precios de la energía se ha hecho notar ya sobre la inflación, que supera el 10% anual en junio. En abril de 2022 España y Portugal llegaron a un acuerdo con la Comisión Europea para limitar los precios de la energía. El límite actual es de 40 Euro/MWh con el compromiso del gobierno de mantener los precios del gas por debajo de los 50 Euro/MWh hasta mayo de 2023. Este tope máximo se aplica solo a los contratos con tarifa regulada (las familias españolas pueden decidir adherirse a la tarifa regulada o al mercado libre, donde hay más margen de negociación con las compañías).

Figura 2: España: Fuentes de generación de electricidad 2020 (GWh)



Fuente: IEA, Deutsche Bank AG. Datos a diciembre de 2020².



Sin embargo, pese a que esta menor vulnerabilidad de la economía española ante un potencial cierre del gas ruso es menor que otros países de Centroeuropa, el corte total de suministro de gas ruso tendría también costes muy elevados para la economía española. Según nuestras estimaciones, el cierre total de gas ruso supondría un incremento de los precios del gas (medido por el índice Dutch TTF) hasta los 300 Euro/MWh (desde los 20 Euro/MWh de media de los últimos años y los niveles actuales de 130-150 Euro/MWh). Esto podría provocar una subida de la inflación por encima de los 16% anual en los meses de invierno, en ausencia de medidas de apoyo públicas.

El consumo privado se vería seriamente afectado, así como la producción y el turismo, afectado por los altos precios y por la menor llegada de visitantes europeos (cuyos países también sufrirían una profunda recesión). Incluso aunque los gobiernos de la Eurozona tomaran medidas de apoyo, estimamos que el PIB de la Eurozona podría caer durante los meses de invierno un -3,5% anual (-5% en el caso de Alemania).

03 Necesario control fiscal

La economía española tiene pendiente todavía una importante batería de reformas que permitan avanzar en un crecimiento más eficiente y sostenible en el tiempo. Dichas reformas son necesarias de cara a poder seguir accediendo a los fondos NGEU³ y sobre todo, para mantener la confianza de los inversores en nuestro país.

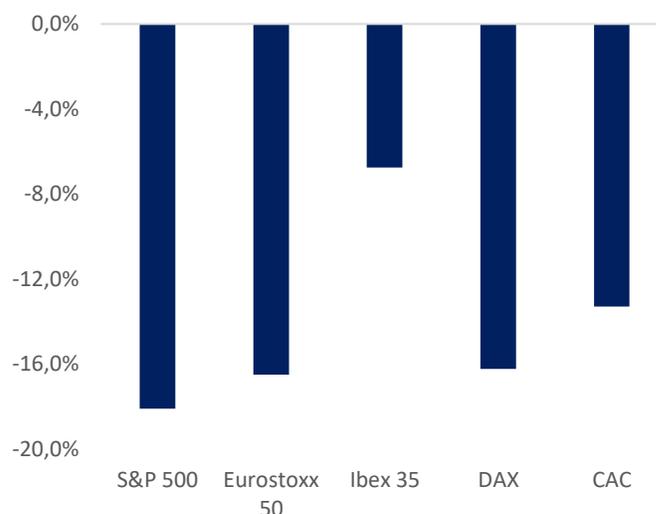
Durante la crisis del COVID, las medidas del BCE han sido muy efectivas para contener y reducir la prima de riesgo de España y los costes de financiación del sector público y privado. Pero la senda de ajuste de cara a 2025 es lenta y se basa en un contexto de crecimiento favorable. Las medidas implementadas para reducir el impacto del encarecimiento del combustible y de la electricidad, que probablemente persistirán ante el mantenimiento de los altos costes energéticos, implica que el ritmo de reducción del déficit se irá ralentizando en los próximos meses. A esto se añade el menor crecimiento económico y las posibles nuevas ayudas a colectivos vulnerables. A la espera de nuevos detalles sobre el plan anti-fragmentación del BCE que evite posibles nuevas ampliaciones de las primas de riesgo periféricas en este nuevo entorno de desaceleración económica, la percepción de una falta de control de las finanzas públicas podría provocar la puesta en cuestionamiento de la sostenibilidad de la deuda. Es necesario por lo tanto una política creíble de sostenibilidad fiscal a medio plazo que reduzca la vulnerabilidad del sector público^{4,5}.

04 Implicaciones para la inversión

Los factores diferenciales del Ibex respecto a sus homólogos europeos han jugado a su favor en la primera mitad de 2022 con excepción del mes de junio donde su castigo ha sido mayor que el del resto de índices europeos.

El carácter cíclico y defensivo del selectivo español le dio impulso en los primeros meses gracias a la banca y el sector turístico.

Figura 3: Evolución distintos índices, 2022



Fuente: Bloomberg, Deutsche Bank AG. Datos a 18 de julio de 2022.

No obstante, tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia y el consiguiente encarecimiento de las materias primas muchas empresas con exposición a Latinoamérica se dispararon en bolsa. Algunas compañías de distribución han impulsado también al índice gracias a unas cifras de ventas históricas, sobre todo online, que han compensado con creces el cierre de sus tiendas en Ucrania y Rusia. Por último, el sector energético ha capitalizado la subida de los precios del petróleo.

En junio y julio esta tendencia favorable del mercado español vs sus homólogos europeos se ha visto interrumpida. La ampliación de los diferenciales de crédito periférico a inicios de junio provocó importantes caídas en el sector bancario, que no ha conseguido levantar cabeza desde entonces ante los miedos a una recesión mundial.

Las perspectivas de cara a esta última parte del año no son favorables, por lo que es de esperar que se mantenga la alta volatilidad. A esto se añade la incertidumbre regulatoria. En el último Debate sobre el Estado de la Nación el presidente Sánchez anunciaba la puesta en marcha de un impuesto especial para el sector bancario y el eléctrico. El objetivo es ingresar un total de 7 m.m de euros en los próximos dos años (1.500 mn. de euros al año a través de la imposición al sector bancario y 2.000 mn. al año para el sector eléctrico)⁶. Aunque todavía se desconocen los detalles, la mayor parte de los analistas esperan que, en el caso del sector bancario, el gravamen recaiga sobre el volumen de depósitos y no sobre los beneficios (más difíciles de controlar por el gobierno y sólo aplicable sobre los beneficios del negocio doméstico), dado que el gravamen sobre estos últimos podría dificultar llegar a los objetivos de recaudación previstos. En cuanto a la imposición a las compañías eléctricas, tendría como objetivo ayudar a las familias a afrontar los altos costes.

La incertidumbre generada por estas medidas, junto con el entorno económico de desaceleración nos hacen ser prudentes con la evolución de la renta variable española en los próximos meses, para la que se espera mantenga la volatilidad.



Bibliografía

1. International Energy Agency. Retrieved from [Europe – Countries & Regions – IEA](#)
2. Eurostat, tomado de [Energy trade visualisation tool \(europa.eu\)](#)
3. Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia, Ministerio de Economía, Junio 2021.
4. Banco de España, Boletín Económico, 01 2022.
5. Comisión Europea, Previsiones Económicas, España, Mayo 2022.
6. Deutsche Bank Research, Spanish banks: taxing times, July 2022.



Glosario

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

EUR es la divisa de la zona euro.

La **Eurozona** está formada por 19 países de la Unión Europea que han adoptado el euro como moneda común.

El **Fondo Monetario Internacional (FMI)** wfue fundada en 1944, incluye 189 países y trata de promover la cooperación internacional, la estabilidad cambiaria y el desarrollo económico.

El **IBEX 35** es el índice bursátil por capitalización que incluye las 35 mayores empresas de la bolsa de Madrid.

El **Instituto Nacional de Estadística (INE)** es la agencia oficial de estadística de España.

El fondo **Next Generation EU (NGEU)** es un paquete de recuperación elaborado por la UE para apoyar a los estados miembros para luchar contra las consecuencias el Covid 19.

El **Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia** es el instrumento clave del fondo Next Generation de la UE. Establece el camino para la modernización de la economía española, la recuperación económica y la creación de empleo, después de los efectos de la pandemia del Covid, además de preparar a la economía para los retos del futuro.

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



Información importante

General

Este documento no puede ser distribuido en Canadá o Japón. Este documento está destinado únicamente a clientes minoristas o profesionales. Este documento se distribuye de buena fe por Deutsche Bank Aktiengesellschaft, sus sucursales (según lo permitido en cualquier jurisdicción pertinente), empresas afiliadas y sus funcionarios y empleados (colectivamente, "Deutsche Bank").

Este material es sólo para su información y no pretende ser una oferta, ni una recomendación o solicitud de una oferta para comprar o vender cualquier inversión, valor, instrumento financiero u otro producto específico, para concluir una transacción, o para proporcionar cualquier servicio de inversión o asesoramiento de inversión, o para proporcionar cualquier investigación, estudio de inversión o recomendación de inversión, en cualquier jurisdicción. Todo el material de esta comunicación debe ser revisado en su totalidad.

Si un tribunal de la jurisdicción competente considera que alguna de las disposiciones de esta exención de responsabilidad es inaplicable, el resto de las disposiciones seguirán siendo plenamente vigentes. Este documento se ha elaborado como un comentario general sobre el mercado sin tener en cuenta las necesidades de inversión, los objetivos o las circunstancias financieras de ningún inversor. Las inversiones están sujetas a riesgos de mercado genéricos que se derivan del instrumento o son específicos del instrumento o del emisor concreto. Si tales riesgos se materializan, los inversores pueden sufrir pérdidas, incluyendo (sin limitación) la pérdida total del capital invertido. El valor de las inversiones puede bajar o subir y es posible que no se recupere el importe invertido originalmente en cualquier momento. Este documento no identifica todos los riesgos (directos o indirectos) u otras consideraciones que pueden ser importantes para un inversor a la hora de tomar una decisión de inversión.

Este documento y toda la información incluida en el mismo se facilitan "tal cual", "tal como está disponible" y Deutsche Bank no ofrece ninguna declaración o garantía de ningún tipo, expresa, implícita o legal, en relación con cualquier declaración o información contenida en el mismo o en relación con este documento. En la medida en que lo permitan las leyes y reglamentos aplicables, tenga en cuenta que no hacemos ninguna declaración sobre la rentabilidad de ningún instrumento financiero o medida económica. Todas las opiniones, precios de mercado, estimaciones, declaraciones prospectivas, declaraciones hipotéticas, rendimientos previstos u otras opiniones que conduzcan a conclusiones financieras contenidas en este documento reflejan el juicio subjetivo de Deutsche Bank en la fecha de este documento. Sin limitación, Deutsche Bank no garantiza la exactitud, adecuación, integridad, fiabilidad, puntualidad o disponibilidad de esta comunicación o de cualquier información contenida en este documento y rechaza expresamente la responsabilidad por errores u omisiones en el mismo. Las declaraciones prospectivas implican elementos significativos de juicios y análisis subjetivos y los cambios en los mismos y/o la consideración de factores diferentes o adicionales podrían tener un impacto material en los resultados indicados. Por lo tanto, los resultados reales pueden variar, quizás materialmente, de los resultados contenidos en este documento.

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

En la medida en que lo permitan las leyes y reglamentos aplicables, este documento tiene únicamente fines de discusión y no pretende crear ninguna obligación jurídicamente vinculante para el Deutsche Bank y/o sus filiales ("filiales"), y Deutsche Bank no actúa como su asesor financiero ni en calidad de fiduciario, a menos que Deutsche Bank acuerde expresamente lo contrario por escrito. Antes de tomar una decisión de inversión, los inversores han de plantearse, con o sin ayuda de un asesor de inversiones, si cualquiera de las inversiones y estrategias descritas o facilitadas por Deutsche Bank resulta adecuada, dadas sus necesidades de inversión, objetivos y circunstancias financieras particulares, las características concretas del instrumento y los posibles riesgos y beneficios de dicha decisión de inversión. Al tomar una decisión de inversión, los posibles inversores no deberían basarse en este documento sino únicamente en el contenido de los documentos de oferta finales relativos a la inversión.

Como proveedor internacional de servicios financieros, Deutsche Bank se enfrenta en ocasiones a conflictos de intereses reales y potenciales. La política de Deutsche Bank es adoptar todas las medidas necesarias para mantener y aplicar mecanismos administrativos y organizativos efectivos destinados a identificarlos y gestionarlos. La dirección ejecutiva de Deutsche Bank se encarga de velar por que los sistemas, controles y procedimientos del banco sean adecuados para identificar y gestionar los conflictos de intereses.

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

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



Información importante

Reino de Bahrein

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

Estado de Kuwait

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

Emiratos Arabes Unidos

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

Estado de Qatar

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

Reino de Bélgica

Este documento ha sido distribuido en Bélgica por Deutsche Bank AG actuando a través de su sucursal en Bruselas. Deutsche Bank AG es una sociedad anónima ("Aktiengesellschaft") constituida en virtud de las leyes de la República Federal de Alemania y autorizada para llevar a cabo actividades bancarias y prestar servicios financieros sujetos a la supervisión y control de la (bce) y la Autoridad Federal Alemana de Supervisión Financiera ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"). Deutsche Bank AG, Brussels Branch tiene su domicilio social en Marnixlaan 13-15, B-1000 Brussels, registrada en el RPM Bruselas, con el número IVA BE 0418.371.094. Hay más información disponible a pedido o en www.deutschebank.be.

Reino de Arabia Saudita

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

Hong Kong

Deutsche Bank Aktiengesellschaft está constituida en la República Federal de Alemania y la responsabilidad de sus miembros es limitada. Este material está destinado a: Inversores profesionales en Hong Kong. Además, este material se proporciona únicamente al destinatario, la distribución posterior de este material está estrictamente prohibida. El contenido de este documento no ha sido revisado por ninguna autoridad reguladora de Hong Kong. Se aconseja tener precaución en relación con las inversiones contenidas en el mismo (si las hubiera). Si tiene alguna duda sobre el contenido de este documento, debe obtener asesoramiento profesional independiente. Este documento no ha sido aprobado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong (la "SFC") ni una copia de este documento ha sido registrada por el Registro de Empresas de Hong Kong, a menos que se especifique lo contrario. Las inversiones contenidas en el presente documento pueden ser autorizadas o no por la SFC. Las inversiones no pueden ofrecerse ni venderse en Hong Kong, mediante ningún documento, salvo (i) a "inversores profesionales", tal como se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros (Cap. 571 de las Leyes de Hong Kong) ("SFO") y cualquier norma dictada en virtud de la SFO, o (ii) en otras circunstancias que no den lugar a que el documento sea un "folleto" según la definición de la Ordenanza de Empresas (Liquidación y Disposiciones Diversas) (Cap. 32 de las Leyes de Hong Kong) (la "C(WUMP)O") o que no constituyan una oferta al público en el sentido de la C(WUMP)O. Ninguna persona emitirá o poseerá con fines de emisión, ya sea en Hong Kong o en cualquier otro lugar, ningún anuncio, invitación o documento relacionado con las inversiones, que esté dirigido al público de Hong Kong o cuyo contenido pueda ser consultado o leído por éste (excepto si se le permite hacerlo en virtud de la legislación sobre valores de Hong Kong), salvo en lo que respecta a las inversiones que estén o estén destinadas a ser enajenadas únicamente a personas de fuera de Hong Kong o únicamente a "inversores profesionales", tal y como se definen en la SFO y en cualquier norma elaborada en virtud de la SFO.

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



Información importante

Reino Unido

En el Reino Unido («Reino Unido»), esta publicación se considera una promoción financiera y ha sido comunicada por Deutsche Bank Wealth Management. Deutsche Bank Wealth Management es la denominación comercial de DB UK Bank Limited. Inscrita en el Registro Mercantil de Inglaterra y Gales (n.º 00315841). Domicilio social: 23 Great Winchester Street, EC2P 2AX Londres (Reino Unido). DB UK Bank Limited es una entidad autorizada y regulada por la Prudential Regulation Authority y su número de inscripción en el Registro de Servicios Financieros es el 140848. DB UK Bank es miembro de Deutsche Bank Group.

Singapur

Este material está destinado a: Inversores acreditados en Singapur. Además, este material se proporciona sólo al destinatario, la distribución adicional de este material está estrictamente prohibida.

Estados Unidos

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

Alemania

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

India

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

Italia

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

España

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española es una institución de crédito regulada por el Banco de España y la CNMV, e inscrita en sus respectivos Registros Oficiales con el código 019. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española solo puede llevar a cabo las actividades bancarias y de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia. El establecimiento principal en España se encuentra sito en Paseo de la Castellana número 18, 28046 - Madrid. Está registrada en el Registro Mercantil de Madrid, volumen 28100, libro 0, folio 1, sección 8, página M506294. Registro 2. NIF: A08000614. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española.

Portugal

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



Información importante

Luxemburgo

This report is distributed in Luxembourg by Deutsche Bank Luxembourg S.A., a bank incorporated and registered under Luxembourg law subject to the supervision and control of the Commission de Surveillance du Secteur Financier.

Austria

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

Países Bajos

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

051152 031722