



PERSPECTIVAS 2025

INFORME ANUAL



Una mirada a las alternativas de inversión del futuro

POLÍTICA ECONÓMICA – El futuro es fiscal

BONOS – El retorno de las primas de riesgo

BOLSAS – La clave para el éxito





Contenido



Carta a los inversores	p. 3
1 Macro & Estrategia	
Mantener el rumbo en tiempos turbulentos	p. 5
2 Política económica	
El futuro es fiscal	p. 8
3 Bonos	
El retorno de las primas de riesgo	p. 10
4 USD	
Economía fuerte, divisa fuerte	p. 12
5 Bolsas	
La clave para el éxito	p. 14
6 Bolsas de EEUU	
El centro de gravedad	p. 16
7 Bolsas europeas	
Todavía hay factores positivos	p. 18
8 Materias primas	
A nuevas cotas	p. 20
9 Inversiones alternativas	
Mix público-privado	p. 22
10 Riesgos	
Recesión, tipos de interés & rotación sectorial	p. 24
<hr/>	
Previsiones macroeconómicas y por tipo de activo	p. 26
Glosario	p. 29
Nota importante	p. 31

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



Carta a los
inversores

Profundamente invertido en valores de crecimiento



Christian Nolting,
Global CIO

Vivimos en un mundo caracterizado por un cambio rápido y acelerado: económico, social, político y tecnológico. El cambio suele ser inquietante, pero no se puede pasar por alto. Creará desafíos más allá de 2025, pero también generará oportunidades de inversión. En este informe anual se analiza dónde es probable que se encuentren dichas oportunidades.

El cambio está ocurriendo en un contexto económico bastante desafiante. 2025 no será un año de rápido crecimiento del PIB: se prevé que el crecimiento de EEUU sea modesto, del 2,0%, con un cierto retraso de la Eurozona (0,9%) y un crecimiento chino (4,2%) muy por debajo de los promedios históricos recientes. La inflación también podría resultar persistente, debido a un mayor gasto fiscal y posibles aumentos de aranceles. Esto, a su vez, les dará a los bancos centrales menos espacio para recortar los tipos de interés mientras buscan equilibrar el crecimiento y el control de la inflación. El resultado será incierto y puede cambiar las expectativas del mercado, lo que desencadenaría más episodios de volatilidad que en 2024. Las consecuencias geopolíticas, tal vez debidas a los cambios en la política comercial, podrían aumentar la incertidumbre. Así que, ¿por qué soy en general positivo sobre las perspectivas de inversión para 2025? La palabra clave es “productividad”.

La productividad (es decir, cuánto podemos producir con los factores de producción existentes) parece haber aumentado muy lentamente en los últimos años, e incluso si usamos algunas medidas relacionadas (por ejemplo, el PIB real por hora trabajada) puede haber disminuido. Esto ha tenido importantes costes económicos y sociales. Como observó el premio Nobel Paul Krugman hace treinta años, “la productividad no lo es todo, pero a la larga, lo es casi todo”. Krugman estaba reflejando las opiniones de muchos economistas cuando sostuvo que las ganancias a largo plazo en los niveles de vida dependían de aumentar la producción por trabajador. Treinta años después, a medida que el número de trabajadores cae en relación con la población general, aumentar la producción por trabajador parece aún más urgente. La buena noticia es que la IA y las tecnologías asociadas ahora ofrecen una manera creíble de hacerlo. Publicaremos más sobre este tema estructural de la productividad – y sus importantes implicaciones para los mercados de capital – a principios del próximo año.

Las ganancias de productividad llevarán tiempo, por supuesto, y este será un proceso que continuará y se profundizará considerablemente más allá del horizonte temporal necesariamente limitado de estas perspectivas para 2025. Pero las expectativas del mercado sobre la productividad ya están teniendo un impacto en varios de los temas de inversión de 2025 que se analizan en este informe. Recuerde, después de todo, que el valor de un activo financiero no solo reflejará el presente: también (imperfectamente) anticipa el futuro.

Para la economía global, creemos que 2025 será un año de mantener el rumbo en tiempos turbulentos. La capacidad de las economías individuales para hacer frente a posibles desafíos

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



geopolíticos el próximo año estará determinada por una serie de factores. Pero, como muestran las cifras de crecimiento mostradas anteriormente, ya existe una clara distinción entre una economía estadounidense de alta tecnología y mayor productividad y una economía europea que se está quedando rezagada en las cuestiones relacionadas con la productividad y la inversión.

En política económica, pensamos que el futuro es fiscal. Si bien la inflación no está completamente controlada, el foco de la política económica ya está pasando de lo monetaria a lo fiscal, a medida que las economías buscan encontrar e impulsar nuevas formas de desarrollo y crecimiento. Se esperan más iniciativas en este sentido, especialmente en China. Nuestros temas de inversión para 2025, como no puede sorprender, incluyen varios temas sobre acciones. Para aquellos inversores que tienen la capacidad de asumir riesgos, esta sería una forma efectiva de invertir en el futuro crecimiento, por lo que las vemos como la clave para el éxito de la cartera. Dentro de las acciones, existen varias razones para pensar que EEUU seguirá siendo el centro de gravedad. Estas incluyen las expectativas sobre un aumento de los beneficios, la desregulación y las deducciones fiscales. En otros lugares, las perspectivas para las acciones pueden ser menos evidentes, pero en general siguen siendo positivas: este es el caso de algunas acciones europeas a pesar de la relativa debilidad económica interna, y lo mismo es válido para otras regiones.

El foco de los inversores por las acciones no debería impedir el interés en otras clases de activos en 2025. Los bonos corporativos en EEUU, Asia y Europa, por ejemplo, probablemente sigan siendo interesantes, por varias razones. Estas incluyen la demanda institucional, las rentabilidades aun elevadas y el retorno de las primas ligadas al plazo. La oferta y la demanda seguirán siendo fundamentales para productos básicos como el petróleo y los metales industriales, pero también observamos otros factores que mantienen un precio relativamente alto del oro en 2025. En cuanto a los activos alternativos, en esta perspectiva nos centramos en las infraestructuras -fundamentales para invertir en el crecimiento futuro- y en lo que llamamos el mix público-privado a la hora de invertir en esta área. Las consideraciones cambiarias, como siempre, serán un tema central para los inversores y aquí 2025 será claramente un caso de economía fuerte, moneda fuerte para el dólar. El euro parecerá débil en comparación, mientras que las subidas de los tipos de interés y el mayor crecimiento podrían apoyar al yen japonés.

2025 no siempre será un año fácil para los inversores, ya que los mercados navegan a través de riesgos geopolíticos y de otro tipo (incluidas las “tres R” por sus siglas en inglés, de recesión, tipos de interés y rotación sectorial). Pero creemos que estos riesgos son manejables. Dado que los mercados ya están anticipando el impacto del futuro crecimiento económico, esto significa que mantenerse y seguir invirtiendo será esencial para el éxito de la cartera tanto a corto como a largo plazo. Espero que el análisis de esta perspectiva anual les resulte útil y, por supuesto, siempre estamos aquí para guiarlos a lo largo de 2025 y más allá.

Christian Nolting, Global CIO



1

Macro & Estrategia – Mantener el rumbo en tiempos turbulentos

- Estados Unidos: aterrizaje suave, crecimiento robusto, fuerte inversión
- Europa: modesta recuperación económica y crecimiento potencial de la productividad a través de la inversión
- Asia: motor del crecimiento mundial, no sólo China

El mundo se enfrenta a enormes desafíos geopolíticos y económicos que con toda probabilidad permanecerán con nosotros en 2025. Entre ellos se incluye el debate en torno a un posible realineamiento de las relaciones comerciales internacionales, que se ha intensificado de nuevo tras la victoria republicana en las elecciones de noviembre en EEUU y ha generado incertidumbre en el futuro desarrollo de economías altamente basadas en el comercio. En general, sin embargo, esperamos un crecimiento económico cada vez más dinámico en regiones clave del mundo después de 2025, especialmente en EEUU, Asia y Europa, con un impacto positivo correspondiente en los sectores de crecimiento.

Esperamos que la economía de EEUU continúe creciendo de manera robusta en 2025. Aunque el mercado laboral se ha enfriado, no hay señales de una recesión inminente. Los planes del presidente electo, Donald Trump, que regresará a la Casa Blanca en enero de 2025, incluyen altos niveles de inversión gubernamental, con la continuación de los programas de gasto existentes, más desregulación y alivio fiscal. La mayoría republicana en ambas Cámaras del Congreso significa que es probable que la Administración Trump logre implementar una gran proporción de sus planes, lo que debería beneficiar gradualmente a la economía de EEUU. Después de un aumento del 2,0% en 2025, esperamos que el crecimiento económico de EEUU mejore ligeramente al 2,2% en 2026.

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. Documento redactado en diciembre de 2024.

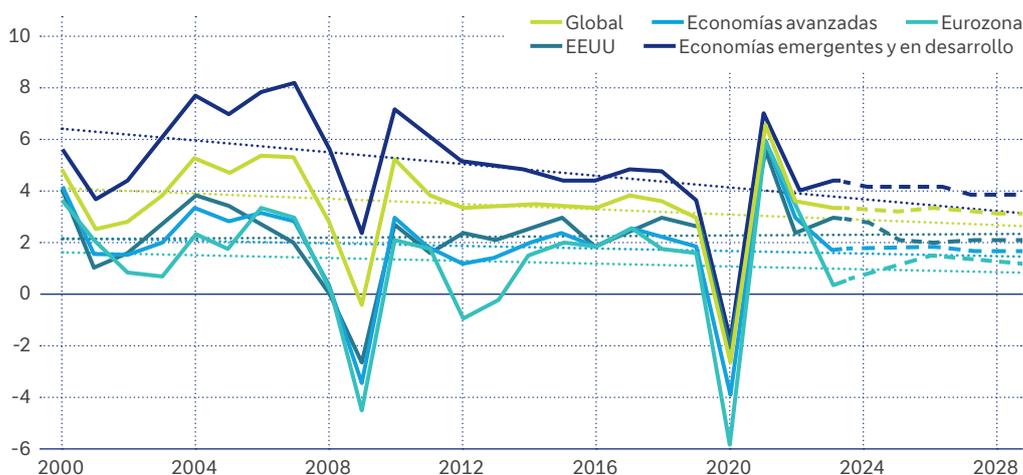


Un factor clave en el robusto crecimiento previsto para la economía de Estados Unidos es su impresionante nivel de productividad impulsada por la tecnología, que es mucho más alto que en Europa.

Un factor clave en el robusto crecimiento anticipado de la economía de EEUU es su alto nivel de productividad impulsada por la tecnología. Por ejemplo, la productividad laboral en EEUU es actualmente cerca de un 25% más alta que en Europa. A mediados de la década de 1990, la diferencia era de sólo un 5%. En 2022, la Administración Biden puso a disposición fondos públicos adicionales por más de 1 bn.USD con tres paquetes de infraestructura importantes. Muchos miles de proyectos están todavía en su fase inicial y es probable que algunos continúen en la década de 2030. Con el fin de reducir la brecha de productividad y contrarrestar la tendencia divergente de crecimiento, Europa también debe invertir en infraestructuras, nuevas tecnologías, para su aplicación en todos los países y sectores. Los planes para esto ya han sido propuestos, por ejemplo, por el ex jefe del Banco Central Europeo (BCE) Mario Draghi. Con la creciente aplicación de la inteligencia artificial en un número cada vez mayor de procesos de producción, Europa podría lograr una trayectoria de crecimiento más elevada a largo plazo.

Para 2025, esperamos que el crecimiento del PIB en la zona del euro se acelere al 0,9 % gracias a la solidez de los mercados laborales y al aumento de los salarios reales, que el BCE probablemente respaldará con sucesivas reducciones de los tipos de interés a lo largo del año.

Moderación prevista en el crecimiento mundial – se necesita inversión.



Crecimiento del PIB (%). Previsiones FMI para 2024-29

Fuente: LSEG Datastream, IMF, Deutsche Bank AG; Datos a 3 de diciembre de 2024.

Asia: cada vez con más protagonismo

En 2025, Asia está lista para aprovechar su papel como motor del crecimiento mundial. El impulso de China se ve frenado por la actual crisis inmobiliaria y las inciertas perspectivas de ingresos y empleo, los problemas estructurales como el envejecimiento de la sociedad y la deuda de los gobiernos locales. No obstante,

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



Se espera que Asia ostente el mayor impulso de crecimiento a nivel mundial, con un impacto positivo en los beneficios corporativos como resultado del fuerte crecimiento nominal.

esperamos que se adopten nuevas medidas de apoyo gubernamental a tecnologías clave como los semiconductores y las energías renovables, y que continúe el paso de una economía basada en la producción a una mayor orientación al consumidor. También es probable que Pekín introduzca medidas de apoyo en un intento de amortiguar el impacto económico en el consumo interno de una posible escalada en el conflicto comercial con Estados Unidos. Sin embargo, el efecto de los estímulos fiscales sobre la economía real llevará tiempo, lo que significa que las medidas actuales y potencialmente futuras empezarán a tener un efecto creciente en la economía en la segunda mitad de 2025. Por lo tanto, para 2025 en su conjunto, esperamos que el crecimiento del PIB real sea ligeramente más débil que en 2024, con un 4,2%. Por cierto, China ya ha diversificado significativamente su política comercial internacional en los años posteriores a la primera presidencia de Donald Trump, lo que la hace menos vulnerable a un posible aumento de los aranceles estadounidenses a las importaciones chinas. Si bien las exportaciones a EEUU todavía representaban alrededor del 20% de las exportaciones totales de China en 2017, esta cifra ahora ha caído a solo el 13%. En cambio, una mayor proporción de las exportaciones chinas se dirige a la India y el sudeste asiático, lo que intensifica aún más los vínculos comerciales entre las economías de la región.

La integración estratégica del sudeste asiático también está ganando ritmo. En Malasia, Indonesia, Tailandia y Vietnam, la organización BRICS+ ha adquirido recientemente no menos de cuatro nuevos socios del sudeste asiático. La participación combinada de los países BRICS+ en la oferta mundial de productos básicos asciende al 75% del manganeso, el 72% de las tierras raras y el 50% del grafito, lo que permite a la región trazar un curso independiente con sus planes de crecimiento, particularmente en el área de crecimiento sostenible.

Dentro de Asia, es probable que la India vuelva a destacar en 2025, con un crecimiento esperado del PIB del 6,5%, encabezando la lista de países del G20. La nación más poblada del mundo se beneficia no sólo de su gran fuerza innovadora y de una gran reserva de trabajadores jóvenes y bien cualificados, sino también de la estabilidad de su sistema político. Además, es probable que el impacto de aranceles potencialmente más altos en EEUU sea manejable. Las exportaciones a este país representan sólo alrededor del 2% de la producción del país.

En 2024, el mayor crecimiento salarial en Japón en más de 30 años impulsó el consumo privado, sentando las bases para una recuperación económica. Al mismo tiempo, ha traído de vuelta la inflación, una buena noticia para el país, que ha sufrido tendencias deflacionistas durante décadas. Japón también debería beneficiarse de su amplia economía exportadora, que le permite satisfacer la demanda de las economías en crecimiento de Asia en áreas como ingeniería mecánica, productos químicos y tecnología. Esperamos un crecimiento promedio del PIB del 1,2% en Japón en 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. Documento redactado en diciembre de 2024.



2

Política económica – El futuro es fiscal

- Paso desde el predominio de la política monetaria a la política fiscal
- Estados Unidos y Japón con planes concretos para una importante inversión
- Europa y China siguen al margen: urgente necesidad de ponerse al día

En los últimos tres años, incluso las personas que tienden a prestar poca atención a los mercados no han podido evitar el tema de la política monetaria. En respuesta al significativo aumento de las presiones sobre los precios en todo el mundo, fueron principalmente los bancos centrales los que llevaron la inflación de vuelta a sus respectivos valores objetivo utilizando políticas de tipos de interés y gestión de la liquidez.

Ahora es probable que este predominio de la política monetaria se debilite en un contexto de tasas de inflación más moderadas. Para la Eurozona y Japón, esperamos que la inflación se acerque gradualmente a la meta del 2% en 2025. Con este fin, es probable que el Banco Central Europeo reduzca su tipos de interés (facilidad de depósito) en cinco movimientos, pasando desde el 3,25% actual al 2,00% a fines de 2025. El Banco de Japón está trazando un rumbo diferente con su normalización de la política monetaria y puede aumentar gradualmente los tipos de interés del 0,25% al 1,00%. En Estados Unidos, esperamos que el proceso de desinflación se detenga por encima de la meta de la Fed a la luz de la robusta demanda y una política fiscal expansiva. La inflación podría estabilizarse en un nivel del 2,4% tanto en 2025 como en 2026, lo que llevaría a la Fed a reducir los tipos de interés de manera algo más cautelosa en tres pasos de 0,25 p.porcentuales cada uno, hasta llegar al 3,75%-4,00% para fines de 2025.

Previsiones

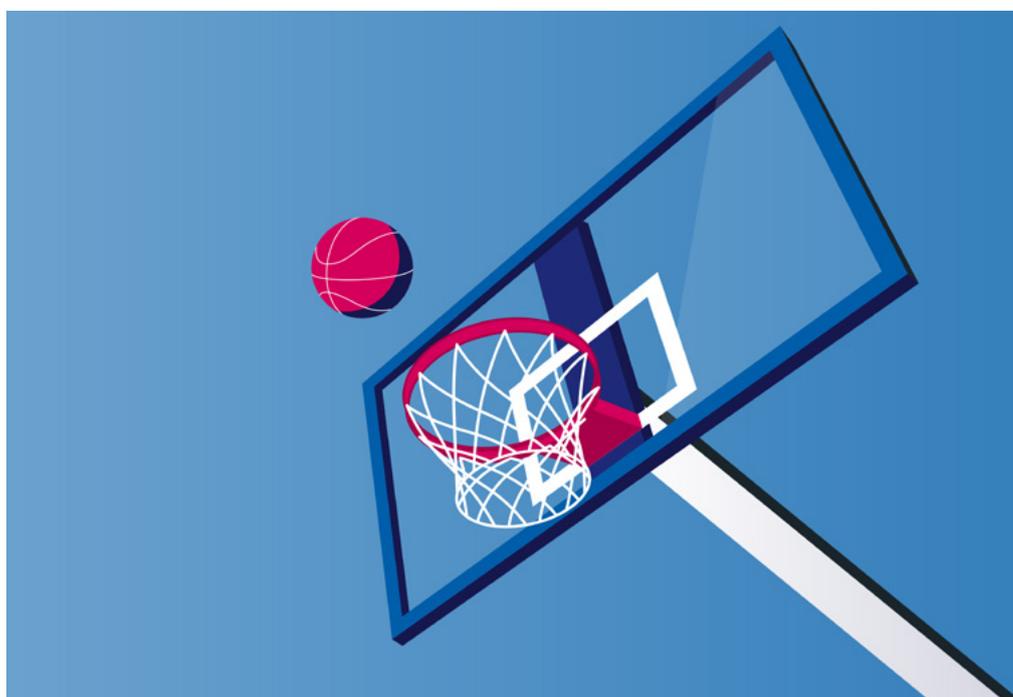
Crecimiento económico

Previsión de crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) para una selección de países (%).

	2024	2025
Mundo	3,1	3,1
EEUU ¹	2,7	2,0
Eurozona	0,7	0,9
Alemania	-0,1	0,6
Francia	1,2	0,8
Italia	0,4	0,5
España	3,0	1,7
Japón	-0,1	1,2
China	4,9	4,2

Fuente: Deutsche Bank AG; Datos a 15 de noviembre de 2024.

¹ Crecimiento 4T/4T del 1,5% (2024), 2,1% (2025).

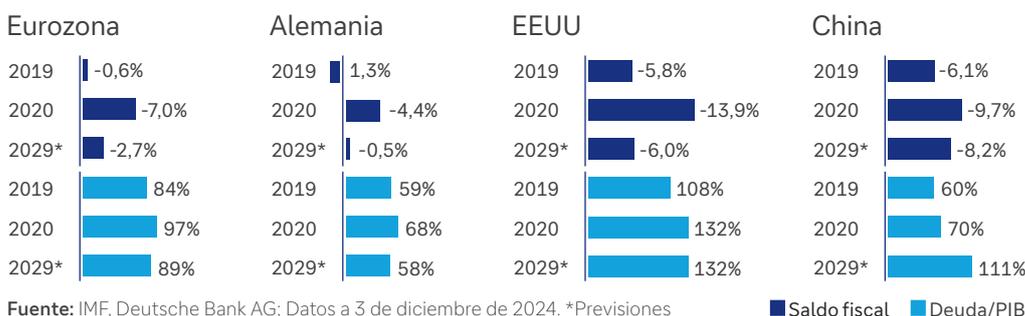


En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que 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. Documento redactado en diciembre de 2024.



En el futuro, es probable que la política fiscal adquiera mucha más importancia para el desarrollo económico. En Estados Unidos, por ejemplo, los planes provisionales de la Administración que comenzarán en enero de 2025 incluyen una inversión estatal extensa y predominantemente financiada con deuda. El plan de Trump incluye ampliar las ayudas fiscales a los hogares y las empresas privadas, fortalecer a las fuerzas armadas y facilitar el acceso a préstamos para viviendas. El endeudamiento total estimado para todas las medidas hasta 2035 ascendería hasta entre 7 y 16 millones de USD. Esto corresponde a un promedio anual de hasta el 5% del PIB actual de EEUU.

Aumento de los indicadores relacionados con el déficit público



En octubre, Japón también anunció su plan para un nuevo programa de estímulo económico, aunque en una escala ligeramente menor. China, por otro lado, probablemente se abstenga de tomar más medidas fiscales hasta que los efectos concretos de las políticas de la próxima Administración de EEUU sobre la economía china sean más claros. Sin embargo, en ese caso también cabría esperar medidas de estímulo fiscal más sustanciales.

Europa está más al margen en este campo de tensión. Un elemento fundamental del plan de recuperación NextGenerationEU es el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, con un volumen total de 650 mil millones EUR para la transformación digital y energética de la economía de aquí a 2026. Sin embargo, es poco probable que estos fondos sean suficientes para cerrar la brecha de innovación y productividad con EEUU y el resto del mundo. Si bien el plan Draghi sigue siendo una visión para el futuro, deja en claro a dónde debe conducir el viaje. Para cerrar la brecha de innovación, las instituciones europeas de investigación y educación necesitan, entre otras cosas, una estrategia de excelencia. El aumento de la competitividad depende principalmente de una reducción significativa de los precios de la energía en Europa y de la reducción de las dependencias respecto de los productos básicos o las tecnologías clave, por ejemplo, requiere una política económica “genuina” de la UE. El volumen de inversión adicional propuesto para ello por el plan Draghi a largo plazo asciende a entre 750 y 800 mil millones de EUR anuales.

Creemos que una inversión de este tipo permitiría a Europa mantener el ritmo e incluso recuperar parte del terreno que ha perdido a nivel mundial. Entonces debería ser posible que el Viejo Mundo alcanzara un mayor crecimiento en los próximos años.

Una ofensiva de inversión en Europa podría servir de base para que la región recupere el terreno que cree que ha perdido a nivel mundial.

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



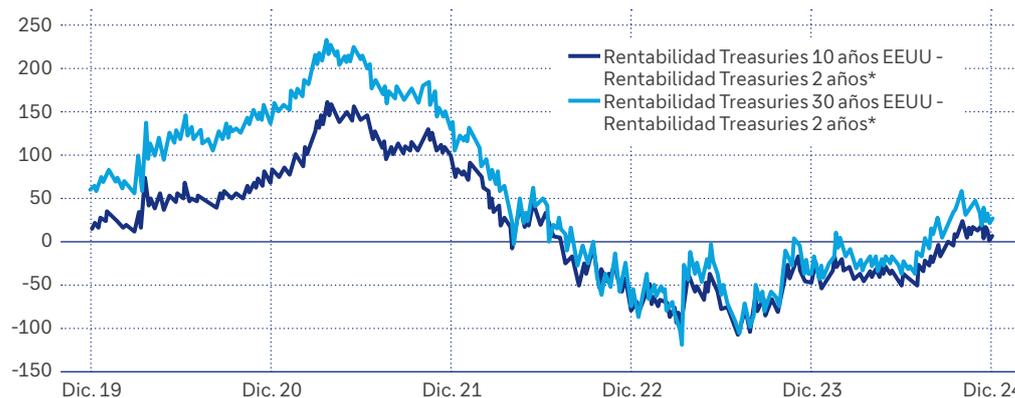
3

Bonos – El retorno de las primas de riesgo

- Se espera que los bonos del Tesoro de EEUU y los de Alemania se mantengan relativamente estables
- Es probable que los bonos Grado de Inversión se beneficien de tipos de interés persistentemente altos
- El riesgo de inversión no parece reflejarse adecuadamente en los bonos de alto rendimiento (High Yield)

Durante mucho tiempo, los inversores en el mercado de bonos de EEUU han operado en un entorno bastante inusual, donde los tipos de interés de los bonos a largo plazo eran más bajos que los de los bonos a corto plazo. Por lo tanto, no se les recompensó por el riesgo adicional de una inversión a largo plazo; en otras palabras, no recibieron ninguna prima. Sin embargo, esta curva de tipos invertida ha desaparecido recientemente a raíz de las expectativas de inflación ligeramente más altas en EEUU. Esperamos que esta normalización continúe, sobre todo porque la Reserva Federal limitará sus actividades de flexibilización monetaria a otros tres recortes de los tipos de interés para fines de 2025 y las medidas de política fiscal podrían hacer subir la prima de riesgo por un mayor plazo. Además, es

La curva – Vuelta a la “normalidad” en ausencia de recesión



*Puntos básicos

Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG; Datos a 3 de diciembre de 2024.

probable que los mercados de renta fija sigan siendo muy volátiles y los inversores quieren ser compensados por los correspondientes riesgos de volatilidad. A finales de 2025, esperamos rentabilidades del 4,50% para los bonos del gobierno de EEUU a diez años y del 4,20% para los bonos a dos años. El panorama general en la zona del euro es algo diferente. Las perspectivas económicas son más débiles, las expectativas de inflación son más bajas y, por lo tanto, es probable que el BCE haga recortes más importantes de sus tipos de interés para finales de 2025. Nuestras previsiones para los bonos del gobierno alemán son, en consecuencia, más bajas. Esperamos un 2,20% para los Bund a diez años y un 1,75% para los Bund a dos años para finales de 2025.

Creemos que el mercado de bonos corporativos en EEUU y Europa seguirá siendo interesante para los inversores en 2025 porque es probable que la demanda de inversores institucionales

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



Las rentabilidades de los bonos corporativos Grado de Inversión de alta calidad seguirán siendo relativamente atractivas en 2025.



como los fondos de pensiones y las compañías de seguros también siga siendo alta. Esto se debe principalmente a los rendimientos comparativamente altos que deberían seguir estando disponibles para los bonos de alta calidad (Grado de Inversión, IG). La atención podría centrarse en los bonos del sector financiero, como los bancos. A diferencia de años anteriores, ofrecen un rendimiento tan alto como los valores del sector no financiero y, en general, tienen buenas perspectivas de beneficios.

En Estados Unidos, podría haber una cierta presión alcista sobre los diferenciales en 2025, que probablemente no sería lo suficientemente grande como para amortiguar el potencial de retorno total de los bonos estadounidenses que ya se han emitido. Esto se debería a un mayor impulso del crecimiento económico en EEUU -posiblemente impulsor de la inflación- y a los diferenciales ya históricamente bajos de los bonos gubernamentales que dejan poco margen para un mayor estrechamiento, favoreciendo un ligero ensanchamiento en su lugar. Para los inversores que quieren mantener una cierta proporción de su cartera en USD, los bonos Grado de Inversión de EEUU parecen interesantes.

Previsiones

Inflación

Previsiones IPC países seleccionados vs. año anterior (%)

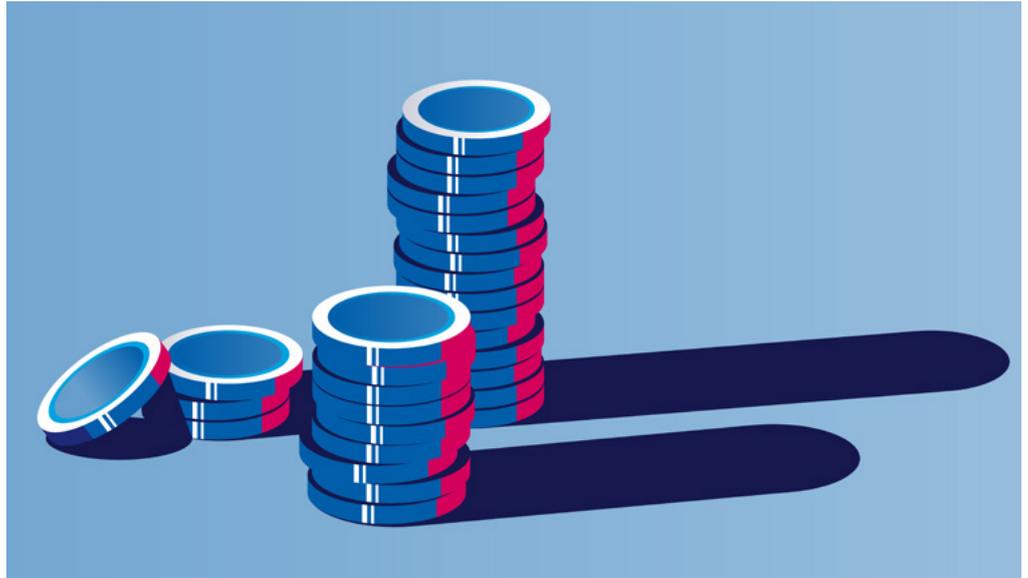
	2024	2025
EEUU	2,9	2,4
Eurozona	2,3	2,0
Alemania	2,5	2,3
Japón	2,5	2,0
China	0,5	1,3

Fuente: Deutsche Bank AG; Datos a 15 de noviembre de 2024.

Los bonos IG con cupones variables, conocidos como flotantes, merecen consideración en un entorno de tipos de interés elevados. Estas bonos flotantes, disponibles tanto en EUR como en USD, suelen suponer una gran proporción en el sector financiero y también deberían ser interesantes desde una perspectiva de rentabilidad en 2025.

Debido a la alta demanda, los diferenciales de los bonos de alto rendimiento (HY) también se han reducido significativamente, a pesar de una oferta considerable. En nuestra opinión, sin embargo, los diferenciales ya no reflejan adecuadamente el riesgo real de inversión, especialmente porque las tasas de incumplimiento en EEUU (alrededor del 3%) y la Eurozona (cerca del 4%) se encuentran en niveles relativamente altos. Por lo tanto, esperamos que los diferenciales se amplíen a finales de 2025. Para 2025, seguimos siendo cautelosos con respecto a los bonos corporativos de los mercados emergentes. Los actuales ajustados diferenciales ofrecen muy poco margen de maniobra contra los riesgos de un entorno comercial global proteccionista, tipos de interés potencialmente más altos en EEUU y un USD más fuerte.

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



4

USD – Economía fuerte, divisa fuerte

- El diferencial favorable de tipos de interés y el sólido crecimiento económico respaldan al billete verde
- El JPY podría apreciarse aún más en 2025, también frente al USD
- EUR y CNY bajo presión debido a posibles aranceles desde EEUU

Los posibles aranceles estadounidenses podrían ejercer presión sobre las monedas de las áreas comerciales afectadas.

El tipo de cambio del EURUSD registró fuertes movimientos en el transcurso de 2024. Después de alcanzar un máximo para el año de 1,12 en agosto, el euro cayó a 1,09 EUR/USD el día de las elecciones en EEUU el 5 de noviembre y luego continuó su tendencia a la baja. En 1,04, el par de divisas alcanzó su nivel más bajo en 13 meses a mediados de noviembre.

Las razones de la nueva fortaleza del USD incluyen los recortes de impuestos y aranceles adicionales anunciados por el presidente electo de EEUU, Donald Trump, que podrían conducir a un aumento sostenido de la inflación en este país a más largo plazo. Como respuesta, los inversores han rebajado las previsiones de recortes adicionales de los tipos de interés por parte de la Fed. Si el ritmo de rebajas se desacelera, esto resultaría en un diferencial de tipos de interés más amplio entre EEUU y la Eurozona y, por lo tanto, aumentaría el atractivo del USD. Además, como resultado de las medidas de estímulo fiscal planificadas, es probable que la economía de EEUU crezca significativamente más rápido que la Eurozona en 2025. En este contexto, esperamos un tipo de cambio EUR/USD de 1,02 para finales de 2025, sujeto a cualquier volatilidad intermedia.

Debido a la política de reducción de tipos de interés del Banco de Inglaterra (BoE), comparativamente prudente, la libra (GBP) se mantuvo fuerte frente al USD hasta otoño, pero ha perdido parte de esta fuerza desde principios de octubre. Esperamos que la libra se negocie con una volatilidad moderada frente al USD en 2025. En Reino Unido, es probable que la tasa de inflación vuelva a aumentar a principios de 2025 debido al ajuste del techo del

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



La economía de EEUU está creciendo, las rentabilidades suben



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG; Datos a 3 de diciembre de 2024.
 — Índice Citi de sorpresas económicas – EEUU (izda)
 — Rentabilidad Treasuries a 10 años (dcha)

precio de la energía realizado por el gobierno. No obstante, es probable que el Banco de Inglaterra continúe con cautela su ciclo de recortes de los tipos de interés en apoyo de la recuperación económica.

Previsiones

Divisas

Previsiones para las principales divisas a cierre de 2025

EUR vs. USD	1,02
USD vs. JPY	145
EUR vs. JPY	148
EUR vs. CHF	0,94
EUR vs. GBP	0,82
GBP vs. USD	1,25
USD vs. CNY	7,45

Fuente: Deutsche Bank AG; Datos a 15 de noviembre de 2024.

En junio/julio de 2024, en parte como resultado del dubitativo aumento de los tipos de interés del Banco de Japón (BoJ) en los últimos años en comparación con la Fed o el BCE, el JPY cotizó en su nivel más bajo frente al USD y el EUR desde mediados de la década de los 80 y principios de la de los 90. Sin embargo, tras la subida de los tipos de interés por parte del BoJ en julio y la emergente recuperación de la economía japonesa, recuperó rápidamente terreno. Dado que esperamos que el BoJ aumente gradualmente los tipos hasta el 1% en el próximo año, esto podría fortalecer aún más el yen, al igual que el sólido crecimiento económico japonés del 1,2% que esperamos en 2025. Por lo tanto, prevemos que el cambio USD/JPY se sitúe en 145 a finales de 2025.

El renminbi recientemente se depreció moderadamente porque los mercados financieros estaban decepcionados con el alcance de las medidas de política monetaria y fiscal anunciadas por el gobierno chino para apoyar la economía. El Banco Popular de China podría devaluar aún más el renminbi en 2025 para fortalecer la economía china. Sin embargo, es probable que el banco central se asegure de que las presiones de devaluación no se vuelvan demasiado fuertes para evitar alimentar aún más el conflicto comercial existente con EEUU. Por lo tanto, prevemos una USD/CNY de 7,45 a finales de 2025.

Si los aranceles anunciados por el presidente electo de EEUU, Donald Trump, ejercen una presión notable sobre los tipos de cambio en 2025, el daño económico general que podrían causar a las áreas afectadas -a saber, China y la Eurozona- puede reducirse en cierta medida porque sus monedas más débiles proporcionen un cierto estímulo a las exportaciones.

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



5

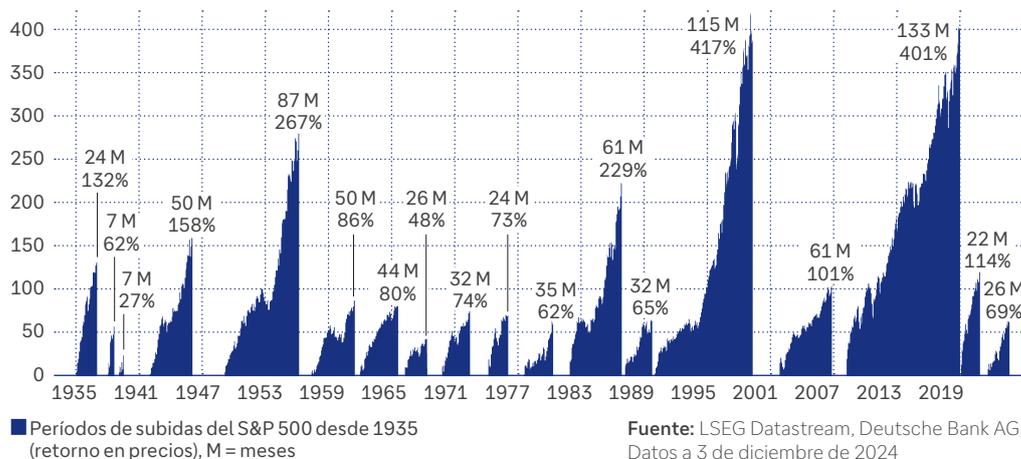
Bolsas – La clave del éxito

- Centrarse en los valores de crecimiento dentro de una cartera bien diversificada
- Sólido crecimiento de beneficios para empresas de todo el mundo
- Persistente alta volatilidad ante los diversos focos de incertidumbre

Las sólidas ganancias corporativas, la menor probabilidad de recesión y los recortes de los tipos de interés por parte de la Fed y el BCE han tenido un impacto positivo en el sentimiento general de los inversores en los últimos meses. Las principales acciones de crecimiento de EEUU, que brevemente estuvieron bajo presión a mediados de año, posteriormente regresaron a una trayectoria claramente positiva. Mantuvimos nuestro énfasis en valores de crecimiento dentro de una cartera bien diversificada durante todo el período y esta resultó ser la decisión correcta.

Seguiremos centrándonos en el crecimiento en 2025 y los años posteriores. En un entorno de inflación más baja, esperamos una mayor relajación por parte de los principales bancos centrales occidentales, mientras que el crecimiento económico debería seguir siendo favorable -una combinación que ha demostrado brindar un respaldo positivo a los precios de las acciones en el pasado-. Un entorno similar existió entre 1994 y 1997, por ejemplo, cuando el S&P 500 aumentó un total del 127%. Por el contrario, si observamos el S&P 500 desde

Bolsas – Hay margen para subir



Estamos convencidos de que la inversión en bolsa puede ofrecer a los inversores un acceso al crecimiento futuro.

2021, el aumento en las acciones de valor fue de apenas el 26% hasta noviembre de 2024. Incluso si la evolución pasada no permite extraer conclusiones sobre la evolución futura, seguimos viendo potencial de aumento en los precios de las acciones en el entorno actual del mercado.

Seguimos convencidos de que las acciones pueden ofrecer a los inversores un acceso al crecimiento económico. A nivel corporativo, esperamos que las ganancias en 2025 crezcan a un ritmo sólido: 14% en EEUU, 12% en Alemania, 10% en Japón y 8% en Europa. En los mercados emergentes, seguimos siendo positivos en Asia, dada la expectativa de un

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



crecimiento agregado de dos dígitos en los beneficios por acción. Aunque el mercado bursátil indio actualmente parece caro, vemos al país como el próximo mercado de crecimiento importante. Las correcciones allí podrían servir como oportunidades de compra. Además, las empresas tecnológicas del norte de Asia están ofreciendo interesantes oportunidades para invertir en inteligencia artificial.

Sin embargo, a pesar del sentimiento generalmente positivo, también se requiere cautela, especialmente en vista de las incertidumbres con respecto a posibles nuevos aranceles, particularmente por parte de EEUU, y su potencial impacto en las relaciones comerciales internacionales. Además, es probable que la situación política en Europa y su impacto en la política fiscal de los principales Estados miembros en particular influyan en la evolución de los mercados de valores en Europa. En conjunto, se espera que los mercados de renta variable sigan siendo muy volátiles el próximo año.

Otro factor de riesgo que se discute con frecuencia en los mercados de valores es el aumento de las rentabilidades de los bonos, un escenario que bien podría materializarse de manera intermitente en EEUU en 2025. En principio, los altos tipos de interés hacen que las inversiones en bolsa sean menos atractivas que las inversiones de renta fija. Sin embargo, el aumento de tipos no es automáticamente un problema para las bolsas. Siempre que este aumento sea gradual y esté impulsado por el crecimiento, no vemos ningún riesgo importante a la baja para los mercados de renta variable. El mercado de valores solo podría estar bajo presión si las rentabilidades a largo plazo en EEUU aumentaran demasiado bruscamente hasta niveles del 5% o más.

Esperamos que las rentabilidades en Estados Unidos se mantengan elevadas en el próximo año junto con una mayor volatilidad, por lo que recomendamos mantener una cartera sólida capaz de afrontar las distintas situaciones del mercado mediante una asignación dinámica de activos y una gestión activa del riesgo.



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. Documento redactado en diciembre de 2024.



6

Bolsas de EEUU – El centro de gravedad

- Las acciones de EEUU se benefician de la situación de política especial (económica) en EEUU
- El aumento de las ganancias corporativas y las recompras de acciones a gran escala como motores
- Centrarse todavía en servicios financieros, tecnología, consumo cíclico y servicios de comunicación



En un entorno de mercado en general favorable, las expectativas para el mercado de renta variable de EEUU son positivas para 2025. Esto se debe principalmente a una serie de peculiaridades en el panorama político (y económico), donde las medidas previstas tras el cambio de gobierno en enero de 2025 están impulsando al alza las expectativas a largo plazo de los inversores. Estas incluyen una mayor desregulación de la economía, una amplia inversión pública y un apoyo fiscal adicional.

En este entorno favorable al crecimiento, las ganancias de las empresas estadounidenses deberían aumentar significativamente. Esperamos que los beneficios de las empresas del S&P 500 crezcan un 14%. Se prevé un impulso adicional a los precios de las acciones gracias a la recompra de acciones a gran escala -cuando las empresas recompran algunas de sus propias acciones-. Estas medidas son una expresión del fuerte enfoque de las principales empresas estadounidenses en apoyar los intereses de los accionistas, y una señal a los inversores de que las empresas están funcionando bien financieramente. Como resultado, reducen el número de acciones en circulación, lo que tiene un impacto directo y positivo en el indicador clave de „beneficios por acción“ (BPA) y, por lo tanto, generalmente también en los precios de las acciones. Según nuestras previsiones, es probable que el volumen de recompra en EEUU ascienda a unos 950 m.m de USD en 2025, lo que corresponde a alrededor de la mitad de los beneficios corporativos totales.

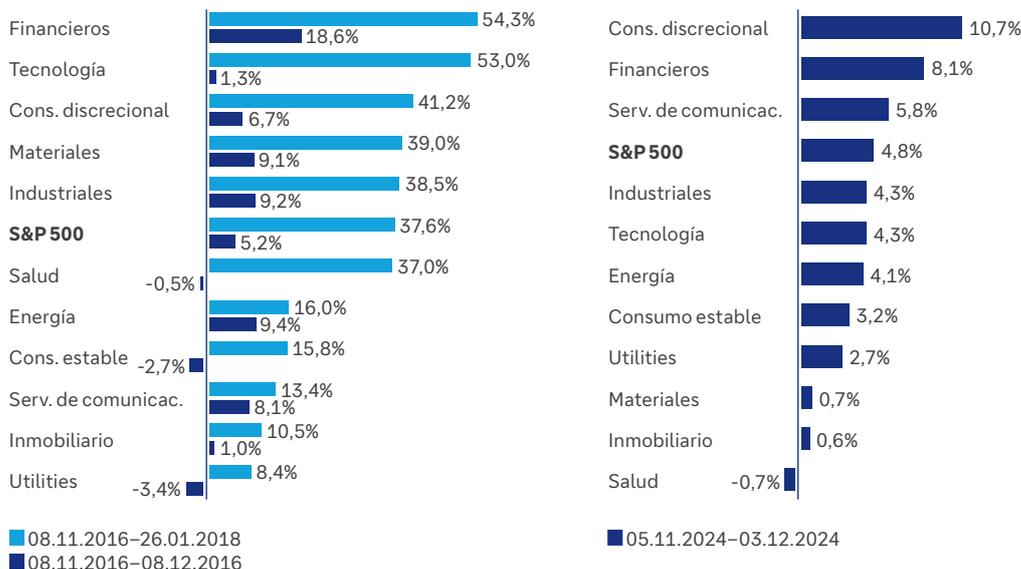
Nuestro enfoque a largo plazo para las acciones estadounidenses sigue estando en el sector financiero y en aquellos sectores que probablemente se beneficien de un entorno de mayor crecimiento, como la tecnología, el consumo cíclico y los servicios de comunicación. En

Nuestra foco a largo plazo sigue centrado en el sector financiero, y en los sectores que probablemente se beneficien de un entorno de mayor crecimiento, como la tecnología, el consumo discrecional y los servicios de comunicación.

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



EEUU rally post-electoral 2016–2018*



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG; Datos a 3 de diciembre de 2024. *Retorno total del S&P 500.

conjunto, estos últimos representan alrededor del 50% de la capitalización bursátil del mercado de EEUU. Sin embargo, a pesar de los signos favorables, no consideramos aconsejable centrarse excesivamente en los valores de crecimiento desde una perspectiva de riesgo. En cambio, podrían formar el núcleo de una cartera de acciones bien diversificada que también incluya acciones defensivas de crecimiento de EEUU que cotizan a un precio razonable, así como acciones y valores de otras regiones prometedoras como Europa y Asia.

Tanto los indicadores actuales como los datos históricos muestran que la tendencia al alza en el mercado de valores de EEUU puede mantenerse por algún tiempo. En comparación con períodos anteriores de subidas, el actual mercado alcista sigue siendo relativamente joven, con poco más de dos años. En los últimos 90 años, el mercado alcista promedio en EEUU ha durado 47 meses, durante los cuales el S&P 500 aumentó un 137% de media (en USD, ver gráfico en la página 14). Por el contrario, el aumento actual es de apenas el 69%. Aunque esta comparación no es garantía de aumentos en el futuro, al menos deja en claro que las preocupaciones de algunos inversores sobre las ganancias acumuladas, que podrían llevar a una caída, no están necesariamente justificadas. De hecho, como ha demostrado el pasado, los buenos años bursátiles ocurren con mucha más frecuencia que los malos. Desde 1928, el S&P 500 ha experimentado un total de 71 años buenos con un aumento promedio del 21% (retorno total) en comparación con 26 años malos, que tuvieron una disminución media del 13,5%.

Esperamos otro buen año para el mercado bursátil de EEUU en 2025, aunque estamos monitoreando posibles factores disruptivos, como rentabilidades de los bonos excesivamente altas. Nuestra expectativa para el S&P 500 es de 6.500 puntos a finales de 2025.

Previsiones

Índices bursátiles

Previsiones para la mayoría de índices mundiales a cierre de 2025 (índice)

EEUU (S&P 500)	6.500
Alemania (DAX)	20.500
Eurozona (EURO STOXX 50)	4.950
Europa (STOXX Europe 600)	525
Japón (MSCI Japan)	1.770
Suiza (SMI)	12.050
Reino Unido (FTSE 100)	8.150
Mercados emergentes (MSCI EM)	1.150
Asia ex Japón (MSCI Asia ex Japan)	750
Australia (MSCI Australia)	1.650

Fuente: Deutsche Bank AG; Datos a 15 de noviembre de 2024.

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



7

Bolsas europeas – Todavía hay factores positivos

-
- Fuertes empresas alemanas internacionales, a pesar de la debilidad económica interna
 - Potencial para las bolsas europeas, aunque inferior al de las de EEUU
 - Foco en el sector financiero y en el industrial
-

Al analizar la actual situación económica y empresarial de Alemania, algunos inversores están estableciendo paralelismos con uno de los clásicos literarios del país. En su novela “Buddenbrooks”, Thomas Mann describe una familia que permite que su empresa caiga en decadencia a lo largo de las generaciones debido a la falta de impulso y voluntad de innovar. Sin embargo, el hecho de que Thomas Mann fuera galardonado con el Premio Nobel de Literatura en 1929 por esta novela en particular no hace que esta imagen, ciertamente plausible, sea menos incongruente -al menos en lo que respecta a las empresas- porque el mundo ha cambiado desde la época de los Buddenbrooks. A diferencia de entonces, muchas empresas alemanas hoy son innovadoras, líderes del mercado mundial en una serie de áreas y parte de una red de producción global -y, por lo tanto, ya no son en realidad empresas „alemanas“ sino empresas globales que generan una gran proporción de sus ventas y ganancias en otros países-. Por lo tanto, la paradoja que a menudo se comenta relativa a una Alemania de empresas exitosas en una economía estancada no es una paradoja en absoluto.

Esto se vuelve particularmente claro cuando se considera el índice DAX. Si bien la producción industrial en Alemania ha caído marcadamente en los últimos diez años -en gran parte debido a la caída de la producción del sector de autos del país-, el índice DAX se ha más que duplicado en valor. La situación es similar en Europa en general y en el STOXX Europe 600

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



Muchas empresas alemanas son ahora empresas globales que generan gran parte de sus ventas y ganancias en otros países.

paneuropeo. Por lo tanto, la pregunta que se debe formular es: cómo Alemania y el resto de Europa pueden mantener e impulsar su dinamismo económico. En nuestra opinión, ahora se necesita una inversión considerablemente mayor, especialmente para impulsar la productividad. Hay planes para una ofensiva de este tipo, por ejemplo la propuesta de Mario Draghi, el ex jefe del Banco Central Europeo. Sin embargo, todavía están a la espera de su aplicación.

Por lo tanto, los inversores deben vigilar ambos lados de los mercados de valores alemán y europeo: la fortaleza de muchas empresas por un lado y los desafíos macroeconómicos y políticos por el otro. En general, el STOXX Europe 600 está por detrás del mercado estadounidense en términos de crecimiento de los beneficios corporativos. Las dudas sobre la situación económica en China, la debilidad del sector automoción y las incertidumbres políticas -particularmente en Francia y Alemania- están teniendo un impacto negativo en el desempeño. El descuento de valoración del índice paneuropeo en comparación con el S&P 500, por ejemplo, hoy ronda el 40%. En 2025, esperamos un crecimiento de los ingresos de un dígito alto en Europa que, junto con las bajas valoraciones, debería proporcionar un rendimiento moderado. El sector financiero y los sectores industriales destacan favorablemente en nuestra apuesta sectorial. Esperamos que el índice STOXX Europe 600 alcance los 525 puntos a finales de 2025 y que el DAX alcance los 20.500 puntos.

Alemania – Sin crecimiento y en desindustrialización



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG; Datos a 3 de diciembre de 2024.

— DAX (índice: Nov. 2014 = 100)
— Producción industrial Alemania (índice: Nov. 2014 = 100)

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



8

Materias primas – A nuevas cotas

- La oferta y la demanda en el mercado del petróleo están equilibradas: poco potencial para los precios
- Es probable que el oro siga siendo un instrumento de cobertura en 2025
- Cobre: recuperación a largo plazo gracias a la transición energética y la digitalización

El punto en el que la demanda global de petróleo dejará de crecer ha sido objeto de acalorados debates en los mercados de materias primas durante décadas. Según un informe de la Agencia Internacional de la Energía (AIE), podría ocurrir alrededor de 2030. Otras estimaciones sitúan la fecha del pico del petróleo un poco más tarde. Lo que sí parece seguro es que el petróleo seguirá siendo una materia prima importante durante mucho tiempo, pero que su importancia disminuirá constantemente debido a la expansión de las energías renovables. Solo en los últimos 20 años, la proporción de formas de energía no fósiles en la producción global de electricidad ha aumentado desde menos del 20% a alrededor del 30%. Sin embargo, el mercado petrolero ha estado bajo presión en los últimos meses, principalmente debido a la debilidad de la economía de China. Si bien el Reino Medio todavía representó el 70% del crecimiento de la demanda mundial de petróleo en 2023, se espera que esta cifra caiga a solo el 20% en 2024. Al mismo tiempo, los países productores de petróleo que no son miembros de la OPEP+, en particular EEUU, están aumentando la oferta.



Previsiones

Precios de las materias primas

Previsiones para precios del oro, petróleo y cobre a cierre de 2025

Oro (USD/oz)	2.800
Petróleo (Brent, USD/b)	69
Cobre (USD/tn. métrica)	9.850

Fuente: Deutsche Bank AG; Datos a 15 de noviembre de 2024.

Suponemos que la oferta y la demanda del mercado petrolero estarán aproximadamente equilibradas en 2025. Para fines de 2025, esperamos que el precio del crudo Brent sea ligeramente más bajo en USD69/b. Por un lado, los países de la OPEP+ han anunciado que no continuarán con sus recortes voluntarios de producción que han estado en vigor desde la primavera de 2023 y que, en cambio, aumentarán gradualmente la producción. Además, parece que la próxima administración de EEUU querrá ampliar aún más la producción de petróleo del país. Por otro lado, los países de la OPEP+ probablemente respondan a una caída excesiva del precio del petróleo, por ejemplo, posponiendo nuevamente la reversión de los recortes de producción. Además, una posible estabilización del crecimiento económico en China podría tener un efecto positivo en los precios. En general, sigue habiendo un gran

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



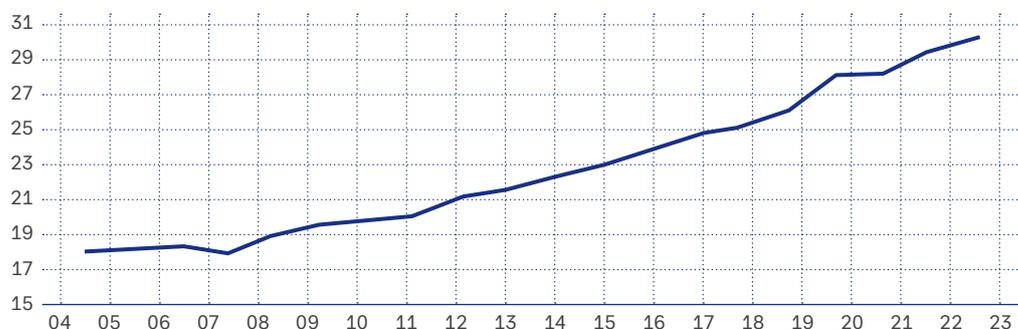
Tanto la transición energética global como la transformación digital están impulsando la demanda de metales industriales a largo plazo.

número de incertidumbres en relación con el precio del petróleo. Estas incluyen la política comercial y los riesgos geopolíticos de la futura Administración de EEUU, por ejemplo con respecto a Irán y el estrecho de Ormuz, que sirve como ruta de transporte para alrededor de una quinta parte de la demanda mundial de petróleo.

Los metales industriales son esenciales tanto para la transición energética global como para la transformación digital. Por ejemplo, se necesitan entre 25 y 35 toneladas de cobre para suministrar electricidad a un pequeño centro de datos. Según las estimaciones, la demanda de cobre podría aumentar en un 50% para 2040 si se implementa el escenario de cero emisiones netas de la AIE. Durante 2024, el precio del cobre ha subido alrededor del 7,5% hasta mediados de noviembre, a pesar del debilitamiento de la demanda del sector de la construcción chino, que se encuentra en una situación de crisis. Si China, como el mayor comprador de cobre del mundo y con sus enormes inversiones en energía renovable y redes eléctricas, supera su debilidad económica, esto podría impulsar además la demanda de cobre en el medio plazo. Por el lado de la oferta, no se espera un aumento significativo de la producción de cobre a corto plazo. De hecho, la oferta podría disminuir debido a la disminución de la calidad del mineral. Chile, que representa alrededor de una cuarta parte de la producción mundial de cobre, aumentó su producción en un 3% anual en los primeros nueve meses de 2024. Sin embargo, esta cifra sigue estando muy por debajo de los volúmenes de producción de años anteriores. Esperamos que el precio del cobre sea de 9.850 USD/t a finales de 2025.

El precio del oro alcanzó un máximo histórico de 2.790 USD/oz el 31 de octubre y aumentó más del 25% anual, impulsado por su función de „refugio seguro“ en el período previo a las elecciones en EEUU. Es probable que el metal precioso también se mantenga con fuerte demanda en 2025, a pesar de los tipos de interés relativamente altos que se esperan en el mercado de capitales y el fuerte USD. La razón de esto es la fuerte demanda de oro físico, por ejemplo, desde los bancos centrales. Además, el metal precioso debe poder demostrar su importancia como componente de cobertura en una cartera, especialmente en un momento de gran incertidumbre. Esperamos que el precio del oro fluctúe alrededor de 2,800 USD/oz para fines de 2025.

Energía alternativa – Claramente al alza



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG; Datos a 3 de diciembre de 2024.

— Porcentaje de producción de energía mundial a partir de renovables (%)

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



9

Inversiones alternativas – Mix público-privado

- Infraestructuras: nuevas bases para el futuro
- Centro de datos y logística: Inmuebles comerciales para la transición energética
- Private Equity: interesantes ponderaciones del sector fuera del mercado de valores

Las inversiones alternativas pueden contribuir a diversificar una cartera compuesta por activos cotizados, como acciones y bonos. Se trata tanto de valores negociados en bolsa como de valores no negociados en bolsa, lo que se refleja, en particular, en sus diferentes niveles de liquidez y períodos mínimos de tenencia. En 2025, también debería haber oportunidades interesantes para los inversores privados en las áreas de infraestructura, private equity y, en cierta medida, bienes inmuebles.

Las inversiones en infraestructuras suelen centrarse en servicios e instalaciones básicos en sectores como la energía, el transporte y los servicios públicos. Están asociadas con flujos de pagos a largo plazo, recurrentes y previsibles que se ajustan a la inflación para algunas instalaciones, lo que hace que sus características de rentabilidad sean menos dependientes de la situación de la economía. En cuanto a las perspectivas de crecimiento, creemos que en 2025 el foco estará en áreas como telecomunicaciones (postes de telefonía móvil en EEUU, centros de datos) y electricidad (redes eléctricas e instalaciones de almacenamiento, generadores de energía renovable). Esto se debe a que la transformación y la seguridad del suministro de energía con un fuerte enfoque en las energías renovables, el aumento de la digitalización y la reestructuración de las cadenas de suministro, incluidas las actividades de relocalización y localización cercana para fortalecer la resiliencia, requieren el desarrollo y la

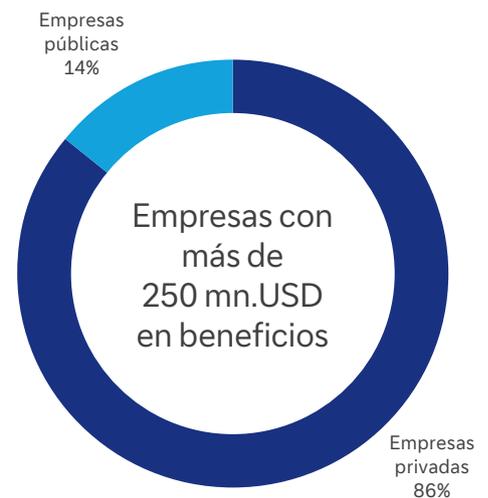
Estimación de inversión pública necesaria en Alemania



■ m.m.EUR, en 10 años (precios de 2024)

Fuente: IW Köln, IMK Hans-Böckler-Stiftung, Deutsche Bank AG; Datos a 3 de diciembre de 2024.

Mercados privados – Corregir los sesgos del mercado público



Representa la participación de empresas en América del Norte, Europa y Asia.

Fuente: Blackstone, Capital IQ; Datos a nov. de 2023.

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



Las tendencias estructurales están impactando al sector inmobiliario, con la logística como uno de los varios posibles ganadores.

expansión de infraestructuras como parques solares y parques eólicos, redes eléctricas y de datos, autopistas, estaciones de carga de vehículos eléctricos, infraestructuras de hidrógeno, producción de baterías y líneas ferroviarias.

Los avances en campos como la inteligencia artificial y el comercio electrónico también están impulsando la demanda de capacidad de los centros de datos y logística en el sector inmobiliario. Además de los programas públicos nacionales y regionales, el uso del capital privado está desempeñando un papel cada vez más importante. En el sector inmobiliario comercial, los inversores pueden centrarse en el segmento logístico, que debería beneficiarse del crecimiento continuo del comercio minorista online. Los inmuebles en sectores como el autoalmacenamiento (almacenamiento en alquiler), la investigación y la atención médica y los centros de datos también parecen interesantes a largo plazo. Es probable que las tendencias estructurales, como el aumento de la urbanización, el aumento del gasto sanitario y el uso de la inteligencia artificial, impulsen la demanda en el futuro.

Las inversiones en Private Equity ofrecen oportunidades para diversificar la cartera. En todo el mundo, el 86% de las empresas con un volumen de negocios anual de más de 250 millones de USD no cotizan en bolsa. En nuestra opinión, estas empresas ofrecen acceso a una ponderación sectorial interesante que difiere significativamente de la de las empresas cotizadas. Los inversores conscientes del riesgo deberían centrarse en estrategias que promuevan empresas de crecimiento orgánico, mientras que los inversores orientados al crecimiento también podrían considerar inversiones de capital de riesgo en empresas emergentes prometedoras.

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



10

Riesgos – Recesión, tipos de interés & rotación sectorial

- Los inversores deben estar preparados para una serie de riesgos comerciales y geopolíticos
- Las expectativas de crecimiento fundamentalmente positivas deben mantenerse a la vista
- Es aconsejable contar con una cartera bien diversificada y una gestión activa del riesgo

Incluso antes de que Donald Trump asuma el cargo como el 47º presidente de EEUU el 20 de enero de 2025, es poco probable que los jefes de gobierno, los líderes empresariales y los inversores de todo el mundo aparten la vista de la Casa Blanca durante bastante tiempo. Durante la campaña electoral, Trump ya había anunciado medidas de política comercial en forma de aranceles adicionales a las importaciones chinas y europeas, por ejemplo, que podrían perturbar gravemente las relaciones comerciales globales.

El resurgimiento de la inflación en EEUU también podría tener un impacto negativo en los mercados de capitales. Si la Fed no responde adecuadamente, esto podría resultar en un fuerte aumento de los tipos en los mercados de capitales. Y, por último, una recesión en EEUU -y en otras zonas económicas importantes- no es del todo inconcebible, aunque no esperamos una en los próximos años.

En 2025, es probable que haya una serie de riesgos geopolíticos además de estas áreas de riesgo de política económica, que se pueden complementar según sea necesario si se mira más allá de EEUU: las palabras clave aquí son el mercado inmobiliario chino o los problemas en la industria global de automóviles. Estos riesgos incluyen un posible bloqueo por parte de Irán de la ruta clave de transporte de petróleo a través del estrecho de Ormuz, la guerra en Oriente Medio y los acontecimientos relacionados con la guerra entre Rusia y Ucrania.

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. Documento redactado en diciembre de 2024.

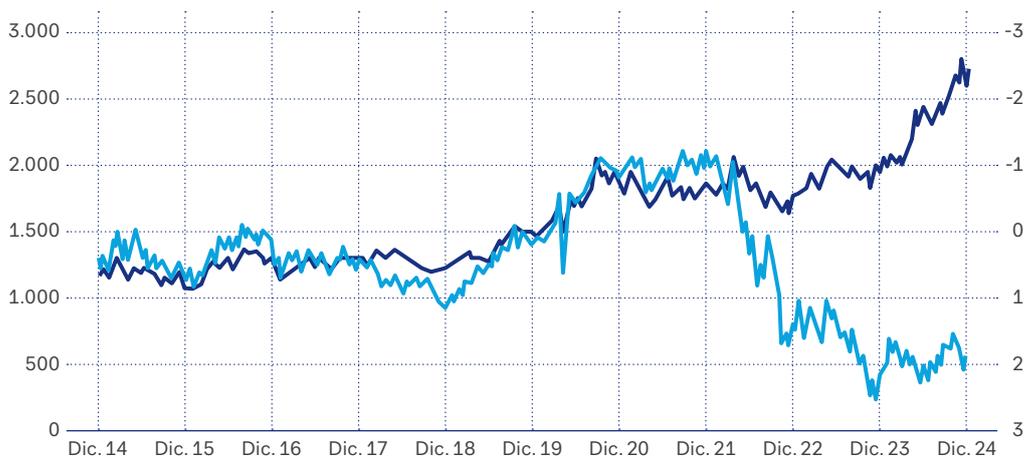


La rotación sectorial es un riesgo intrínseco del mercado de valores. En el verano de 2024, por ejemplo, los inversores vendieron grandes cantidades de acciones de las empresas estadounidenses de más rápido crecimiento por una combinación de diferentes razones -elevadas valoraciones de empresas, toma de beneficios y la perspectiva de una caída de las rentabilidades en el mercado de capitales- e invirtieron cada vez más en acciones de segundo nivel. Los inversores que habían completado esta rotación se enfrentaron a desafíos porque la demanda de acciones de crecimiento se reanudó después de una corrección del mercado. No estamos descartando la posibilidad de que tales rotaciones también puedan ocurrir en 2025. En el mercado de bonos, por el contrario, prevemos una alta volatilidad en el contexto de rentabilidades de los bonos potencialmente más altas en EEUU y un USD más fuerte.

Los inversores no deben perder de vista las tendencias de crecimiento subyacentes a nivel económico y empresarial en 2025.

Conscientes de estos desafíos, los inversores no deberían perder de vista la tendencia de crecimiento a nivel económico y corporativo en 2025. En nuestra opinión, las acciones son la clave del éxito. En lugar de permanecer al margen y aceptar pérdidas de capital real debido al aumento de las tasas de inflación, es importante diversificar el capital de manera sensata y gestionar activamente los riesgos del mercado. En las bolsas, una opción podría ser una estrategia barbell en la que el capital se invierta en diferentes segmentos del mercado. En el caso de los bonos, se trata principalmente de gestionar los vencimientos y las calificaciones crediticias. Por último, la cartera de divisas también debe tener una base amplia y no limitarse a incluir la moneda nacional, por ejemplo invirtiendo en los mercados de capitales de otras áreas monetarias. También se pueden añadir inversiones alternativas para la diversificación. El oro puede incluirse debido a sus características de cobertura con respecto a los riesgos mencionados anteriormente. El hecho de que el oro haya generado un retorno significativo a pesar del aumento de los rendimientos reales en EEUU -que generalmente están correlacionados negativamente con los precios del oro- destaca su efectividad en un entorno de este tipo.

Oro – Más alto pese a la subida de las rentabilidades reales



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG; Datos a 3 de diciembre de 2024.

— Oro (USD/oz, izda)
— Rentabilidad real 10 años EEUU (invertida, dcha)

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



Previsiones macroeconómicas

	2024	2025	Consenso 2025 (BBG*)
Crecimiento del PIB (en %)			
EE.UU. ¹	2,7	2,0	1,9
Eurozona	0,7	0,9	1,2
Alemania	-0,1	0,6	0,8
Francia	1,2	0,8	1,0
Italia	0,4	0,5	1,0
España	3,0	1,7	2,1
Japón	-0,1	1,2	1,2
China	4,9	4,2	4,5
Mundo	3,1	3,1	3,1
IPC (%)			
EE.UU.	2,9	2,4	2,3
Eurozona	2,3	2,0	2,0
Alemania	2,5	2,3	2,1
Japón	2,5	2,0	2,0
China	0,5	1,3	1,3
Tasa de paro (%)			
EE.UU.	4,1	4,2	4,3
Eurozona	6,4	6,3	6,5
Alemania	6,0	6,1	6,1
Japón	2,5	2,4	2,5
China ²	5,1	5,0	5,1
Saldo fiscal (% del PIB)			
EE.UU.	-6,6	-7,3	-6,5
Eurozona	-2,8	-3,0	-2,7
Alemania	-2,1	-1,8	-1,5
Japón	-6,0	-4,0	-3,5
China ³	-13,2	-13,1	-5,0

*Bloomberg consensus. ¹ Para EEUU, el crecimiento del PIB 4T/4T es 1,5% en 2024 y 2,1% en 2025. ² Tasa de desempleo urbana (fin de periodo), no comparable con los datos del consenso. ³ El déficit fiscal de China se refiere al saldo fiscal aumentado (definición amplia) del FMI. Esto no es comparable con las cifras del consenso.

Fuente: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Datos a 15 de noviembre de 2024.

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



Apéndice

Previsiones por tipo de activo a diciembre de 2025

Rentabilidad actual (bonos soberanos) en %

Estados Unidos (2-year U.S. Treasury)	4,20
Estados Unidos (10-year U.S. Treasury)	4,50
Estados Unidos (30-year U.S. Treasury)	4,65
Alemania (2-year German Bund)	1,75
Alemania (10-year German Bund)	2,20
Alemania (30-year German Bund)	2,50
Reino Unido (10-year UK Government)	4,00
Japón (2-year Japan Government)	0,80
Japón (10-year Japan Government)	1,40

Tipos oficiales en %

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

Divisas

EUR vs. USD	1,02
USD vs. JPY	145
EUR vs. JPY	148
EUR vs. CHF	0,94
EUR vs. GBP	0,82
GBP vs. USD	1,25
USD vs. CNY	7,45

Indices Bursátiles

Estados Unidos (S&P 500)	6.500
Alemania (DAX)	20.500
Eurozona (EURO STOXX 50)	4.950
Europa (STOXX Europe 600)	525
Japón (MSCI Japan)	1.770
Suiza (SMI)	12.050
Reino Unido (FTSE 100)	8.150
Mercados Emergentes (MSCI EM)	1.150
Asia ex Japón (MSCI Asia ex Japan)	750
Australia (MSCI Australia)	1.650

Materias primas en USD

Oro (oz)	2.800
Petróleo (Brent Spot, bl)	69
Cobre (tonelada métr.)	9.850
EU Carbon Allowances (Carbon Spot, t)	75

Spreads (corporates & bonos EM) en pb.

EUR IG Corp	95
EUR HY	400
USD IG Corp	85
USD HY	325
Asia Credit	125
EM Sovereign	390

Fuente: Deutsche Bank AG; Datos a 15 de noviembre de 2024.

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



Apéndice

Comportamiento histórico

	09.12.2019– 09.12.2020	09.12.2020– 09.12.2021	09.12.2021– 09.12.2022	09.12.2022– 09.12.2023	09.12.2023– 09.12.2024
Evolución					
S&P 500	17,1%	27,1%	-15,7%	17,0%	31,5%
STOXX Europe 600	-2,8%	20,8%	-7,9%	7,5%	10,4%
MSCI EM	19,5%	-0,6%	-21,6%	-0,3%	14,3%
EURO STOXX 50	-3,9%	19,2%	-6,3%	14,7%	10,2%
SMI	0,0%	20,9%	-12,2%	0,0%	6,2%
DAX	1,8%	17,2%	-8,1%	16,6%	21,4%
FTSE 100	-9,3%	11,5%	2,1%	1,0%	10,6%
MSCI Japan	4,8%	13,0%	-2,3%	18,5%	18,3%
MSCI Australia	-2,4%	8,9%	-0,5%	0,9%	17,2%
MSCI Asia ex Japan	22,7%	-1,2%	-18,6%	-3,5%	18,1%
2-year U.S. Treasury	3,1%	-0,4%	-3,4%	2,9%	5,1%
10-year U.S. Treasury	11,4%	-2,4%	-15,1%	-1,5%	4,3%
30-year U.S. Treasury	18,8%	-2,7%	-29,8%	-8,7%	2,8%
2-year German Bund	-0,5%	-0,8%	-3,7%	1,6%	3,0%
10-year German Bund	3,2%	-1,9%	-17,7%	-0,1%	2,3%
30-year German Bund	11,8%	-3,3%	-38,3%	-17,7%	2,3%
10-year UK Government	5,7%	-3,4%	-18,8%	-2,0%	3,2%
2-year Japan Government	-0,1%	-0,2%	-0,2%	0,0%	-0,7%
10-year Japan Government	0,0%	0,1%	-1,2%	-1,6%	-1,4%
EUR vs. USD	-1,6%	2,2%	-6,6%	-6,6%	8,8%
USD vs. JPY	3,3%	6,2%	20,3%	9,0%	-4,2%
EUR vs. JPY	1,7%	8,5%	12,3%	1,8%	4,3%
EUR vs. CHF	-1,9%	-4,1%	-5,5%	-3,3%	-1,5%
EUR vs. GBP	-3,5%	-0,2%	0,6%	-6,9%	8,6%
GBP vs. USD	1,9%	2,3%	-7,2%	0,4%	0,2%
USD vs. CNY	1,2%	2,8%	9,3%	-2,7%	-7,0%
Oro (oz)	26,4%	-3,7%	1,1%	11,4%	33,1%
Petróleo (Brent Spot, barril)	-24,0%	52,3%	2,3%	-0,3%	-4,9%
Petróleo (WTI, barril)	-22,9%	55,8%	0,1%	0,3%	-4,0%
Cobre (tonelada métr.)	27,4%	23,8%	-10,8%	-1,7%	9,0%

Fuente: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P., LSEG Datastream; Datos a 9 de diciembre de 2024.

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



Glosario

La **Agencia Internacional de la Energía (AIE)** es una agencia intergubernamental que estudia temas relacionados con la energía.

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

El **Banco de Inglaterra (BoE)** es el banco central de Gran Bretaña.

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

El **Banco Popular de China (PBoC)** es el banco central de la República Popular de China.

Los **Beneficios por acción (BPA o EPS)** por sus siglas en inglés se calculan como los ingresos netos de las empresas menos los dividendos de las acciones preferentes, todos divididos por el número total de acciones en circulación.

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

Los **bonos de flotantes (floaters)**, a diferencia de los bonos convencionales, no tienen un cupón fijo a largo plazo. El cupón se revisa periódicamente y se ajusta en función de la evolución de un tipo de interés de referencia.

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

Los **Bunds** son bonos del gobierno alemán.

CHF es el código de la divisa del Franco Suizo.

CNY, también conocido como renminbi (RMB) es el código de moneda del yuan chino.

El **Congreso** es el órgano legislador de los Estados Unidos, que consta de dos cámaras, el Senado y la Cámara de Representantes.

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

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

Demócratas es la abreviatura del Partido Demócrata en los Estados Unidos, uno de los dos partidos principales.

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

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

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

El **fondo NextGenerationEU (NGEU)** es un paquete de recuperación de la Unión Europea para apoyar a los Estados miembros afectados por la pandemia de COVID-19.

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

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.

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.

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

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



Glosario

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

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

El **índice MSCI Australia** mira el desempeño de las acciones de capitalización grande y mediana en Australia.

El **índice MSCI EM** representa la evolución de las grandes y medianas empresas en 24 países de mercados emergentes.

El **índice MSCI Japan** mide el rendimiento de alrededor de 320 acciones grandes y de mediana capitalización que representan alrededor del 85% de la capitalización de mercado japonesa.

El **índice Nasdaq 100** es una colección de las 100 compañías más grandes y más activamente cotizadas en la bolsa de valores Nasdaq.

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

El **índice STOXX Europe 600** incluye 600 empresas de 17 países de la Unión Europea.

La **Inteligencia Artificial (IA)** en ciencias que 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.

JPY es el código de la moneda del yen japonés, la moneda japonesa.

Un **mercado desarrollado (DM)** es un país que está avanzado económicamente, con mercados de capitales desarrollados y altos niveles de renta 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.

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+ atrae a Rusia y a otros productores.

La **productividad** se refiere a la relación entre los bienes o servicios producidos y los medios de producción utilizados.

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.

Republicano es la abreviatura de “Partido Republicano”, uno de los dos partidos principales en los Estados Unidos.

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

El **Senado** es la Cámara más pequeña en el Congreso bicameral de los Estados Unidos con un papel más consultivo.

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 EEUU.

USD es el código de la divisa del dólar estadounidense.

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

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



Nota 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. Documento redactado en diciembre de 2024.



Nota 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

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



Nota importante

de, o incurrida en la confianza en, cualquier parte de este documento. Los suscriptores potenciales de los valores deben 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

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



Nota importante

Futuros (Securities and Futures Ordinance) (Cap. 571 of the Laws of Hong Kong) ("SFO") y cualquier norma dictada en virtud de la SFO, o (ii) en otras circunstancias que no den lugar a que el documento sea un "folleto" según 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

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. Documento redactado en diciembre de 2024.



Nota importante

supervisión y el control del Banco Central Europeo (“BCE”) y de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (“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 entre 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 Résolution, “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.

© Deutsche Bank AG 2024. Todos los derechos reservados

Fecha de publicación: 10 de diciembre de 2024.

Imágenes: Deutsche Bank

056058 121024

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. Documento redactado en diciembre de 2024.