



CIO Viewpoint Fixed Income

7 de junio de 2023

Autor:
Konrad Aigner
Senior Investment Officer Europe

Puntos clave

- Dado el avanzado estado del ciclo de subidas de tipos, las curvas de la deuda pública están invertidas.
- La evolución de precios de los bonos corporativos ha mostrado una estrecha correlación con las bolsas.
- La selección es clave en los mercados de bonos de alto rendimiento (HY).

Cada vez más cerca de los máximos del ciclo de tipos de interés

Las bajas tasas de inflación (incluso a veces negativas) que siguieron a la crisis financiera mundial de 2007/08 llevaron a los principales bancos centrales a suministrar una liquidez extremadamente generosa para reconducir la economía. Las condiciones en Europa siguieron siendo frágiles y se transformaron en una crisis en la Eurozona a partir de 2010. La crisis tenía elementos de crisis de deuda pública, crisis bancaria y crisis económica. La UE consiguió superar las crisis mediante diversas reformas institucionales, y el BCE tuvo que seguir proporcionando apoyos de liquidez. La complejidad y gravedad de las crisis pesaron sobre la economía de la Eurozona y aumentaron los riesgos de deflación, lo que llevó al BCE a bajar su tipo de depósito a negativo.

Con la aparición de la pandemia en 2020, las restricciones de los contactos sociales resultantes, la perturbación de las cadenas de suministro mundiales y las importantes inyecciones de liquidez de los bancos centrales, provocaron un brusco aumento de las tasas de inflación. El aumento de la inflación se consideró inicialmente un fenómeno a corto plazo, pero luego se intensificó y se hizo más persistente de lo previsto inicialmente. Debido al fuerte aumento de la inflación en un entorno de sólido crecimiento, la Fed empezó a subir el tipo de los fondos federales y siguió haciéndolo de forma rápida y decidida. Como muestra el gráfico 1, el tipo ha alcanzado ahora un nivel cercano o incluso superior a la tasa de inflación, lo que podría considerarse indicativo de que la mayor parte del trabajo de la Fed está hecho.

Dada la situación más frágil de la economía de la zona euro, más directamente expuesta a la escalada de la guerra de Rusia contra Ucrania, el BCE empezó a subir sus tipos de interés oficiales algo más tarde y a un ritmo más lento. Como puede observarse en el gráfico 2, sigue existiendo una diferencia sustancial entre los tipos de interés oficiales y la tasa de inflación, y como dijo la presidenta del BCE, Christine Lagarde, en la conferencia de prensa del 4 de mayo, el BCE tiene "más terreno que recorrer".

Los mercados de deuda seguirán volátiles

Inversión de las curvas de rendimiento de la deuda pública

Las sendas de endurecimiento de la Fed y el BCE han llevado las curvas de rendimiento de ambos mercados a la inversión. Las curvas se invierten cuando los tipos del mercado monetario y los rendimientos de los bonos mas a corto plazo son superiores a los rendimientos con vencimientos más largos. Esta situación suele darse cuando la actividad económica es alta y el exceso de demanda hace subir los precios y, por tanto, la inflación. Como respuesta, los bancos centrales suben los tipos oficiales y la parte más a corto plazo de la curva sigue esta tendencia alcista. La historia demuestra que las recesiones se producen algún tiempo después de que se hayan invertido las curvas. Por ello, los movimientos han sido más fuertes en el extremo corto de la curva, impulsado por la actividad de los bancos centrales en materia de tipos y sus respectivas expectativas. En los bonos a largo, el posicionamiento de los inversores se ve impulsado por las expectativas relativas a la inflación y el crecimiento. A medida que los efectos del endurecimiento han ido frenando la actividad, la tendencia al alza de los rendimientos de los bonos se ha estancado. Dado que las expectativas desde principios de año se vieron impulsadas por unas perspectivas económicas mixtas, los rendimientos de los bonos a largo plazo llegaron incluso a descender. Mientras la Fed y el BCE mantengan su sesgo restrictivo, es probable que las curvas sigan invertidas. En este entorno, los segmentos a corto y medio plazo de la curva parecen ser las posiciones preferidas de los inversores con aversión al riesgo, ya que ofrecen rendimientos más elevados con una menor exposición al riesgo de tipos de interés.

Factores determinantes de los diferenciales de los bonos corporativos

Los bonos corporativos tienden a seguir las tendencias de los tipos de los bonos de gobierno. Las desviaciones pueden ser mayores o menores, ya que los corporativos tienden a ser menos líquidos que los gubernamentales y sus movimientos se ven influidos por otros factores. Los inversores en bonos corporativos son acreedores de la empresa que emitió los bonos. Asumen el riesgo de crédito y, por lo tanto, tienden a esperar una prima de riesgo para este tipo de inversión. La prima (normalmente expresada como diferencial) se calcula como la diferencia entre el rendimiento del bono corporativo y el de un bono gubernamental con un vencimiento similar.

Al igual que los inversores en renta variable, los inversores en bonos corporativos también tienen interés en que la empresa desarrolle una actividad próspera para garantizar que puede cumplir sus obligaciones contractuales (intereses y devolución del principal).



La prima de riesgo depende no sólo del riesgo de crédito de la empresa, sino también de las perspectivas económicas generales, que impulsan la evolución de las condiciones empresariales. Así pues, las primas de riesgo fluctúan a lo largo del ciclo y los bonos corporativos y los bonos HY se rigen por fuerzas similares a las del mercado de renta variable. La sensibilidad a los cambios en el entorno empresarial es especialmente alta en los bonos HY.

El gráfico 5 muestra el índice de volatilidad de la renta variable VIX, así como los diferenciales de los bonos corporativos y HY. Las tres variables son medidas del riesgo en sus respectivas clases de activos. Existe una estrecha correlación entre el VIX y el diferencial de los HY. Durante la crisis, el VIX ha subido con fuerza, al igual que los diferenciales de los bonos. Entre medias, a veces hay fases con menor correlación o con sentidos diferentes, lo que indicaría que los inversores ven un entorno más o menos favorable para los bonos o la renta variable.

Desde 2020, los diferenciales de los bonos HY, por ejemplo, se han movido en niveles inferiores a los indicados por el VIX, pero la brecha parece estar cerrándose, ya que los diferenciales de los bonos HY se han movido al alza y la volatilidad implícita de la renta variable ha disminuido. En general, el Gráfico 5 muestra que los episodios con ampliaciones significativas de los diferenciales en los bonos corporativos IG y los bonos HY solían ocurrir cuando se producían retrocesos significativos de los precios y aumentaba la volatilidad en las bolsas. Por lo tanto, parece que las inversiones en bonos corporativos no son instrumentos apropiados para los inversores que desean cubrir posiciones en renta variable: la renta variable y los bonos corporativos reaccionan en gran medida a factores similares.

Comparación de los distintos segmentos del mercado de bonos

Dado el sesgo restrictivo de los bancos centrales, los inversores deberían estar preparados para futuros episodios de volatilidad y adoptar una postura prudente a la hora de invertir. Los distintos segmentos del mercado de renta fija ofrecen posibilidades para afinar este perfil riesgo/rentabilidad de las carteras. En el escenario base, creemos que la Eurozona puede evitar una recesión, mientras que para EEUU esperamos una leve recesión en 2023 que en ambos casos irá seguida de una recuperación muy superficial. Por lo tanto, seguiríamos evitando una fuerte exposición a los bonos a más largo plazo con un riesgo significativo de tipos de interés. Dadas las curvas de tipos invertidas, los bonos a corto y medio plazo ofrecen mayores rendimientos con menor duración y, por tanto, menor riesgo.

La inversión en el mercado de bonos corporativos permite aumentar la rentabilidad y los beneficios. Los diferenciales de los bonos corporativos IG en ambos mercados, EEUU y la Eurozona, se sitúan en torno a 180 pb. Sin embargo, la duración media de los bonos corporativos IG de EEUU es mucho mayor que la de los bonos del Estado. Por lo tanto, las inversiones en el sector IG EEUU están sujetas a mayores riesgos de precio en caso de variaciones de rentabilidad. Sin embargo, la duración del mercado de bonos corporativos en EUR es similar a la del de deuda pública. Por lo tanto, las inversiones en EUR IG pueden alcanzar un rendimiento más elevado con el mismo riesgo de tipo de interés. Así pues, el diferencial de los bonos EUR IG refleja actualmente el riesgo de crédito del segmento.

Nos estamos acercando al punto álgido del ciclo de subidas de tipos y los inversores desplazan su atención hacia el crecimiento y los fundamentos empresariales. Como puede verse en el Gráfico 7, los diferenciales de los bonos corporativos en euros cotizan en la parte superior de la banda de los últimos 5 años y los del segmento de bonos corporativos IG reflejan una perspectiva de débil crecimiento económico en el futuro.

Desde una perspectiva microeconómica, los balances de las empresas de la Eurozona gozan de buena salud. El aumento de la deuda agregada de las empresas ha ido acompañado de un aumento significativo de la tesorería desde los niveles anteriores a la pandemia. El crecimiento de las posiciones de efectivo se ha visto respaldado por un fuerte aumento de la inflación, con lo que las empresas han podido repercutir los aumentos de costes y reducir el apalancamiento. Las empresas están preparadas para afrontar vientos en contra. Y hay que esperarlos, sobre todo por las perspectivas de crecimiento moderado. Se espera que los bancos centrales continúen con su endurecimiento y reduzcan la actividad en los mercados de bonos. Además, las empresas aumentarán sus emisiones, tras cierta contención desde principios de año.

Enfoque selectivo para los bonos HY

Los índices de bonos HY, tanto en EEUU como en la Eurozona, ofrecen mayor rentabilidad frente a los bonos del Estado, de entre 440 y 500 pb. Con una duración de 3,6 años y 3,1 años respectivamente, su sensibilidad a los tipos de interés es menor que la de los respectivos índices de deuda pública. No obstante, han sido volátiles debido a las incertidumbres en torno a las negociaciones para aumentar el límite de la deuda en EEUU y a los temores de una contracción del crédito tras las recientes tensiones en los bancos regionales. En general, preferiríamos los bonos HY en euros (EUR HY) a los de EEUU, donde vemos más incertidumbre dado el fuerte endurecimiento monetario adoptado por la Fed en el pasado.

Esto no significa que no haya riesgos económicos o financieros en la Eurozona. Vemos un potencial limitado de estrechamiento de los diferenciales, y la selección es clave en esta clase de activos. Los sectores inmobiliario, tecnológico y energético han obtenido peores resultados recientemente, lo que refleja un entorno más difícil debido a los altos tipos de interés.

Perspectivas a largo plazo

La pandemia de 2020 ha puesto de manifiesto tanto las debilidades como las fortalezas de las economías occidentales. Son necesarias reformas estructurales sustanciales en un momento en que la inflación y las tasas de financiación seguirán siendo probablemente más altas que antes de la pandemia.

La reorientación de muchas industrias hacia suministros de energía nuevos y menos seguros, los ajustes de las cadenas de suministro y las tecnologías nuevas y posiblemente disruptivas, como la Inteligencia Artificial (IA), tanto en el sector industrial como en el de servicios, brindarán oportunidades a las empresas, pero también plantearán retos para otras.

En general, es probable que esto conduzca a mayores tasas de morosidad en el futuro. Por lo tanto, creemos que los bonos corporativos, y especialmente los bonos HY, se convertirán en mercados de "stock pickers" similares a los de renta variable.



Gráfico 1: Tipo de los fondos federales de EEUU y tasa de inflación

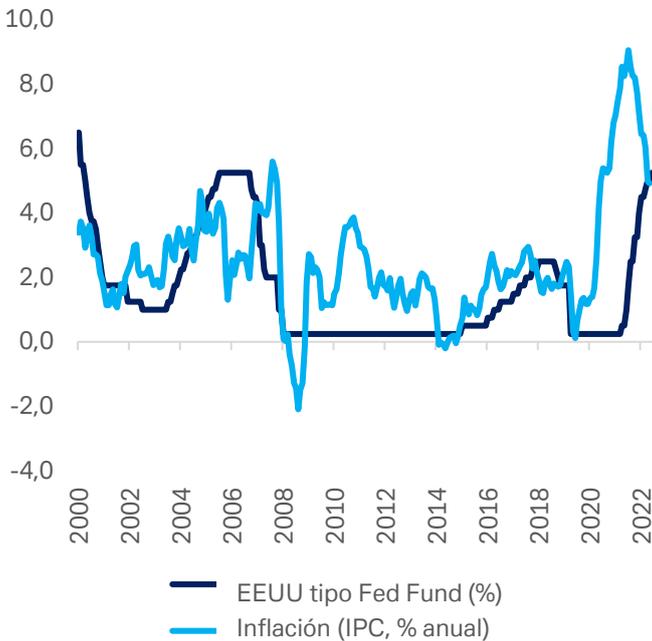
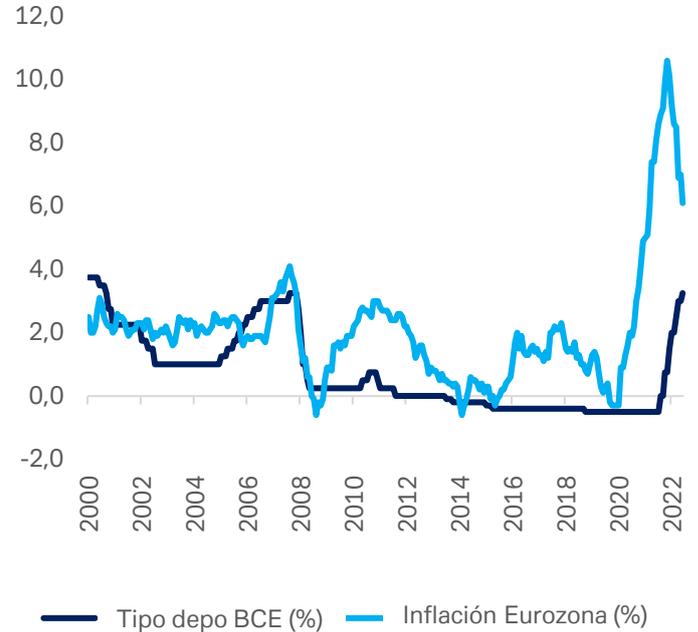


Gráfico 2: Tipo de depósito del BCE y tasa de inflación



Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 31 de mayo de 2023.

Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 31 de mayo de 2023.

Gráfico 3: Curva de tipos gobierno de EEUU.

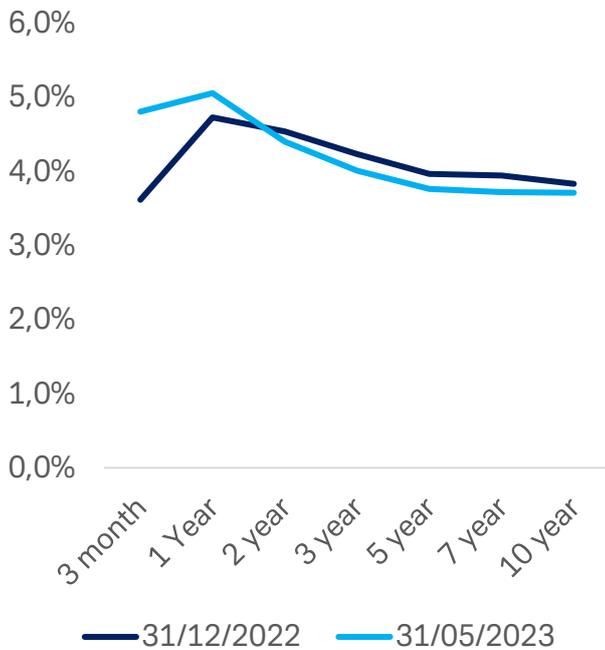
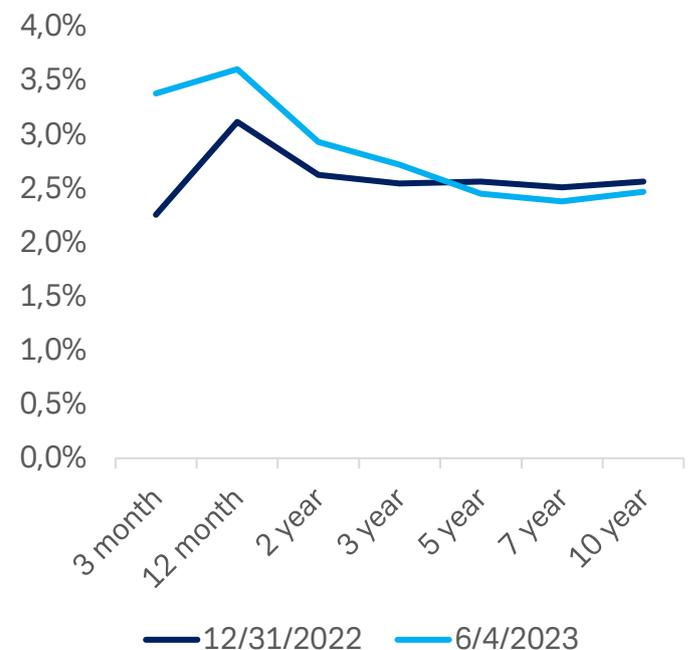


Gráfico 4: Curva de tipos gobierno Alemania

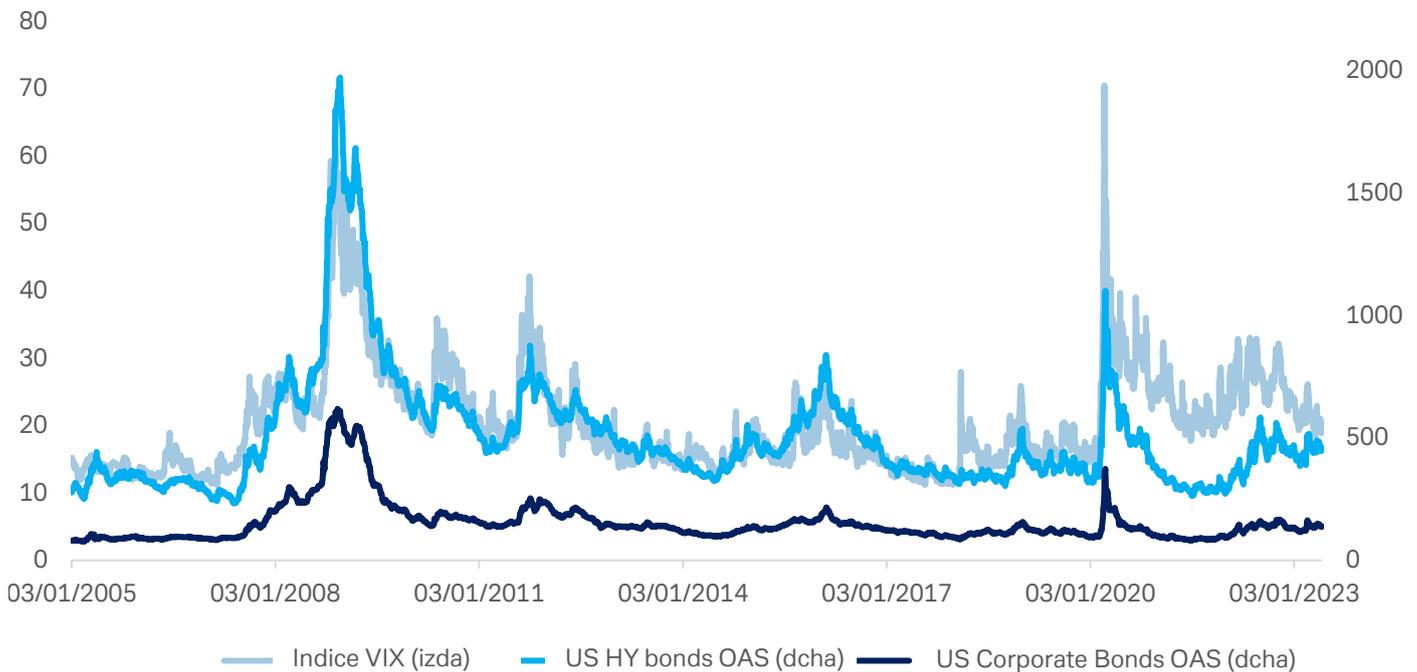


Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 31 de mayo de 2023.

Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 31 de mayo de 2023.

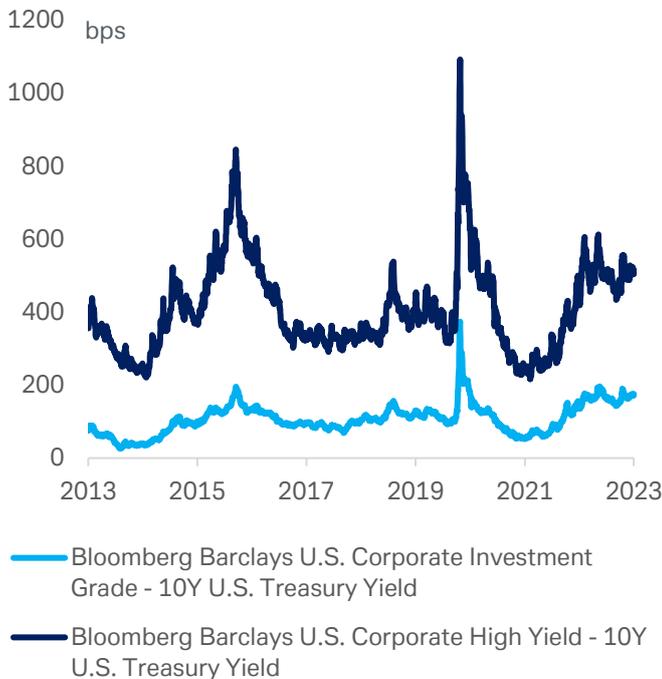


Gráfico 5: Volatilidad de la renta variable y diferenciales de los bonos corporativos IG/HY



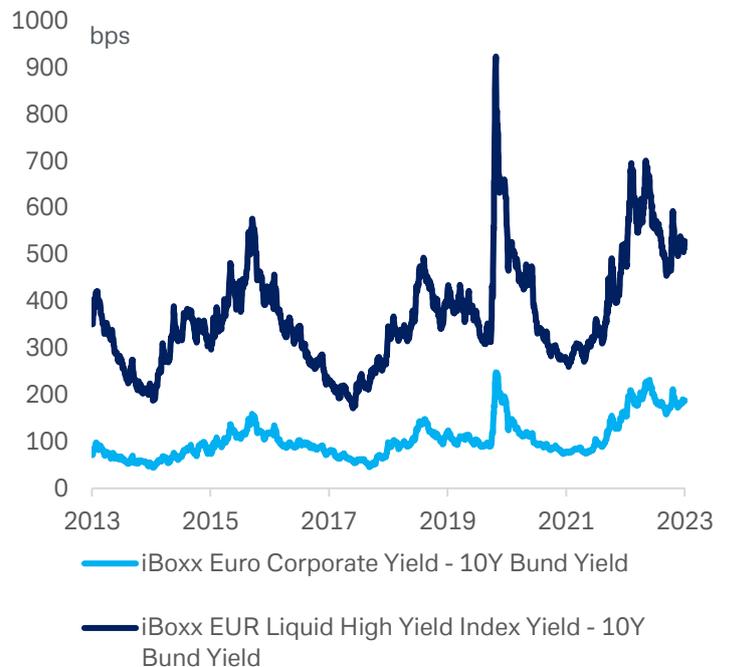
Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 31 de mayo de 2023.

Gráfico 6: Diferenciales de los bonos corporativos y HY de EEUU



Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 31 de mayo de 2023.

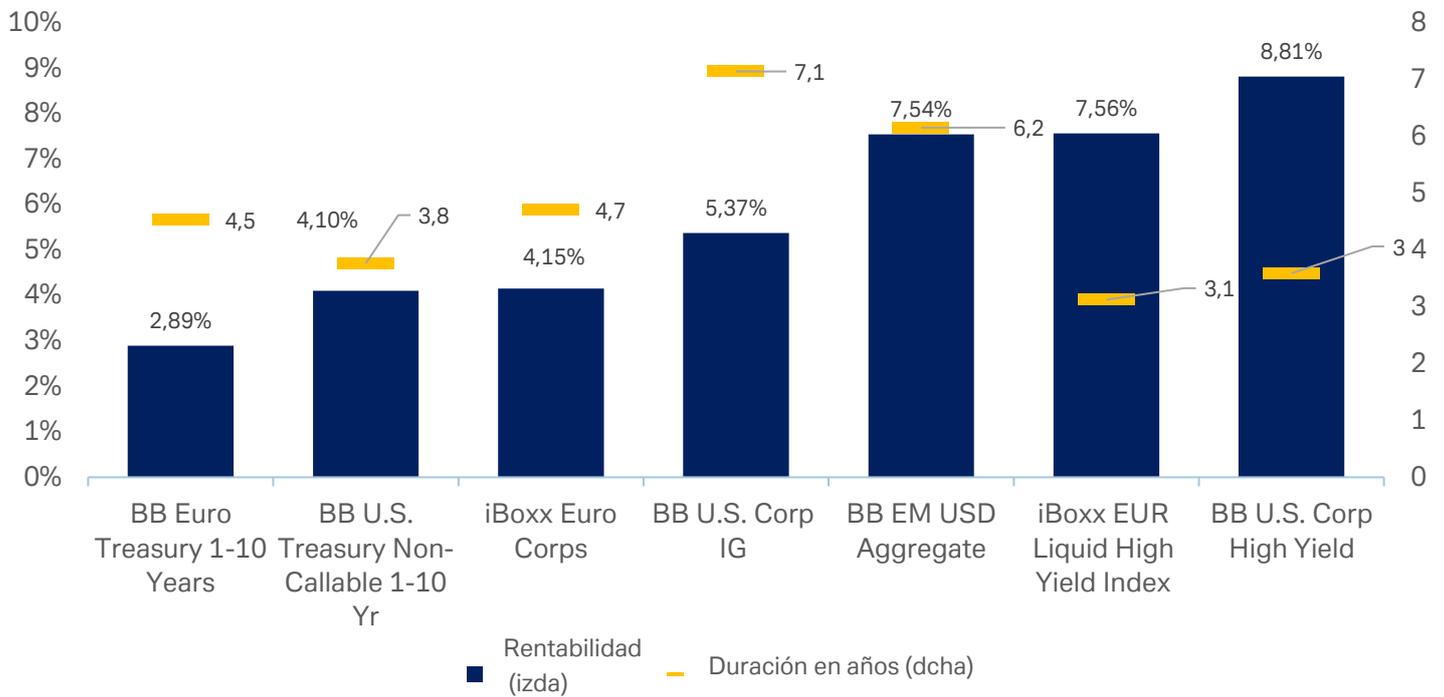
Gráfico 7: Diferenciales de los bonos corporativos y HY europeos



Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 31 de mayo de 2023.

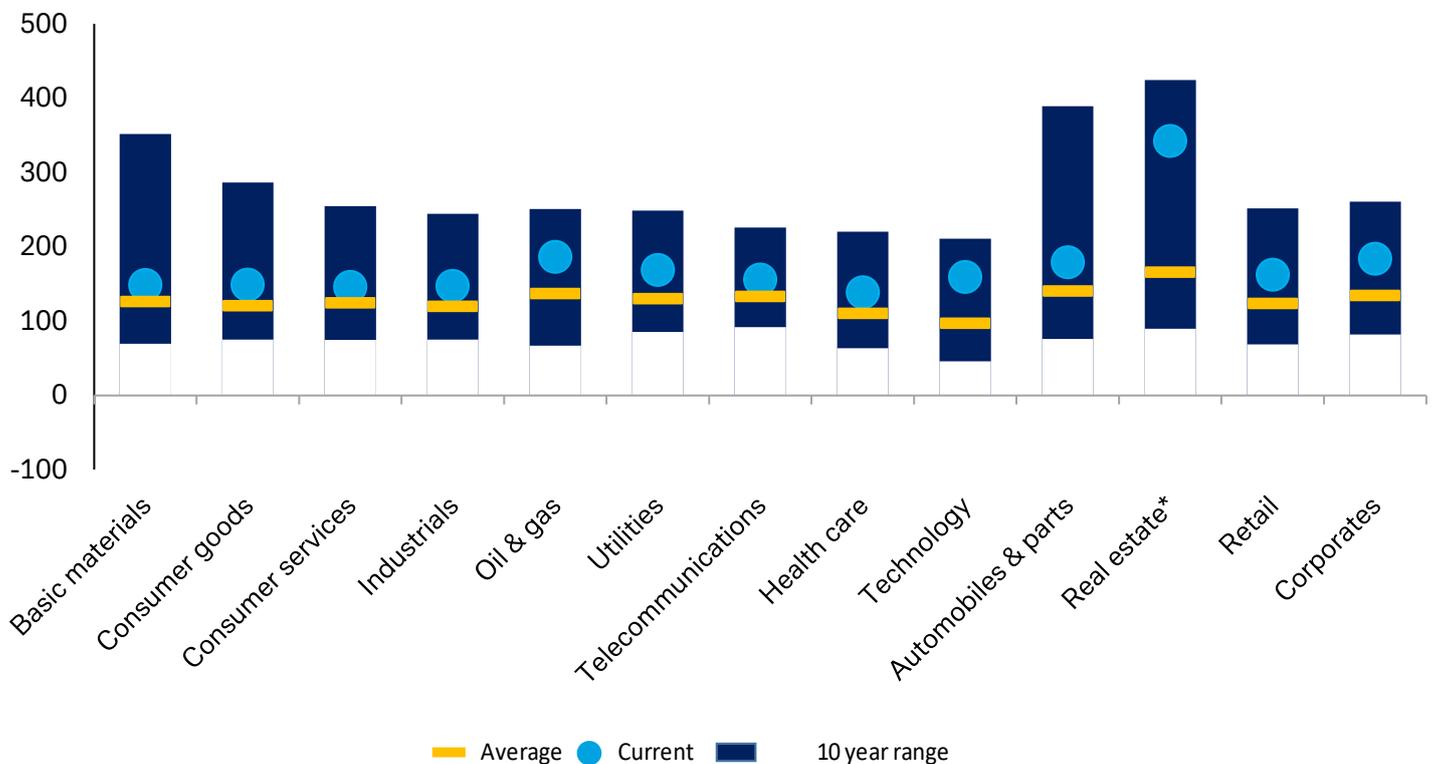


Gráfico 8: Rendimiento y duración de los distintos segmentos del mercado de renta fija



Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 31 de mayo de 2023.

Gráfico 9: EUR Diferenciales sectoriales Iboxx (pbs)



Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 31 de mayo de 2023.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia-Pacífico, este documento se considera material de marketing, pero no es el caso de EEUU. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de los rendimientos futuros. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede llevar a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan un riesgo. El valor de una inversión puede bajar o subir y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo.



Glosario

Un **punto básico (pb)** corresponde a 1/10000 por ciento.

Las **medidas de duración** muestran la sensibilidad del precio de un bono a un cambio en los tipos de interés, expresada en el número de años que un bono tarda en ser reembolsado a través de sus flujos de caja internos.

Los **bonos de alto rendimiento (HY)** son bonos de mayor rendimiento con una calificación crediticia inferior a la de los bonos corporativos con grado de inversión, los bonos del Tesoro y los bonos municipales.

Una **calificación de grado de inversión (IG)** por parte de una agencia de calificación como Standard & Poor's indica que se considera que un bono tiene un riesgo de impago relativamente bajo.

OAS (diferencial ajustado a las opciones) es la prima de rendimiento que debe añadirse al diferencial sobre un rendimiento de referencia para tener en cuenta las opciones que pueden variar los tipos de interés o de amortización anticipada con el fin de ajustarse a las desviaciones en el vencimiento.

La **prima de riesgo** se refiere al rendimiento superior al tipo de rendimiento sin riesgo que se espera que produzca una inversión. Es una forma de compensación para los inversores que toleran el riesgo adicional.

El **diferencial en los mercados de bonos** es, en general, la diferencia del rendimiento de dos bonos con un vencimiento similar. Puede interpretarse como una prima de riesgo. U.S. es Estados Unidos.

USD es el código monetario del dólar estadounidense.

El **índice VIX** es una medida de la volatilidad del mercado de renta variable implícita en las opciones del índice S&P 500.

La **volatilidad** mide el grado de variación de una serie de precios de negociación a lo largo del tiempo.

La **curva de rendimientos** muestra los distintos tipos de interés de bonos con vencimientos diferentes pero con la misma calidad crediticia.

La **inversión de la curva de rendimientos** es una situación en la que los bonos a largo plazo tienen un rendimiento inferior al de los bonos a corto plazo.



Información importante

General

El presente documento no podrá distribuirse en Canadá ni en Japón. Este documento va dirigido exclusivamente a clientes minoristas o profesionales. La comunicación del presente documento es realizada de buena fe por Deutsche Bank AG, sus sucursales (según se permita en cada jurisdicción correspondiente), sus sociedades filiales y sus directivos y empleados (colectivamente, «Deutsche Bank»). Este material se facilita con carácter informativo exclusivamente 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 celebrar 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.es

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 pueden encontrarse sujetas a riesgos genéricos de mercado, derivados del instrumento o específicos de este, o asociados al emisor en concreto. Si dichos riesgos se materializasen, los inversores podrían incurrir en pérdidas, entre otras, por ejemplo, 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, entre otras cosas, la precisión, suficiencia, 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 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.

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 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 ninguna persona. 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 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, y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede llevar a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan un riesgo. El valor de una inversión puede bajar o subir y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo.



Información importante

Reino de Bahrain

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 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: Centro Financiero Internacional de Dubái, The Gate Village, Edificio 5, Apdo. 504902, Dubái (E.A.U.) Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG. Los servicios o productos financieros relacionados solo se encuentran a disposición de Clientes profesionales, según la definición de este término que realiza la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái.

Estado de Qatar

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 solo se encuentran a disposición de Clientes empresariales, según la definición de este término que realiza 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 por acciones («Aktiengesellschaft») constituida en virtud de las leyes de la República Federal de Alemania, y dispone de licencia para realizar 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 Bruselas y está inscrita en el Registro Mercantil (RPM) de Bruselas con el CIF BE 0418.371.094. Para obtener más información, puede solicitarse o bien consultarse en www.deutschebank.be.

Reino de Arabia Saudita

Deutsche Securities Saudi Arabia Company (inscrita con el número 07073-37) está regulada por la Autoridad de los Mercados de Capitales (CMA). Deutsche Securities Saudi Arabia solo puede llevar a cabo las actividades de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia de la CMA. Lugar de establecimiento principal en Arabia Saudita: King Fahad Road, distrito de Al Olaya, Apdo. 301809, Faisaliah Tower, 17º piso, 11372 Riyadh (Arabia Saudita).

Reino Unido

En el Reino Unido («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: 23 Great Winchester Street, EC2P 2AX Londres (Reino Unido). DB UK Bank Limited es una entidad autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority 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).



Información importante

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. 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 las Leyes de Hong Kong) [la «SFO», por sus siglas en inglés]) 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. El aviso legal para Estados Unidos se regirá por las leyes del Estado de Delaware y se interpretará de acuerdo a estas, independientemente de cualquier disposición relativa a conflictos de derecho que imponga la aplicación de las leyes de otro fuero.

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 regirá 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 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 Frankfurt am Main. Está inscrita en el registro del tribunal de distrito («Amtsgericht») de Frankfurt am Main con el n.º HRB 30 000 y posee licencia para realizar actividades bancarias y prestar servicios financieros. Autoridades de control: 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).



Información importante

Francia

Deutsche Bank AG es una entidad de crédito autorizada, sujeta a la supervisión general del Banco Central Europeo y de BaFin, la Autoridad Federal de Supervisión Financiera alemana. Sus diversas sucursales son supervisadas localmente, para determinadas actividades, por las autoridades bancarias competentes, como la Autoridad de Control Prudencial y Resolución (La ACPR) y la Autoridad de los Mercados Financieros (La AMF) en Francia. Este documento se ha elaborado únicamente con fines de debate. No es un documento de análisis financiero. Las opiniones expresadas en este documento pueden diferir de las expresadas por otros departamentos de Deutsche Bank, incluido el departamento de análisis financiero. La forma de circulación y distribución de este documento puede estar restringida por ley o normativa en determinados países, incluido Estados Unidos. Este documento no está destinado a ser distribuido o utilizado por ninguna persona o entidad que sea nacional de, o residente o esté ubicada en cualquier país, estado o jurisdicción donde dicha distribución, publicación, disponibilidad o uso sea contrario a las leyes y reglamentos aplicables o someta a Deutsche Bank AG o a cualquiera de sus filiales a cualquier requisito adicional de registro o licencia. Las personas en posesión de este documento están obligadas a informarse sobre dichas restricciones y a observarlas. Este documento y la información contenida en él no constituyen un asesoramiento de inversión, una oferta, un incentivo o una recomendación para realizar una transacción. Este documento no puede ser considerado como la base exclusiva de decisión de inversión alguna y no puede ser entendido como la recomendación por parte de Deutsche Bank para que el Receptor entre en ningún tipo de operación.. Nada de lo contenido en este documento constituye asesoramiento financiero, jurídico, fiscal o de otro tipo, y no debe tomarse ninguna decisión de inversión o de otro tipo basándose únicamente en este documento. Por lo tanto, Deutsche Bank AG insta a los inversores potenciales a buscar asesoramiento independiente de sus propios asesores profesionales fiscales, jurídicos, contables y de otro tipo sobre la idoneidad de la transacción propuesta a la luz de sus objetivos, recursos financieros y operativos o cualquier otro criterio antes de tomar cualquier decisión de inversión, incluidos los riesgos y beneficios potenciales de la transacción, en particular cuando se trate de transacciones en divisas, inversiones en países distintos de Francia?, valores de renta fija de alto rendimiento, fondos de cobertura, materias primas o fondos de capital riesgo/inversión. Es responsabilidad exclusiva de los inversores potenciales obtener la documentación (folleto, Term Sheets, contrato de suscripción, etc.) y la información necesarias para evaluar la inversión y los riesgos que conlleva. Deutsche Bank AG no se hace responsable de los riesgos asociados a los productos mencionados en este documento. Es posible que no sean adecuados para todos los inversores y/o que sólo lo sean para determinadas categorías de inversores. Además, los productos financieros mencionados en este documento sólo son adecuados para inversores que tengan los conocimientos y la experiencia necesarios para evaluar y asumir los riesgos inherentes a una inversión, incluidos los riesgos financieros, políticos y de mercado, así como el riesgo de perder la totalidad del importe invertido. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras y no son constantes a lo largo del tiempo. Nada de lo contenido en el presente documento constituye una declaración o garantía de resultados futuros.

Queda prohibida toda reproducción, representación, distribución o redistribución, total o parcial, del contenido de este documento en cualquier soporte o por cualquier procedimiento, así como toda venta, reventa, retransmisión o puesta a disposición de terceros por cualquier medio. Queda prohibida la reproducción o distribución de este documento sin nuestra autorización por escrito. © 2023 Deutsche Bank AG. Todos los derechos reservados.

Sudáfrica

En Sudáfrica, este material es distribuido por Deutsche Bank Suisse SA autorizado como proveedor de servicios financieros (FSP) para la prestación de Servicios de Asesoramiento e Intermediación por la Autoridad de Conducta del Sector Financiero de Sudáfrica (FSCA) bajo el número de registro 52190. Deutsche Bank Suisse SA está autorizado para operar una Oficina de Representación por la Autoridad Prudencial del Banco de la Reserva de Sudáfrica (SARB).

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.

Luxemburgo

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

España

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal 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 Unipersonal 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. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal.



Información importante

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.

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.

Holanda

Este documento es distribuido por Deutsche Bank AG, Sucursal de Ámsterdam, con domicilio social en De entre 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.

© Deutsche Bank AG 2023. Todos los derechos reservados

053280 060723