

PERSPECTIVAS

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y POR CLASE DE ACTIVO

MARZO 2025

MACROECONOMÍA
Polémica
competencia

RENTA FIJA
Un nuevo equilibrio para
los Bunds

BOLSAS
La volatilidad está
de vuelta





Carta a los inversores

Invertir con perspectiva



Christian Nolting
CIO Global

Es poco probable que leer las secciones de negocios o políticas de los periódicos en estos días traiga mucha alegría a la mayoría de los inversores. Creo que es justo decir que el sentimiento del mercado es sombrío. El estilo de la administración Trump a la hora de hacer política está demostrando ser una fuente de incertidumbre global. En particular, en nuestra opinión, las políticas comerciales y arancelarias anunciadas están pesando sobre el sentimiento de los inversores y esperamos que esto siga siendo así durante algún tiempo.

Por lo tanto, esperamos que los mercados sigan siendo volátiles a corto plazo. Sin embargo, las turbulencias actuales no modifican nuestras perspectivas positivas a medio y largo plazo. En nuestras perspectivas anuales para 2025 ya abordamos los temas de recesión, tipos y rotación sectorial, y recomendamos no perder de vista las expectativas de crecimiento positivas para 2025 y más allá. Creemos que esta evaluación sigue siendo válida tanto desde el punto de vista económico como corporativo. En positivo, parece que el nivel de los aranceles de Estados Unidos será negociable, como han mostrado los ejemplos de México y Canadá. Europa, y especialmente Alemania, también debería tener cierto poder de negociación.

En los próximos 12 meses, creemos que deben prevalecer los factores positivos del mercado, entre ellos la desregulación y la expansión fiscal ampliada o adicional en Estados Unidos, así como el estímulo fiscal en Europa. Para los inversores, esto significa no retirarse de los mercados ahora, sino volverse activos y ver los reveses como oportunidades potenciales. El enfoque en el largo plazo debería seguir siendo la diversificación de la inversión.

Siempre estamos encantados de apoyarle, más aún en estos tiempos volátiles.

Christian Nolting
CIO Global



Economía: Polémica competencia

- Crecimiento: El excepcionalismo de Estados Unidos se modera. Europa despierta.
- Inflación: Aún no se ha superado de manera concluyente.
- Bancos centrales: flexibilización restringida frente al dominio del estímulo fiscal.

La economía de **Estados Unidos** siguió creciendo a un ritmo robusto en el último trimestre de 2024, con una expansión del 2,8 % en el año. Las crecientes incertidumbres sobre las políticas de la nueva administración de Estados Unidos han planteado dudas sobre la debilidad de la economía. Sin embargo, el mercado laboral sigue siendo resiliente y el crecimiento de los salarios reales debe seguir impulsando el poder adquisitivo de los consumidores. A medida que avanza el año, la menor incertidumbre sobre el régimen arancelario definitivo debería mejorar la actitud del sector privado y podría producirse una reducción de los inventarios. No obstante, esperamos que el crecimiento del PIB se desacelere al 2,0 % en 2025 y 2026.

La resiliencia económica debería frenar el proceso desinflacionista y mantener la inflación elevada durante 2025 y 2026, limitando el margen de maniobra de la Fed para una mayor flexibilización. En los próximos doce meses, prevemos dos recortes más de tipos, hasta niveles del 3,75-4,00 % a fines del primer trimestre de 2026.

La economía de la **Eurozona** es débil y aún no ha experimentado el necesario despertar, en parte debido a incertidumbres políticas. El realineamiento geopolítico de Estados Unidos y la forma en que se desarrolla la guerra entre Rusia y Ucrania presentan ambos riesgos y oportunidades para Europa. Las iniciativas de inversión en defensa e infraestructura previstas podrían desencadenar un repunte económico a medio plazo. Sin embargo, en el corto plazo, Europa probablemente tendrá que depender de los proveedores estadounidenses para sus equipos de defensa. Esperamos que la zona euro acelere lentamente su crecimiento desde el segundo semestre de 2025, elevando

ligeramente el crecimiento del PIB al 1,0 % en 2025 y, a medida que se desarrolla el efecto multiplicador del mayor gasto fiscal, al 1,5 % en 2026.

Es probable que la inflación se mantenga en una trayectoria accidentada a corto plazo debido a la volatilidad de los precios de los alimentos y la energía. Un impulso fiscal más fuerte podría aumentar las presiones sobre los precios en el segundo semestre de 2025, y la inflación se estabilizaría en el 2,3 % este año y en 2026. En este contexto, prevemos que el BCE realice solo un nuevo recorte de tipos en los próximos cuatro trimestres, lo que reduciría el tipo de la facilidad de depósitos al 2,25 % en marzo de 2026.

En **Japón**, el acuerdo salarial Shunto de este año podría superar el 5 % del año pasado, preparando el escenario para una demanda interna robusta. Esperamos que el repunte económico continúe a pesar de los posibles vientos en contra derivados del aumento de los aranceles estadounidenses y que impulse el crecimiento del PIB en 2025 al 1,2 %. En este contexto, es probable que la inflación alcance el 2,6 % en 2025, por encima del objetivo del 2 % del Banco de Japón. La normalización prevista de la política monetaria puede acelerarse y el tipo de interés del Banco de Japón puede aumentar del 0,5 % actual al 1,25 %.

Tras haber alcanzado su objetivo de crecimiento del 5 % en 2024, **China** probablemente se centrará en impulsar el consumo interno, reforzar las industrias estratégicas y apoyar a las empresas privadas en 2025. Dados los vientos en contra de los aranceles de Estados Unidos, con más respuestas desde China, y la existencia de un mercado inmobiliario todavía no fuera de peligro, esperamos que el crecimiento del PIB se desacelere al 4,5 % y 4,0 % en 2025 y 2026, respectivamente. Esto debería mantener bajo el impulso de los precios, haciendo que el estímulo monetario sea menos efectivo. Por lo tanto, sólo esperamos una relajación gradual de las condiciones financieras.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya a alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. 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. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en marzo de 2025.



Renta fija: Un nuevo equilibrio para los Bunds

- La debilidad de Estados Unidos esconde la presión alcista en las rentabilidades.
- Un nuevo equilibrio para los Bunds a medida que se ajustan las palancas fiscales.
- No solo *carry*, sino también la alta calidad del universo Grado de Inversión mantendrá su atractivo.

Si bien la incertidumbre en torno a las políticas económicas puede haber arrastrado a la baja los rendimientos de los **bonos del Tesoro de EEUU** recientemente, las expectativas de inflación a largo plazo siguen siendo altas, lo que limita la caída de las rentabilidades. Una vez que la economía haya salido de la actual debilidad, esperamos que los rendimientos aumenten a medida que los inversores renuncien a la necesidad de la seguridad que ofrecen los bonos del Tesoro de EEUU y vuelvan a fijarse en el mayor crecimiento, respaldado por el inminente apoyo fiscal y el impacto inflacionario de los aranceles. Por lo tanto, esperamos una subida de las primas a largo plazo y, en consecuencia, los rendimientos de los bonos del Tesoro de EEUU subirán (objetivo de rentabilidad Treasury a 10 años a mar-26: 4,50 %; objetivo Treasury a 2 años: 3,95 %).

La rentabilidad de los **Bund alemanes** ha cambiado a medida que los partidos gobernantes muestran urgencia por proporcionar el apoyo fiscal. Este gasto adicional se financiará en gran medida con deuda, lo que traerá más oferta de bonos al mercado. Con el aumento de la deuda nacional, los inversores exigirán una mayor compensación. Por lo tanto, esperamos que los rendimientos del Bund se muevan a un nuevo equilibrio (objetivo rentabilidad Bund a 10 años a mar-26: 2,90 %; Bund a 2 años: 2,25 %).

El rendimiento de los bonos italianos debería beneficiarse de una mayor cooperación de la UE en el actual entorno geopolítico. Además, el impacto relativo del apoyo fiscal alemán debería sentirse más en los Bunds alemanes que en

otros países europeos, minimizando el potencial ensanchamiento de los diferenciales italianos.

El **crédito de Grado de Inversión (IG)** sigue disfrutando de una fuerte demanda tanto en USD como en EUR, que esperamos que persista en el futuro. Sin embargo, El comportamiento entre ambos mercados ha divergido recientemente. Después de una caída inicial apreciable debido a la alta demanda, las primas de riesgo del crédito IG en USD se ampliaron de nuevo. Por el contrario, los diferenciales del IG en euros se han reducido aún más y ahora reflejan mejor la calidad subyacente del mercado y el optimismo económico. Es poco probable un mayor ajuste de los diferenciales, pero los rendimientos totales ofrecen una oportunidad de inversión atractiva.

Los diferenciales de los **bonos High Yield (HY)** también se han ampliado recientemente debido a las fricciones geopolíticas y la incertidumbre económica, especialmente en EEUU. A pesar de esto, se mantienen cerca de niveles históricamente ajustados. Parece necesaria una ampliación adicional para compensar los riesgos. Los emisores con calificación CCC siguen afrontando costes de refinanciación muy elevados, con una diferencia en los cupones actuales que se duplica en USD y se triplica en el mercado en EUR.

Esperamos una ligera ampliación de los diferenciales de los **bonos soberanos emergentes** desde niveles históricamente ajustados, ya que los sólidos fundamentos parecen ya estar valorados. Además, los diferenciales actuales ofrecen una protección mínima contra las medidas comerciales proteccionistas, las dudas sobre el crecimiento mundial y los riesgos de política monetaria. Los mismos riesgos siguen siendo válidos para el **crédito de Asia y el Pacífico**. Sin embargo, la mejora de los balances y la baja probabilidad de impago deberían seguir respaldando unos diferenciales ajustados. Los rendimientos actuales, que están muy por encima de su promedio post-crisis financiera, ofrecen un *carry* atractivo.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya a alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. 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. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en marzo de 2025.



Bolsas: La volatilidad está de vuelta

- Las acciones de Estados Unidos subirán, pero con mayor volatilidad.
- Las acciones europeas siguen manteniendo valoraciones atractivas.
- DeepSeek ha vuelto a poner las acciones chinas en el centro de atención.

El **S&P 500** registró un sólido inicio de año, ya que las ganancias reportadas en el cuarto trimestre superaron significativamente las expectativas de los analistas. Sin embargo, después de alcanzar un nuevo máximo histórico en febrero, el índice ha caído a medida que se reducía el impulso económico y subía la incertidumbre política. Además, el surgimiento del modelo de IA de China DeepSeek-R1 hizo que los inversores cuestionaran el gasto de capital de los hiperescaladores, así como el dominio estadounidense en IA. Los “Magníficos 7” han perdido colectivamente alrededor del 20 % desde mediados de febrero, mientras que el S&P 500 se ha sumido en terreno negativo en lo que va de año.

Como se indica en nuestras perspectivas anuales para 2025, esperamos que la volatilidad de los mercados de valores se mantenga elevada. Sin embargo, creemos que el mercado de valores de Estados Unidos podría subir en un patrón de “tres pasos hacia adelante, dos pasos hacia atrás” este año. Destacamos que el S&P 500 normalmente avanza en ausencia de una recesión -que no esperamos que ocurra- y sigue a las ganancias de la compañía en el largo plazo. El consenso de analistas espera un crecimiento de las ganancias de dos dígitos para cada año hasta 2027. Por lo tanto, los inversores a largo plazo podrían utilizar la debilidad del mercado de valores como oportunidades de compra. Sin embargo, después del reciente revés, reducimos nuestro objetivo para el S&P 500 a 6.300 puntos, lo que sigue implicando un alza de dos dígitos.

Si bien las acciones de Estados Unidos han tenido dificultades, sus pares europeos se han recuperado en lo que va de 2025 en medio de mejoras graduales en los datos

económicos, las esperanzas de un alto el fuego en Ucrania y una fuerte expansión fiscal de Alemania y la UE. El reciente repunte ha llevado las métricas de valoración de las acciones europeas de vuelta a niveles medios históricos. Sin embargo, a pesar del reciente rendimiento superior, el descuento de valoración respecto a las acciones estadounidenses sigue siendo significativo, en torno al 30 %. Por lo tanto, seguimos siendo alcistas en las acciones europeas. Nuestro nuevo objetivo para el **STOXX Europe 600** es de 570 puntos para marzo de 2026.

Si miramos a Asia, las empresas japonesas informaron de sólidos resultados en la reciente temporada de ganancias, lo que provocó las mayores mejoras en las estimaciones de consenso en todo el mundo. Aun así, las acciones japonesas han tenido un desempeño inferior al esperado debido al aumento de los rendimientos de los bonos y a una apreciación del JPY. Si bien una mayor fortaleza de la moneda puede seguir siendo un viento en contra para las acciones japonesas, vemos un alza en el largo plazo. La economía de Japón se está acelerando y hasta ahora ha estado relativamente aislada de los aranceles de Estados Unidos.

Las acciones chinas han estado mostrando algunas señales positivas a pesar de los nuevos aranceles a las importaciones de Estados Unidos. En particular, el desempeño positivo está impulsado por fuertes desarrollos “bottom-up” en vez de las medidas de estímulo -es decir, el avance de DeepSeek apuntaló las sólidas capacidades tecnológicas de China-. Una combinación de tecnología IA de vanguardia combinada con valoraciones baratas suponen un factor positivo a largo plazo para las acciones chinas. También vemos margen para que el mercado bursátil indio se recupere de su reciente corrección. Las valoraciones han disminuido significativamente y se están acercando a los promedios históricos, que consideramos niveles de entrada atractivos.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya a alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. 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. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en marzo de 2025.



Materias primas: El oro eclipsa a sus competidores

- El oro se ve reforzado por los conflictos comerciales y las crecientes expectativas de inflación.
- El cobre se ha beneficiado de las compras anticipadas y podría verse afectado por los aranceles.
- Los mercados del petróleo se encaminan hacia un excedente de oferta, sin cuellos de botella en los pedidos.

Desde principios de año, los precios del **oro** han continuado su secuencia de alcanzar nuevos máximos históricos. La fuerte demanda de los bancos centrales y los inversores asiáticos continúa. Los precios también fueron respaldados por los compradores de ETC de oro, particularmente en América del Norte, y el posicionamiento robusto y prolongado de los inversores en las bolsas de futuros de Estados Unidos. El oro prospera como un “refugio seguro” en tiempos de alta incertidumbre política (particularmente cuando es causada por aranceles o conflictos comerciales) y se beneficia de su reputación como protección contra la inflación. Los déficits presupuestarios estatales también son un factor alcista. Debido al fuerte posicionamiento a largo plazo en futuros de Estados Unidos, puede haber tomas de ganancias y reveses de precios a corto plazo, como ha ocurrido recientemente. A medio plazo, sin embargo, creemos que la tendencia alcista en los precios del oro se mantiene intacta y nuestro pronóstico es de 3,250 USD/oz a marzo de 2026.

El **precio del cobre en el LME** se recuperó a niveles de 9.660 USD/t, un aumento de alrededor del 10 % desde principios de año. Sin embargo, los precios del cobre en las bolsas de futuros de Estados Unidos subieron casi el doble. Esto se debió al anuncio del gobierno de Estados Unidos de posibles aranceles del 25 % sobre las importaciones de cobre, lo que llevó a la anticipación de las compras. El elevado nivel de los inventarios de cobre puede reducirse en los próximos meses, lo que podría dar lugar a una menor demanda, especialmente si se produce una desaceleración

de la economía mundial debido a conflictos comerciales (objetivo para el precio del cobre a marzo de 2026: USD9.430/t).

Los **precios del petróleo** han estado bajo presión a medida que han surgido preocupaciones de crecimiento con respecto a la economía de Estados Unidos, el mayor consumidor de petróleo del mundo. Al mismo tiempo, la demanda aparente de petróleo desde China (producción refinada + importaciones netas – cambio en los inventarios) ha estado cayendo en los últimos meses. Sin embargo, otras economías asiáticas, incluida India, están mostrando condiciones de demanda fuertes. Por el lado de la oferta, la oferta no perteneciente a la OPEP+ sigue siendo fuerte. Además, los miembros de la OPEP+ comenzarán a reducir gradualmente sus recortes voluntarios a partir de abril, añadiendo alrededor de 140 miles b/d al mes. Tal como están las cosas, es probable que haya un pequeño excedente en los mercados petroleros. Se han planteado preguntas sobre el impacto en los precios de un posible alto el fuego en la guerra entre Rusia y Ucrania y una posible relajación de las sanciones a Rusia más adelante. Este escenario todavía parece altamente improbable en la actualidad, pero incluso si esto ocurriera, no vemos que cause un impacto significativo, dado que la mayor restricción a la producción de petróleo ruso en el último año han sido las cuotas de la OPEP+ en lugar de las sanciones. Sin embargo, un endurecimiento de las sanciones a Irán podría limitar materialmente la oferta y aumentar los precios del petróleo (objetivo para el Brent a marzo de 2026: 69 USD/b).

Es probable que los **precios del carbono** suban en el futuro a medida que los mercados de créditos de carbono pasan a un déficit de oferta el año próximo, cuando la aviación y los sectores cubiertos por el mecanismo de ajuste fronterizo del carbono vean eliminada su asignación gratuita de manera gradual. El aumento de la actividad industrial en Europa también debería reforzar la demanda de créditos de carbono.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya a alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. 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. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en marzo de 2025.



Divisas: Parón en el rally del USD

- El USD está sufriendo debido a la política arancelaria y las dudas sobre la economía.
- El EUR se beneficia del estímulo fiscal previsto.
- El JPY, soportado por las expectativas de nuevas alzas en los tipos de interés.

EUR: Después de que el USD mostrara fortaleza a principios de este año, llegando a un máximo de dos años en términos ponderados por el comercio, recientemente ha habido un fuerte movimiento contrario. Este cambio se debe a tres factores: 1) Los aranceles se han convertido en un tema dominante y están causando una volatilidad significativa. Los mercados financieros se están centrando actualmente en los efectos potencialmente moderadores de los aranceles a las importaciones en la economía de Estados Unidos, 2) Recientemente se ha informado de una serie de datos inesperadamente débiles de Estados Unidos, particularmente con respecto a la confianza de los consumidores, que también ha provocado algunos temores a una desaceleración económica o incluso estanflación, 3) Las discusiones sobre un aumento significativo del gasto en infraestructura y defensa por parte de la posible nueva coalición de gobierno en Alemania están impulsando actualmente las esperanzas de un desarrollo económico más sólido en Alemania y la Eurozona. Más recientemente, es probable que los movimientos de cartera debidos al desempeño mixto de los mercados de valores en Estados Unidos y la Eurozona hayan apoyado al EUR. Los diferenciales de rentabilidad también se han reducido, mientras que también se espera que el diferencial de crecimiento se contraiga. Si las medidas de estímulo previstas en Alemania alcanzan su objetivo, el EUR podría seguir apreciándose frente al USD a medio plazo. Vemos un EUR/USD en 1,15 a finales de marzo de 2026.

GBP: En el Reino Unido, los datos económicos recientes con frecuencia han superado las expectativas del mercado, pero la inflación también está demostrando ser más persistente de lo que el consenso esperaba. Además, es probable que el Reino Unido se beneficie de una recuperación económica en

la zona euro una vez que entren en vigor las medidas de estímulo previstas. De cara a marzo de 2026, la GBP tiene potencial de apreciación frente al USD a niveles de GBP/USD 1.38.

JPY: El crecimiento de Japón sigue siendo robusto, apoyado por el fuerte consumo privado y las perspectivas de aumentos salariales significativos. El aumento de los salarios reales está impulsando la confianza del Banco de Japón (BoJ) en cuanto a una mayor normalización de la política monetaria. Se espera que el BoJ acelere este proceso de normalización en 2025, reduciendo los diferenciales de tipos de interés frente a Estados Unidos. Además, podría producirse la repatriación de los activos extranjeros de Japón, ya que se esperaría que las alzas en curso del BoJ resultaran en una mayor compresión de los diferenciales de tipos en relación con Estados Unidos y la Eurozona y, por lo tanto, fortalecerían el JPY. Después de las monedas del norte de Europa, el JPY es una de las monedas más fuertes del G10 en 2025, habiéndose apreciado un 5,5 % frente al USD desde principios de año. Es probable que esta apreciación continúe a un ritmo moderado dentro de nuestro período de observación. Esperamos un USD/JPY en 140 a fines de marzo de 2026.

CNY: Hasta la fecha, la nueva administración de Estados Unidos ha impuesto aranceles del 20 % a las importaciones chinas. China luego ha puesto contra-aranceles. Para mitigar su dependencia de las exportaciones, China planea impulsar el debilitado consumo privado a través de medidas de estímulo. A menos que el conflicto comercial con Estados Unidos se intensifique aún más, el CNY debería debilitarse solo moderadamente: nuestro objetivo para finales de marzo de 2026 para el USD/CNY es 7,45.



Apéndice

Previsiones macroeconómicas

	2025	2026	Consensus 2025 (BBG*)
Crecimiento del PIB (en %)			
EEUU ¹	2,0	2,0	2,3
Eurozona	1,0	1,5	0,9
Alemania	0,4	1,6	0,3
Francia	0,8	1,4	0,7
Italia	0,6	1,1	0,6
España	2,2	2,0	2,5
Japón	1,2	0,7	1,2
China	4,5	4,0	4,5
Mundo	3,2	3,1	2,9
IPC (%)			
EEUU	2,6	2,4	2,8
Eurozona	2,3	2,3	2,1
Alemania	2,6	2,6	2,3
Japón	2,6	2,0	2,4
China	0,5	1,4	0,7
Tasa de paro (%)			
EEUU	4,2	4,2	4,2
Eurozona	6,3	6,3	6,4
Alemania	6,1	5,8	6,3
Japón	2,4	2,4	2,4
China ²	5,0	5,0	5,1
Saldo fiscal (% del PIB)			
EEUU	-6,8	-6,5	-6,5
Eurozona	-3,4	-4,0	-3,0
Alemania	-2,5	-3,7	-2,0
Japón	-3,5	-3,0	-3,6
China ³	-6,9	-7,7	-5,5

*Consenso de Bloomberg.

¹ En el caso de EEUU, el crecimiento del PIB en el 4T/4T es del 2,2 % en 2025 y del 1,7 % en 2026. ² Tasa de desempleo urbano (final del período), no comparable con los datos consensuados. ³ El déficit fiscal de China se refiere al déficit del sector público previsto por el FMI. No es comparable con el consenso.

Fuente: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P.; Datos a 13 de marzo de 2025.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya a alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. 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. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en marzo de 2025.



Apéndice

Previsiones por clase de activo a marzo de 2026

Rentabilidad actual (bonos soberanos) en %

Estados Unidos (2-Year U.S. Treasury)	3,95
Estados Unidos (10-Year U.S. Treasury)	4,50
Estados Unidos (30-Year U.S. Treasury)	4,70
Alemania (2-Year German Bund)	2,25
Alemania (10-Year German Bund)	2,90
Alemania (30-Year German Bund)	3,40
Reino Unido (10-Year UK Government)	4,00
Japón (2-Year Japan Government)	1,20
Japón (10-Year Japan Government)	1,70

Tipos oficiales (en %)

Estados Unidos (tipo federal funds)	3,75–4,00
Eurozona (facilidad de depósito)	2,25
Reino Unido (tipo repo)	3,75
Japón (tipo overnight)	1,25
China (tipo préstamos a 1 año)	2,60

Divisas

EUR vs. USD	1,15
USD vs. JPY	140
EUR vs. JPY	161
EUR vs. CHF	0,97
EUR vs. GBP	0,83
GBP vs. USD	1,38
USD vs. CNY	7,45

Indices Bursátiles

Estados Unidos (S&P 500)	6.300
Alemania (DAX)	24.000
Eurozona (EURO STOXX 50)	5.600
Europa (STOXX Europe 600)	570
Japón (MSCI Japan)	1.780
Suiza (SMI)	13.350
Reino Unido (FTSE 100)	8.800
Mercados Emergentes (MSCI EM)	1.200
Asia ex Japón (MSCI Asia ex. Japan)	770
Australia (MSCI Australia)	1.650

Materias primas en USD

Oro (oz)	3.250
Petróleo (Brent Spot, bl)	69
Cobre (tonelada métr.)	9.430
EU Carbon Allowances (Carbon Spot, t)	85

Spreads (corporates & bonos EM) en pb.

EUR IG Corp	80
EUR HY	360
USD IG Corp	90
USD HY	325
Asia Credit	125
EM Sovereign	350

Fuente: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P.; Datos a 13 de marzo, 2025.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya a alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. 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. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en marzo de 2025.



Apéndice

Comportamiento histórico

	14.03.2020– 14.03.2021	14.03.2021– 14.03.2022	14.03.2022– 14.03.2023	14.03.2023– 14.03.2024	14.03.2024– 14.03.2025
Evolución					
S&P 500	45,5 %	5,8 %	-6,1 %	31,4 %	7,2 %
STOXX Europe 600	41,4 %	3,1 %	3,0 %	12,6 %	6,8 %
MSCI EM	51,3 %	-21,7 %	-10,4 %	11,0 %	5,5 %
EURO STOXX 50	48,2 %	-2,4 %	11,7 %	19,5 %	6,6 %
SMI	29,5 %	7,7 %	-8,2 %	9,4 %	9,5 %
DAX	57,1 %	-4,0 %	9,4 %	17,8 %	25,8 %
FTSE 100	26,0 %	6,4 %	6,2 %	1,4 %	10,3 %
MSCI Japan	54,4 %	-7,0 %	6,9 %	38,6 %	0,5 %
MSCI Australia	19,4 %	5,4 %	-0,4 %	10,9 %	-0,3 %
MSCI Asia ex. Japan	52,2 %	-24,2 %	-8,7 %	8,0 %	8,7 %
Bloomberg 7 Magníficos	121,6 %	16,1 %	-7,1 %	81,3 %	26,5 %
2-Year U.S. Treasury	0,8 %	-2,4 %	-1,3 %	2,6 %	5,2 %
10-Year U.S. Treasury	-4,6 %	-2,8 %	-9,8 %	-1,5 %	4,3 %
30-Year U.S. Treasury	-15,7 %	-0,8 %	-21,5 %	-7,4 %	1,5 %
2-Year German Bund	-1,2 %	-1,2 %	-4,4 %	1,9 %	3,4 %
10-Year German Bund	-2,2 %	-5,0 %	-10,9 %	-3,1 %	-1,1 %
30-Year German Bund	-13,5 %	-7,7 %	-39,8 %	-2,5 %	-10,8 %
10-Year UK Government	-2,7 %	-4,6 %	-11,0 %	-0,1 %	0,6 %
2-Year Japan Government	-0,2 %	-0,3 %	0,0 %	-0,2 %	-0,6 %
10-Year Japan Government	-0,8 %	-0,3 %	3,4 %	-4,0 %	-5,7 %
EUR vs. USD	7,8 %	-8,1 %	-2,2 %	1,4 %	-0,5 %
USD vs. JPY	1,3 %	8,2 %	13,9 %	10,3 %	0,3 %
EUR vs. JPY	9,2 %	-0,6 %	11,4 %	11,9 %	-0,2 %
EUR vs. CHF	5,1 %	-7,4 %	-4,5 %	-1,9 %	-0,4 %
EUR vs. GBP	-4,4 %	-1,8 %	4,7 %	-3,2 %	-1,8 %
GBP vs. USD	12,7 %	-6,4 %	-6,6 %	4,8 %	1,4 %
USD vs. CNY	-7,1 %	-2,2 %	8,0 %	4,7 %	0,5 %
Oro (oz)	13,0 %	13,9 %	-2,6 %	13,3 %	38,2 %
Petróleo (Brent Spot, b)	104,5 %	54,4 %	-27,5 %	10,3 %	-17,4 %
Cobre (tonelada métr.)	68,0 %	9,3 %	-11,5 %	1,1 %	22,1 %

Fuente: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P., LSEG Datastream; Datos a 14 de marzo, 2025.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. 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. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en marzo de 2025.



Glosario

“**7 Magníficos**” es un término para las empresas tecnológicas más dominantes de Estados Unidos.

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

El **Banco de Japón (BoJ)** es el banco central de Japón.

La **Bolsa de Metales de Londres (LME)** es un importante centro para el comercio de metales industriales.

Los **bonos High Yield (HY)** son bonos con una calificación crediticia más baja que los bonos corporativos de grado de inversión, bonos del Tesoro y bonos municipales.

El **Brent** es el petróleo crudo utilizado como referencia en la fijación de precios del petróleo.

Los **Bunds** son bonos emitidos por el gobierno alemán.

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

CHF es el código de la divisa del Franco Suizo.

CNY es el código de la moneda del yuan chino.

El **DAX** es un índice bursátil que consta de las 40 principales empresas alemanas que cotizan en la Bolsa de Fráncfort; otros índices DAX incluyen una gama más amplia de empresas.

DeepSeek es un modelo chino de inteligencia artificial.

La **distribución anticipada** de la compra de bienes o productos importados es una estrategia encaminada a evitar los aranceles a la importación que puedan aplicarse en el futuro.

EEUU es Estados Unidos.

EUR es el código del euro, la moneda de la zona del euro.

El índice **EURO STOXX 50** hace un seguimiento del rendimiento de las acciones de la zona del euro e incluye a los líderes en términos de capitalización de mercado.

La **Eurozona** está formada por 20 Estados miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro como su moneda común y única moneda de curso legal.

Las **Exchange Traded Commodities (ETC)** se refieren a los productos donde se negocian las materias primas en bolsa.

El índice **FTSE 100** sigue el rendimiento de las 100 principales empresas que cotizan en la Bolsa de Londres.

GBP es el código de la divisa de la libra esterlina.

El **Índice del Mercado Suizo (SMI)** incluye 20 acciones grandes y de mediana capitalización.

El **índice de precios al consumidor (IPC)** mide el precio de una cesta de productos y servicios que se basa en el consumo típico de un hogar privado.

La **inteligencia artificial (IA)** en ciencias de la computación se refiere a programas y algoritmos de computación que son capaces de replicar habilidades humanas como el aprendizaje, la resolución de problemas o la toma de decisiones.

Las **inversiones carry** están destinadas a ofrecer mayores retornos, tal vez accesibles (como en las monedas) a través del endeudamiento en un entorno de menor rendimiento.

JPY es el código de la moneda del yen japonés.

Un **mercado desarrollado (DM)** es un país que está avanzado económicamente, con mercados de capital desarrollados y altos niveles de ingreso per cápita.

Un **mercado emergente (ME)** es un país que tiene algunas características de un mercado desarrollado en términos de eficiencia del mercado, liquidez y otros factores, pero no cumple con todos los criterios del mercado desarrollado.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya a alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. 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. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en marzo de 2025.



Glosario

El índice **MSCI Asia ex Japón** representa las grandes y medianas empresas en 2 de los 3 mercados desarrollados de la región (excluido Japón) y 8 mercados emergentes en Asia.

El índice **MSCI Australia** muestra el desempeño de pequeña y mediana de capitalización en Australia.

El índice **MSCI EM** refleja la evolución de las grandes y medianas empresas en 23 países emergentes.

El índice **MSCI Japan** mide el rendimiento de alrededor de 323 acciones grandes y de mediana capitalización que representan alrededor del 85 % de la capitalización de mercado japonés.

La **Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP)** es una organización internacional con el mandato de “coordinar y unificar las políticas petroleras” de sus 12 miembros. La llamada “**OPEP+**” incorpora a Rusia y a otros productores.

El **producto interior bruto (PIB)** es el valor monetario de todos los bienes y servicios producidos dentro de las fronteras de un país en un período de tiempo específico.

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

El índice **S&P 500** incluye 500 empresas líderes de Estados Unidos que capturan aproximadamente el 80 % de la capitalización del mercado.

Un **spread** es la diferencia en el rendimiento de dos inversiones, más comúnmente utilizado para comparar el rendimiento de los bonos.

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

El **tipo de interés de los fondos de la Reserva Federal** es el tipo de interés al que las entidades depositarias prestan a un día a otras entidades depositarias.

TOPIX se refiere al índice de precios de las acciones de Tokio.

Los **Treasuries** son bonos emitidos por el gobierno de Estados Unidos.

USD es el código del dólar estadounidense.

La **volatilidad** es el grado de variación de una serie de precios de un activo a lo largo del tiempo.



Información importante

General

Este documento no puede ser distribuido en Canadá o Japón. Este documento está dirigido exclusivamente 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 directivos y empleados (colectivamente, "Deutsche Bank").

Este material es únicamente 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, sino que está destinado únicamente con fines informativos. La información no sustituye al asesoramiento adaptado a las circunstancias individuales del inversor.

Todos los materiales contenidos en esta comunicación deben ser examinados en su totalidad.

En caso de que un tribunal competente considere inaplicable alguna de las disposiciones de la presente cláusula de exención de responsabilidad, el resto de las disposiciones seguirán en pleno vigor y efecto. 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 en particular. Las inversiones están sujetas a riesgos de mercado que se derivan del instrumento o son específicos del instrumento o vinculados al emisor concreto. Si tales riesgos se materializan, los inversores pueden sufrir pérdidas, incluida (sin limitación) la pérdida total del capital invertido. El valor de las inversiones puede tanto bajar como subir y es posible que no recupere el importe invertido originalmente en cualquier momento. Este documento no identifica todos los riesgos (directos o indirectos) u otras consideraciones que puedan 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", "según disponibilidad", y el Deutsche Bank no ofrece ninguna declaración ni garantía de ningún tipo, ya sea expresa, implícita o legal, en relación con cualquier declaración o información contenida en este documento o en relación con el mismo. En la medida en que lo permitan las leyes y reglamentos aplicables, 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, previsiones de rentabilidad 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 cualquier 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 aquí contenidos.

Salvo que se indique lo contrario en este documento, todas las manifestaciones de opinión reflejan la valoración actual de Deutsche Bank, que puede cambiar en cualquier momento. Deutsche Bank no asume ninguna obligación de actualizar la información contenida en este documento ni de informar a los inversores sobre la información actualizada disponible. La información contenida en este documento está sujeta a cambios sin previo aviso y se basa en una serie de supuestos, estimaciones, opiniones y modelos o análisis hipotéticos que -aunque, desde el punto de vista actual del Banco se basan en información adecuada- pueden no resultar válidos o resultar en el futuro exactos o correctos y pueden diferir de las conclusiones expresadas por otros departamentos del Deutsche Bank. Aunque la información contenida en este documento se ha obtenido de fuentes que el Deutsche Bank considera fidedignas y fiables, el Deutsche Bank no garantiza la integridad, imparcialidad o exactitud de la información y no debe confiarse en ella como tal. Este documento puede proporcionar, para su comodidad, referencias a sitios web y otras fuentes externas. Deutsche Bank no se hace responsable de su contenido y éste no forma parte de este documento. El acceso a dichas fuentes externas corre por su cuenta y riesgo.

En la medida en que lo permitan las leyes y reglamentos aplicables, este documento tiene únicamente fines informativos y no pretende crear ninguna obligación jurídicamente vinculante para el Deutsche Bank, y el Deutsche Bank no actúa como su asesor financiero ni en calidad de fiduciario, salvo que el Deutsche Bank acuerde expresamente lo contrario por escrito. Antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben considerar, con o sin la asistencia de un profesional financiero, si las inversiones y estrategias descritas o proporcionadas por Deutsche Bank son apropiadas, a la luz de las necesidades de inversión particulares del inversor, sus objetivos, circunstancias financieras, los posibles riesgos y beneficios de dicha decisión de inversión. A la hora de tomar una decisión de inversión, los inversores potenciales no deben basarse en este documento, sino únicamente en lo contenido en la documentación final de oferta relativa a la inversión. Como proveedor global de servicios financieros, el Deutsche Bank se enfrenta de vez en cuando a conflictos de intereses reales y potenciales. La política del Deutsche Bank consiste en adoptar todas las medidas adecuadas para mantener y aplicar medidas organizativas y administrativas eficaces para identificar y

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. 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. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en marzo de 2025.



Información importante

gestionar dichos conflictos. La alta dirección del Deutsche Bank es responsable de garantizar que los sistemas, controles y procedimientos del Deutsche Bank sean adecuados para identificar y gestionar los conflictos de intereses. Deutsche Bank no presta asesoramiento fiscal o jurídico, ni siquiera en este documento, y nada de lo contenido en el mismo debe interpretarse como que Deutsche Bank presta a ninguna persona asesoramiento en materia de inversión. Los inversores deben solicitar asesoramiento a sus propios expertos fiscales, abogados y asesores de inversión a la hora de considerar las inversiones y estrategias descritas por el Deutsche Bank. Salvo que se notifique lo contrario en un caso concreto, los instrumentos de inversión no están asegurados por ninguna entidad gubernamental, no están sujetos a sistemas de protección de depósitos y no están garantizados, ni siquiera por el Deutsche Bank. Queda prohibida la reproducción o difusión de este documento sin la autorización expresa y por escrito del Deutsche Bank. El Deutsche Bank prohíbe expresamente la distribución y transferencia de este material a terceros. Deutsche Bank no acepta responsabilidad alguna derivada del uso o distribución de este material o por cualquier acción o decisión tomada con respecto a las inversiones mencionadas en este documento que el inversor haya realizado o pueda realizar en el futuro.

La forma de circulación y distribución de este documento puede estar restringida por la legislación o la normativa de determinados países, incluidos, entre otros, los Estados Unidos. Este documento no está dirigido a ninguna persona o entidad que sea ciudadana o residente de una localidad, estado, país u otra jurisdicción en la que dicha distribución, publicación, puesta a disposición o uso sea contraria a la ley o a la normativa, o que someta al Deutsche Bank a algún requisito de registro o licencia en dicha jurisdicción que no se cumpla en la actualidad. Las personas a las que pueda llegar este documento están obligadas a informarse de dichas restricciones y a respetarlas. Los resultados pasados no son garantía de resultados futuros; nada de lo aquí contenido constituirá representación, garantía o predicción alguna en cuanto a resultados futuros. Si el inversor lo solicita, puede obtener más información.

Deutsche Bank AG es una sociedad anónima ("Aktiengesellschaft") constituida con arreglo a las leyes de la República Federal de Alemania, con sede en Fráncfort del Meno. Está registrada en el tribunal de distrito ("Amtsgericht") de Fráncfort del Meno con el número HRB 30 000 y tiene licencia para llevar a cabo actividades bancarias y prestar servicios financieros. Las autoridades supervisoras son el Banco Central Europeo ("BCE"), Sonnemannstraße 22, 60314 Fráncfort del Meno, Alemania (www.ecb.europa.eu) y la Autoridad Federal Alemana de Supervisión Financiera ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn y Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Fráncfort del Meno (www.bafin.de), y por el Banco Central Alemán ("Deutsche Bundesbank"), Wilhelm-Epstein-Strasse 14, 60431 Fráncfort del Meno (www.bundesbank.de).

El presente documento no ha sido presentado a ninguna de las autoridades supervisoras mencionadas anteriormente ni a las mencionadas a continuación, ni ha sido revisado o aprobado por las mismas.

Para residentes en los Emiratos Árabes Unidos

Este documento es estrictamente privado y confidencial, se distribuye a un número limitado de inversores y no debe facilitarse a ninguna persona distinta del destinatario original, y no puede reproducirse ni utilizarse para ningún otro fin. Al recibir este documento, la persona o entidad destinataria entiende, reconoce y acepta que este documento no ha sido aprobado por el Banco Central de los EAU, la Autoridad de Valores y Materias Primas de los EAU, el Ministerio de Economía de los EAU ni ninguna otra autoridad de los EAU. En los Emiratos Árabes Unidos no se ha comercializado ni se comercializará ningún producto o servicio financiero, y en los Emiratos Árabes Unidos no puede realizarse ni se realizará ninguna suscripción de fondos, valores, productos o servicios financieros. Esto no constituye una oferta pública de valores en los Emiratos Árabes Unidos de conformidad con la Ley de Sociedades Comerciales, la Ley Federal N° 2 de 2015 (modificada de vez en cuando) o de otra manera. Este documento solo puede distribuirse a "Inversores profesionales", tal y como se definen en el Rulebook on Financial Activities and Reconciliation Mechanism de la UAE Securities and Commodities Authority (en su versión modificada periódicamente).

Para residentes en Kuwait

Este documento le ha sido enviado a petición propia. Esta presentación no es para circulación general al público en Kuwait. Los Intereses no han sido autorizados para su oferta en Kuwait por la Autoridad de Mercados de Capitales de Kuwait ni por ningún otro organismo gubernamental kuwaití competente. La oferta de los Intereses en Kuwait sobre la base de una colocación privada u oferta pública está, por lo tanto, restringida de conformidad con el Decreto Ley n° 31 de 1990 y sus reglamentos de aplicación (en su versión modificada) y la Ley n° 7 de 2010 y sus estatutos (en su versión modificada). No se está realizando ninguna oferta privada o pública de los Intereses en Kuwait, y no se celebrará ningún acuerdo relativo a la venta de los Intereses en Kuwait. No se están realizando actividades de marketing, captación o incitación para ofrecer o comercializar las Participaciones en Kuwait.

Para residentes en el Reino de Arabia Saudí

Este documento no puede ser distribuido en el Reino salvo a aquellas personas que estén autorizadas en virtud del Reglamento de Fondos de Inversión emitido por la Autoridad del Mercado de Capitales. La Autoridad del Mercado de Capitales no asume ninguna responsabilidad por el contenido de este documento, no hace ninguna declaración en cuanto a su exactitud o integridad, y renuncia expresamente a cualquier responsabilidad por cualquier pérdida derivada de, o incurrida en la confianza en, cualquier parte de este documento. Los suscriptores potenciales de los valores deben

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. 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. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en marzo de 2025.



Información importante

llevar a cabo su propia diligencia debida sobre la exactitud de cualquier información relativa a los valores. Si no comprende el contenido de este documento, debe consultar a un asesor financiero autorizado.

Para residentes en Qatar

Este documento no ha sido presentado, revisado ni aprobado por el Banco Central de Qatar, la Autoridad de Mercados Financieros de Qatar, la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Qatar ni ningún otro organismo gubernamental o bolsa de valores de Qatar, ni en virtud de ninguna ley del Estado de Qatar. Este documento no constituye una oferta pública y se dirige únicamente a la parte a la que se ha entregado. No se realizará ninguna transacción en Qatar y cualquier consulta o solicitud deberá ser recibida, y las adjudicaciones efectuadas, fuera de Qatar.

Para los residentes en el Reino de Bahrein

El presente documento no constituye una oferta de venta ni de participación en valores, derivados o fondos comercializados en Bahrein en el sentido del Reglamento de la Agencia Monetaria de Bahrein. Todas las solicitudes de inversión deberán recibirse y todas las adjudicaciones deberán efectuarse, en cada caso, desde fuera de Bahrein. Este documento se ha preparado con fines de información privada únicamente para los inversores previstos, que serán instituciones. No se hará ninguna invitación al público en el Reino de Bahrein y este documento no se emitirá, transmitirá ni pondrá a disposición del público en general. El Banco Central (CBB) no ha revisado ni aprobado este documento ni la comercialización de dichos valores, derivados o fondos en el Reino de Bahrein.

Para residentes en Sudáfrica

Este documento no constituye ni forma parte de ninguna oferta, solicitud o promoción en Sudáfrica. El presente documento no ha sido registrado, revisado ni aprobado por el Banco de la Reserva de Sudáfrica, la Autoridad de Conducta del Sector Financiero ni ningún otro organismo gubernamental o bolsa de valores sudafricanos pertinentes, ni en virtud de ninguna ley de la República de Sudáfrica.

Para residentes en Bélgica

Este documento ha sido distribuido en Bélgica por Deutsche Bank AG a través de su sucursal de Bruselas. Deutsche Bank AG es una sociedad anónima ("Aktiengesellschaft") constituida con arreglo a las leyes de la República Federal de Alemania y autorizada para ejercer la actividad bancaria y prestar servicios financieros sujeta a la supervisión y el control del Banco Central Europeo ("BCE") y de la Autoridad Federal de Supervisión Financiera alemana ("BaFin"). Deutsche Bank AG, sucursal de Bruselas, también está supervisada en Bélgica por la Autoridad de Servicios y Mercados Financieros ("FSMA", www.fsma.be). La sucursal tiene su domicilio social en Marnixlaan 13-15, B-1000 Bruselas y está registrada con el número de IVA BE 0418.371.094, RPM/RPR Bruselas. Puede solicitar más información en www.deutschebank.be.

Para residentes en el Reino Unido

Este documento es una promoción financiera, tal y como se define en el artículo 21 de la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000, y ha sido aprobado y comunicado por DB UK Bank Limited. DB UK Bank Limited es miembro del grupo Deutsche Bank y está inscrita en el Registro Mercantil de Inglaterra y Gales con el número de sociedad 315841 y domicilio social en: 21 Moorfields, London, United Kingdom, EC2Y 9DB. DB UK Bank Limited está autorizado por la Autoridad de Regulación Prudencial y está regulado por la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial. El número de registro de servicios financieros de DB UK Bank Limited es 140848.

Deutsche Bank Aktiengesellschaft está constituida en la República Federal de Alemania y la responsabilidad de sus miembros es limitada.

Para residentes en Hong Kong

Este material está destinado a: Inversores profesionales de Hong Kong. Además, este material se facilita únicamente a su destinatario, quedando estrictamente prohibida su distribución ulterior. Este documento y su contenido se facilitan únicamente a título informativo. Nada en este documento pretende ser una oferta de inversión o una solicitud o recomendación para comprar o vender una inversión y no debe interpretarse como una oferta, solicitud o recomendación.

El contenido de este documento no ha sido revisado por ninguna autoridad reguladora de Hong Kong. Le aconsejamos que actúe con cautela en relación con las inversiones contenidas en el presente documento (si las hubiere). Si tiene alguna duda sobre el contenido de este documento, le recomendamos que obtenga asesoramiento profesional independiente.

Este documento no ha sido aprobado por la Securities and Futures Commission de Hong Kong ("SFC"), ni su copia ha sido registrada por el Registro Mercantil de Hong Kong, salvo que se especifique lo contrario. Las inversiones aquí contenidas pueden o no estar autorizadas por la SFC. Las inversiones no podrán ofrecerse ni venderse en Hong Kong, mediante documento alguno, salvo (i) a "inversores profesionales", tal como se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros (Securities and Futures Ordinance) (Cap. 571 of the Laws of Hong Kong) ("SFO") y cualquier norma dictada en

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. 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. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en marzo de 2025.



Información importante

virtud de la SFO, o (ii) en otras circunstancias que no den lugar a que el documento sea un “folleto” según se define en la Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance (Cap. 32 of the Laws of Hong Kong)(the “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 relativo a las inversiones, que esté dirigido al público de Hong Kong o cuyo contenido pueda ser consultado o leído por dicho público (excepto si se permite hacerlo en virtud de la legislación sobre valores de Hong Kong), salvo en lo que respecta a las inversiones que estén destinadas a ser enajenadas únicamente a personas fuera de Hong Kong o únicamente a “inversores profesionales”, tal y como se definen en la SFO y en cualquier normativa elaborada en virtud de la SFO.

Para residentes en Singapur

Este material está destinado a: Inversores Acreditados / Inversores Institucionales en Singapur. Además, este material se facilita únicamente al destinatario, quedando estrictamente prohibida su distribución ulterior.

Para residentes en los Estados Unidos de América

En los Estados Unidos, los servicios de corretaje se ofrecen a través de Deutsche Bank Securities Inc. un agente de bolsa y asesor de inversiones registrado, que lleva a cabo actividades de valores en los Estados Unidos. Deutsche Bank Securities Inc. es miembro de FINRA, NYSE y SIPC. Los servicios bancarios y de préstamo se ofrecen a través de Deutsche Bank Trust Company Americas, miembro de la FDIC, y otros miembros del Grupo Deutsche Bank. Con respecto a Estados Unidos, véanse las declaraciones anteriores realizadas en este documento. Deutsche Bank no declara ni garantiza que la información aquí contenida sea apropiada o esté disponible para su uso en países fuera de Estados Unidos, ni que los servicios tratados en este documento estén disponibles o sean apropiados para su venta o uso en todas las jurisdicciones, o por todas las contrapartes. Salvo que esté registrado o autorizado de conformidad con la legislación aplicable, ni el Deutsche Bank ni sus filiales ofrecen servicios en los Estados Unidos ni están diseñados para atraer a personas estadounidenses (tal y como se define este término en el Reglamento S de la Ley de Valores de 1933 de los Estados Unidos, en su versión modificada). Esta cláusula de exención de responsabilidad específica de los Estados Unidos se regirá e interpretará de conformidad con la legislación del Estado de Delaware, sin tener en cuenta los conflictos de disposiciones legales que obligarían a la aplicación de la legislación de otra jurisdicción.

Para residentes en Alemania

Esta información es publicidad. Los textos no cumplen todos los requisitos legales para garantizar la imparcialidad de las recomendaciones sobre inversiones y estrategias de inversión o de los análisis financieros. No existe ninguna prohibición para el compilador o para la empresa responsable de la compilación de operar con los respectivos instrumentos financieros antes o después de la publicación de estos documentos.

La información general sobre instrumentos financieros figura en los folletos “Información básica sobre valores y otras inversiones”, “Información básica sobre derivados financieros”, “Información básica sobre operaciones a plazo” y la hoja informativa “Riesgos de las operaciones a plazo”, que el cliente puede solicitar gratuitamente al Banco.

Las rentabilidades pasadas o simuladas no son un indicador fiable de rentabilidades futuras.

Para residentes en la India

Las inversiones mencionadas en este documento no se ofrecen al público indio para su venta o suscripción. Este documento no ha sido registrado ni aprobado por el Securities and Exchange Board de la India, el Banco de la Reserva de la India ni ninguna otra autoridad gubernamental o reguladora de la India. Este documento no es y no debe ser considerado como un “prospecto” tal como se define en las disposiciones de la Ley de Sociedades de 2013 (18 de 2013) y el mismo no se presentará ante ninguna autoridad reguladora en la India. De conformidad con la Ley de Gestión de Divisas de 1999 y los reglamentos emitidos en virtud de la misma, cualquier inversor residente en la India puede estar obligado a obtener un permiso especial previo del Banco de la Reserva de la India antes de realizar inversiones fuera de la India, incluida cualquier inversión mencionada en este documento.

Para los residentes en Italia

Este informe es distribuido en Italia por Deutsche Bank S.p.A., un banco constituido y registrado de conformidad con la legislación italiana, sujeto a la supervisión y el control de Banca d'Italia y CONSOB. Su domicilio social se encuentra en Piazza del Calendario 3 - 20126 Milán (Italia) y está inscrito en la Cámara de Comercio de Milán, CIF y NIF 001340740156, forma parte del fondo interbancario de protección de depósitos, inscrito en el Registro Bancario y es la cabecera del Deutsche Bank Banking Group, inscrito en el registro de los Grupos Bancarios de conformidad con el Decreto Legislativo de 1 de septiembre de 1993 n. 385 y sujeto a la actividad de dirección y coordinación del Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main (Alemania).

Para los residentes en Luxemburgo

El presente informe es distribuido en Luxemburgo por Deutsche Bank Luxembourg S.A., un banco constituido con arreglo a las leyes del Gran Ducado de Luxemburgo en forma de sociedad anónima (Société Anonyme), sujeto a la supervisión y el control del Banco Central Europeo (“BCE”) y de la Commission de Surveillance du Secteur Financier

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. 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. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en marzo de 2025.



Información importante

("CSSF"). Su domicilio social se encuentra en 2, Boulevard Konrad Adenauer, 1115 Luxembourg, Gran Ducado de Luxemburgo y está inscrita en el Registre de Commerce et des Sociétés ("RCS") de Luxemburgo con el número B 9.164.

Para residentes en España

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal es una entidad 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 sólo puede llevar a cabo los servicios financieros y las actividades bancarias que entran dentro del ámbito de su licencia vigente. El domicilio social en España se encuentra en Paseo de la Castellana número 18, 28046 - Madrid. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 28100, Libro 0, Folio 1, Sección 8, Hoja M506294, Inscripción 2. NIF: A08000614. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal.

Para residentes en Portugal

Deutsche Bank AG, Sucursal en Portugal es una entidad de crédito regulada por el Banco de Portugal y la Comisión de Valores Mobiliarios portuguesa ("CMVM"), registrada con los números 43 y 349, respectivamente, y con número de registro mercantil 980459079. Deutsche Bank AG, Sucursal en Portugal sólo puede llevar a cabo los servicios financieros y las actividades bancarias que entran dentro del ámbito de su licencia vigente. El domicilio social es Rua Castilho, 20, 1250-069 Lisboa, Portugal.

Para residentes en Austria

Este documento ha sido distribuido por Deutsche Bank AG Sucursal de Viena, inscrita en el registro mercantil del Tribunal de Comercio de Viena con el número FN 140266z. La sucursal de Viena de Deutsche Bank AG también está supervisada por la Autoridad Austriaca de los Mercados Financieros (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Viena. El presente documento no ha sido sometido a las citadas autoridades supervisoras ni aprobado por ellas.

Para residentes en los Países Bajos

Este documento ha sido distribuido por Deutsche Bank AG, sucursal de Ámsterdam, con domicilio social en De entree 195 (1101 HE) en Ámsterdam, Países Bajos, e inscrita en el registro mercantil de los Países Bajos con el número 33304583 y en el registro en el sentido del artículo 1:107 de la Ley de Supervisión Financiera de los Países Bajos (Wet op het financieel toezicht). Este registro puede consultarse a través de www.dnb.nl.

Para residentes en Francia

Deutsche Bank AG es una entidad de crédito autorizada, sujeta a la supervisión global del Banco Central Europeo y de BaFin, la Autoridad Federal de Supervisión Financiera alemana. Sus distintas sucursales son supervisadas localmente, para determinadas actividades, por las autoridades bancarias competentes, como la Autoridad de Control Prudencial y Resolución (Autorité de Contrôle Prudentiel de Révolution, "ACPR") y la Autoridad de los Mercados Financieros (Autorité des Marchés Financiers, "AMF") en Francia.

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.

© 2025 Deutsche Bank AG. Todos los derechos reservados.

Fecha de publicación: 17 de marzo de 2025

Imágenes: Ryan McVay (Getty Images)

056443 031725