

# PERSPECTIVAS

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y POR CLASE DE ACTIVO

4/2024

MACROECONOMÍA  
Caminos  
diferentes

RENTA FIJA  
Potencial de  
rentabilidad

RENTA VARIABLE  
Positivos pero con  
volatilidad en 2025





# Macroeconomía: Caminos diferentes

- Crecimiento: sólido en EEUU, la zona euro se queda atrás.
- Inflación: persistente en EEUU, en el objetivo en la zona euro.
- Ciclo de relajación monetaria: Cautela en la Fed, BCE apoyando el crecimiento.

La economía de **EEUU** sigue en una sólida trayectoria de crecimiento, impulsada por la demanda nacional y las ganancias de productividad. El mercado laboral se ha normalizado con pocos signos de recesión, a pesar de los recientes descensos de la actividad industrial. Esperamos que el PIB de EEUU alcance un promedio del 2,7 % en 2024 y del 2,0 % en 2025. La victoria republicana hace más probables los futuros recortes fiscales, la desregulación, el mayor déficit y el aumento de los aranceles a las importaciones. A medida que las medidas fiscales impacten en la economía, el crecimiento del PIB debería mejorar, hasta el 2,2 % en 2026.

La inflación ha seguido cayendo durante el año, lo que permitió a la Fed iniciar su ciclo de relajación monetaria en septiembre. Sin embargo, es probable que el proceso de desinflación siga siendo lento ante la fuerte demanda, el aumento de la deuda pública y, probablemente, el aumento de los aranceles a las importaciones. Como resultado, esperamos que la inflación se mueva lateralmente, ligeramente por encima del objetivo de la Fed, hasta el 2,4 % tanto en 2025 como en 2026. Esto debería llevar a la Fed a avanzar con precaución su ciclo de relajación monetaria con tres recortes más de tipos de 25 pb., lo que dejaría los tipos Fed Funds en el 3,75-4,00 % a finales de 2025.

La economía de la **zona euro** se está recuperando muy lentamente, principalmente debido a la baja productividad que limita el crecimiento potencial. Mientras que los países periféricos como España e Italia están experimentando un crecimiento por encima de la media, Alemania y Francia se enfrentan al riesgo de estancamiento. De cara al futuro, la solidez del mercado laboral y el aumento de los salarios

reales deberían ser favorables, mientras que el aumento de los aranceles en EEUU y el empeoramiento del conflicto comercial entre EEUU y China amortiguarían la recuperación. Esperamos que el crecimiento del PIB solo se acelere ligeramente hasta el 0,9 % en 2025.

A lo largo de 2024, las presiones sobre los precios han disminuido desde niveles elevados debido a la actividad moderada y a la relajación de los costes energéticos. Esperamos que la inflación se ralentice ligeramente hacia el objetivo del 2 % del BCE en 2025, lo que permitirá al BCE centrarse en políticas que fomenten el crecimiento. Por lo tanto, esperamos que el BCE continúe su ciclo de relajación con cinco recortes, reduciendo su tipo de depósito del 3,25 % actual al 2,00 % a finales de 2025.

En **Japón**, el mayor crecimiento salarial en más de 30 años ha impulsado el consumo privado, sentando las bases para una recuperación económica continua en 2025, cuando esperamos que el crecimiento del PIB alcance un promedio del 1,2 %. La depreciación de la divisa y la sólida demanda interna han aumentado las presiones sobre los precios, y una economía que se está reactivando debería estabilizar la inflación en un 2,0 % en 2025. Esto debería permitir al Banco de Japón normalizar aún más su política, aumentando gradualmente su tipo de interés de 0,25 % a 1,00 % a finales de 2025.

El crecimiento en **China** perdió impulso durante el año a medida que la crisis inmobiliaria y las incertidumbres en las perspectivas de ingresos y empleo amortiguaron el sentimiento en el sector privado. Se necesita un fuerte estímulo contracíclico para proporcionar un impulso duradero a los precios y a la demanda nacional. Además, un aumento de las tensiones comerciales con EEUU podría afectar al crecimiento de las exportaciones. Como resultado, esperamos que el crecimiento del PIB se ralentice hasta el 4,2 % en 2025 y que la inflación permanezca moderada en el 1,3 %.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya a alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en noviembre de 2024.



# Renta Fija: Potencial de rentabilidad

- La visión de “rendimientos más altos durante más tiempo” permanece intacta en EEUU.
- Las rentabilidades en Europa carecen del apoyo de la economía.
- Los diferenciales corporativos alcanzan sus niveles más bajos en décadas.

La continua solidez de la economía estadounidense, junto con las perspectivas de una política favorable al crecimiento de la próxima Administración, ha dado lugar a expectativas de inflación ligeramente superiores. En consecuencia, las rentabilidades a largo plazo han subido recientemente. Una posible reacceleración del crecimiento respaldada por la relajación fiscal y el impacto inflacionista de los aranceles limitaría la relajación de la política monetaria y, potencialmente, elevaría aún más las primas a más largo plazo. Por lo tanto, esperamos que los rendimientos de los **US Treasuries** sigan siendo elevados, superando incluso los niveles actuales puntualmente, ya que los inversores en bonos también permanecen activos (objetivo de rentabilidad a diciembre de 2025 para el Treasury a 10 años: 4,50 %; objetivo de rentabilidad a 2 años: 4,20 %).

Gracias a los importantes avances en la lucha contra la inflación, el BCE ha sido capaz de reducir su tipo de depósito tres veces hasta la fecha. Dado el crecimiento económico poco inspirador de la región, deberían producirse más recortes de tipos, con un ciclo que se espera que sea mucho más profundo que en EEUU. Sin embargo, la posibilidad de aumentar el gasto fiscal dentro del marco de la UE debería compensar la presión sobre los rendimientos de los **Bunds** para mantenerlos a niveles elevados (objetivo de rentabilidad para el Bund a 10 años a diciembre de 2025: 2,20 %; objetivo de rendimiento a 2 años: 1,75 %).

Los **diferenciales italianos** con respecto a los Bunds siguen estrechos a medida que disminuyen las preocupaciones por la sostenibilidad de la deuda. La estabilidad política también ha ayudado, mientras que la economía se está desempeñando mejor que sus homólogas de Europa occidental. Por lo tanto,

esperamos solo un ligero ensanchamiento del diferencial, en gran parte debido a las altas valoraciones.

El **crédito de grado de inversión (IG)** ha disfrutado de una fuerte demanda institucional y de flujos de entrada de fondos. Aunque esperamos que la fuerte oferta de crédito continúe, ya que los rendimientos globales siguen siendo interesantes para los inversores, no vemos ningún potencial de estrechamiento adicional de los diferenciales. En EEUU, los diferenciales están cerca de su nivel más bajo desde 1998, mientras que los diferenciales en el espacio IG del euro no están muy lejos de sus mínimos posteriores a la crisis financiera. Por lo tanto, incluso un ensanchamiento benigno es posible con estas altas valoraciones.

Los atractivos niveles de rendimiento, junto con un retroceso de las preocupaciones por la recesión, han impulsado la demanda de crédito **“high yield” (HY)**. Por lo tanto, los diferenciales se han estrechado a pesar de la fuerte oferta. Al igual que el mercado IG, los diferenciales de los bonos HY estadounidenses están cerca de sus niveles más bajos de los últimos 26 años. Los diferenciales HY en EUR también se negocian a niveles muy caros a pesar de la debilidad de sectores importantes a nivel regional, como el automovilístico. Dado que las probabilidades de impago siguen estando en niveles incómodos, los diferenciales actuales no reflejan los riesgos predominantes y, por lo tanto, deberían ampliarse en el horizonte previsto.

A lo largo de 2024, la **deuda soberana emergente** en divisas fuertes ha experimentado un notable repunte de los diferenciales. Aunque los diferenciales más estrechos podrían persistir debido al escenario de crecimiento y baja inflación, seguimos siendo cautelosos. Los diferenciales actuales ofrecen muy poca protección frente a los riesgos derivados de un entorno comercial global proteccionista, tipos estadounidenses potencialmente más altos y un USD más fuerte. En el caso del **crédito de Asia Pacífico**, creemos que hay margen para que los diferenciales se estrechen solo marginalmente, dado que los niveles de impagos corporativos siguen siendo estables. Sin embargo, el carry sigue siendo atractivo en estos mercados.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya a alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en noviembre de 2024.



# Renta Variable: Positivos pero con volatilidad en 2025

- Posibles recortes fiscales y relajación regulatoria: positivos para la renta variable de EEUU.
- Los sectores orientados al crecimiento, los mejor posicionados para atraer a inversores.
- Teniendo en cuenta los cambios de política económica esperados, se espera volatilidad.

2024 ha resultado ser otro año sólido para la renta variable, con la renta variable de los mercados desarrollados (MSCI World) logrando una rentabilidad de casi el 20 % hasta la fecha. Los sólidos beneficios han proporcionado la base para esta carrera, mientras que las reducidas probabilidades de una posible recesión y los recortes de tipos de interés por parte de la Fed han impulsado el sentimiento de la renta variable en general.

Esta extraordinaria rentabilidad del mercado de renta variable ha sido liderada por EEUU, donde el **S&P 500** ha seguido batiendo récord tras récord. Con recortes fiscales y una posible relajación de la política reguladora en el horizonte, las perspectivas para la renta variable estadounidense siguen siendo positivas. Las medidas de apoyo al crecimiento indicadas por la nueva Administración mantienen nuestra preferencia por sectores que se benefician de este entorno, como tecnología, servicios al consumidor, bienes de consumo discrecional, finanzas y sanidad. Con un crecimiento esperado de los beneficios de casi el 47 %, las empresas de pequeña capitalización también deberían hacerlo bien, junto con sus homólogas de gran capitalización. Nuestra expectativa para el S&P 500 es de 6500 puntos para finales de 2025.

En Europa, el **STOXX Europe 600** ha estado por detrás del S&P 500 en términos de crecimiento de los beneficios. Las preocupaciones por el crecimiento chino, la debilidad del sector automovilístico y la incertidumbre política, especialmente en Francia y Alemania, han afectado al rendimiento y han elevado el descuento de valoración del

STOXX Europe 600 frente al S&P 500 hasta casi el 38 %. De cara al futuro, esperamos un crecimiento de los beneficios de un solo dígito, que, junto con las bajas valoraciones, debería ofrecer unas perspectivas de rentabilidad decentes. Los valores financieros, junto con los industriales y la sanidad, serían nuestros preferidos. Esperamos que el STOXX Europe 600 alcance los 525 puntos a finales de 2025.

En los **mercados emergentes**, seguimos siendo positivos en Asia, dada la expectativa de un crecimiento de los beneficios por acción de dos dígitos. Aunque la India muestra actualmente unas valoraciones excesivas, la vemos como la siguiente frontera de crecimiento y, por lo tanto, compraríamos en potenciales caídas. Además, las empresas del norte de Asia también ofrecen una exposición significativa a la inteligencia artificial. No obstante, un posible fortalecimiento del USD podría proporcionar algunos vientos en contra a los beneficios de la región.

Aunque esperamos rentabilidades interesantes en el mercado de renta variable a lo largo del horizonte previsto, hay que ser cautos. La incertidumbre sigue siendo alta y, por lo tanto, debe esperarse volatilidad. Los aranceles y, lo que es más importante, la reacción de las naciones sujetas a aranceles tendrán ramificaciones para la inflación, el comercio global y el crecimiento, y por lo tanto, para los mercados de renta variable. La política europea y sus implicaciones para la política fiscal también se supervisarán de cerca, especialmente para los mercados de renta variable europeos.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en noviembre de 2024.



# Materias primas: Visión mixta

- Precios del petróleo: en medio de la tensión geopolítica y la incertidumbre sobre la demanda.
- Apoyo al oro como cobertura, y por las compras de inversores minoristas y bancos centrales.
- Los precios del cobre necesitan un cambio de sentimiento.

Los precios del **petróleo** han experimentado recientemente fuertes fluctuaciones a medida que las preocupaciones del mercado se mueven de un lado a otro entre el conflicto de Oriente Medio y el entorno de demanda moderada. Los recientes anuncios de estímulos por parte de China no han logrado aliviar las preocupaciones sobre la demanda de petróleo del país, mientras que la fuerte oferta no perteneciente a la OPEP+, respaldada por la producción récord de petróleo de EEUU se ha añadido a la preocupación. Por su parte, la OPEP+ pospuso por segunda vez su aumento de producción previsto para apoyar los precios. Esperamos que el Grupo continúe prestando su apoyo, al menos periódicamente, para evitar que los precios caigan significativamente. Con respecto a la próxima administración en EEUU, cabe esperar volatilidad en el precio del petróleo. Por un lado, existen riesgos bajistas para el suministro iraní. Por otro lado, los aranceles de EEUU pueden afectar al crecimiento de la demanda de petróleo fuera de este país. En general, creemos que los precios del petróleo reflejan adecuadamente estos riesgos. Mientras tanto, las preocupaciones geopolíticas podrían impulsar puntualmente los precios (objetivo del Brent a diciembre de 2025: 69 USD/barril).

Las emisiones del sector energético europeo han disminuido un 17 % desde el principio del año, ya que la generación de energía a partir de fuentes de combustible no fósiles ha aumentado. Por el contrario, el suministro de derechos de emisión ha aumentado un 5 %. Aunque los precios pueden seguir siendo moderados a corto plazo, esperamos que los precios empiecen a subir gradualmente a medida que las empresas navieras empiecen a entregar derechos de emisión para una parte de sus emisiones a partir del próximo

año. Además, los inversores esperan con ilusión 2026, cuando termine la asignación gratuita para la aviación y los sectores cubiertos por el mecanismo de ajuste de la frontera del carbono verán su asignación gratuita descatalogada.

A finales de octubre, el precio del **oro** había subido de máximo histórico a máximo histórico. Los inversores institucionales habían adquirido el metal precioso como refugio antes de las elecciones estadounidenses. Sin embargo, dado que el resultado de las elecciones se determinó con bastante rapidez y los rendimientos estadounidenses y el USD subieron posteriormente, se produjeron fuertes tomas de beneficios. La perspectiva de una política fiscal expansiva en EEUU y un aumento de los aranceles sobre las importaciones del país apuntan a un aumento de los riesgos de inflación. Muchos inversores institucionales y minoristas también habían comprado oro recientemente ante el fuerte aumento de los niveles de endeudamiento públicos. Es probable que los bancos centrales sigan comprando oro como reserva por motivos de diversificación. Esto podría compensar la disminución de las ventas en la industria de la joyería. Todo este entorno sugiere un aumento de los precios a medio plazo (objetivo para el oro a diciembre de 2025: 2800 USD/oz).

El sentimiento sobre la demanda china sigue siendo un obstáculo para los precios del **cobre**. No obstante, los indicadores de demanda física subyacentes siguen siendo sólidos, ya que el gasto en el cableado de red se encuentra por delante de la tendencia habitual. Desde septiembre la demanda desde instalaciones solares y eólicas ha aumentado en un 45 % y un 18 % anual, respectivamente. La demanda aparente de cobre (producción refinada más importaciones netas menos cambios en los inventarios) también ha cambiado desde junio. Un flujo continuo de medidas de estímulo debería proteger la demanda física. Por otro lado, es probable que el suministro esté bajo presión debido a la disminución de la calidad del mineral (objetivo de cobre a diciembre de 2025: 9:50 USD/t).

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya a alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en noviembre de 2024.



# Divisas: Fortaleza del USD

- El resultado de las elecciones estadounidenses ha provocado un fortalecimiento del USD.
- El JPY se apreciará moderadamente debido al estrechamiento de los diferenciales de rentabilidad.
- El CNY podría sufrir si se intensifica el conflicto comercial con EEUU.

Aunque el EUR alcanzó su máximo de 13 meses frente al **USD** a finales de septiembre, el panorama cambió notablemente en octubre con el aumento de las expectativas sobre una victoria de las elecciones presidenciales por parte de Donald Trump y, especialmente, después de las elecciones de principios de noviembre. Las declaraciones durante la campaña de Trump sobre recortes fiscales y un futuro endurecimiento de la política arancelaria de EEUU, si se aplican, conllevarían el riesgo de un nuevo aumento de la inflación. Como consecuencia, la posibilidad de que la Reserva Federal de EEUU recorte con fuerza los tipos de interés ha ido reduciéndose, y las rentabilidades de los bonos gobierno de EEUU han seguido subiendo.

Por otro lado, los países de la zona euro sufrirían un régimen arancelario más estricto frente a EEUU, y es poco probable que la zona euro pueda seguir el ritmo del dinamismo económico de EEUU en el futuro. Por lo tanto, es probable que las posibles nuevas ampliaciones de los diferenciales de tipos de interés y rentabilidad sigan proporcionando vientos contrarios para el **EUR**, por lo que esperamos que se negocie a 1,02 EUR/USD en diciembre de 2025.

El ciclo de recortes de tipos del Banco de Inglaterra (BoE) puede ser más lento que el de la Fed. La inflación general ya ha caído por debajo del 2 %, pero se espera que aumente de nuevo en los meses de invierno, también debido a los ajustes en los límites de precios de la energía de la OFGEM. La inflación subyacente y la de servicios, así como el crecimiento salarial medio, siguen siendo elevados. Es poco probable que el Reino Unido se vea afectado tan directamente por la política arancelaria de EEUU como la

zona euro. Por lo tanto, es probable que la **GBP** se negocie lateralmente con cierta volatilidad frente al USD y a 1,25 GBP/USD a finales de 2025.

El crecimiento de Japón debería ser fuerte, respaldado por un consumo privado sólido. Las subidas salariales han impulsado el optimismo por un ciclo virtuoso entre los salarios y la inflación, reforzando la confianza del Banco de Japón en la normalización de la política monetaria. Prevemos que el BoJ reanude su normalización gradual de la política con subidas de tipos en 2025. Esto, junto con el ritmo de recortes de tipos de la Reserva Federal, probablemente afectará a la apreciación del **JPY**. En caso de que se produzca un cambio en las expectativas de recortes de tipos de la Fed hacia un ciclo de relajación menos profundo, esto probablemente mantendría una amplia brecha entre los tipos estadounidenses y japoneses, limitando así el margen para la apreciación del JPY. Sin embargo, las divergencias entre la Fed y el BoJ deberían reducir los diferenciales de tipos de interés actuales entre EEUU y Japón, lo que conduciría a una apreciación gradual del JPY frente al USD. Por lo tanto, prevemos que el USD/JPY se situará en 145 a finales de 2025.

Los problemas estructurales, especialmente en el sector inmobiliario, siguen pesando en la economía china. Por lo tanto, China ha anunciado en las últimas semanas una serie de medidas de política monetaria y fiscal destinadas a garantizar un desarrollo económico más dinámico. Recientemente, sin embargo, los mercados financieros han estado algo desilusionados, lo que se ha reflejado en una depreciación moderada del **CNY**. Los resultados de las elecciones estadounidenses también aumentaron la presión sobre el CNY. La amenaza de aranceles en EEUU podría contrarrestar el efecto de los estímulos mencionados anteriormente. Además, los diferenciales de rentabilidad han vuelto a aumentar recientemente y la inflación sigue sin ser un problema en China. Por lo tanto, esperamos vientos contrarios para el CNY con un cambio USD/CNY en 7,45 en diciembre de 2025.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya a alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en noviembre de 2024.



## Apéndice

## Previsiones macroeconómicas

	2024	2025	Consenso 2025 (BBG*)
<b>Crecimiento del PIB (en %)</b>			
EEUU <sup>1</sup>	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
<b>IPC (%)</b>			
EEUU	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
<b>Tasa de paro (%)</b>			
EEUU	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 <sup>2</sup>	5,1	5,0	5,1
<b>Saldo fiscal (% del PIB)</b>			
EEUU	-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 <sup>3</sup>	-13,2	-13,1	-5,0

\*Consenso de Bloomberg. 1 Para EEUU, el crecimiento del PIB en el 4T/4T es del 1,5 % en 2024 y del 2,1 % en 2025. 2 Tasa de desempleo urbano (final del periodo), no comparable con los datos del consenso. 3 El déficit fiscal de China se refiere al aumento del equilibrio fiscal (definición más amplia) del FMI. No es comparable con el 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 a alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en noviembre 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 a alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en noviembre de 2024.



## Apéndice

## Comportamiento histórico

	18.11.2019– 18.11.2020	18.11.2020– 18.11.2021	18.11.2021– 18.11.2022	18.11.2022– 18.11.2023	18.11.2023– 18.11.2024
<b>Evolución</b>					
S&P 500	14,3 %	31,9 %	-15,7 %	13,8 %	30,1 %
STOXX Europe 600	-3,8 %	24,9 %	-11,1 %	5,2 %	10,2 %
MSCI EM	14,8 %	5,5 %	-26,0 %	3,6 %	11,1 %
EURO STOXX 50	-6,0 %	25,9 %	-10,5 %	10,6 %	10,1 %
SMI	2,1 %	18,8 %	-12,0 %	-2,8 %	8,4 %
DAX	0,0 %	22,9 %	-11,0 %	10,3 %	20,8 %
FTSE 100	-12,6 %	13,6 %	1,8 %	1,6 %	7,7 %
MSCI Japan	2,2 %	19,9 %	-4,2 %	22,0 %	13,7 %
MSCI Australia	-6,1 %	11,7 %	-0,9 %	-0,3 %	17,8 %
MSCI Asia ex. Japan	21,4 %	3,3 %	-26,6 %	2,3 %	14,6 %
2-year U.S. Treasury	3,1 %	-0,2 %	-4,9 %	2,6 %	4,9 %
10-year U.S. Treasury	10,2 %	-4,8 %	-15,9 %	-1,5 %	4,0 %
30-year U.S. Treasury	17,8 %	-7,0 %	-32,3 %	-7,6 %	3,7 %
2-year German Bund	-0,5 %	-0,6 %	-5,2 %	1,0 %	3,7 %
10-year German Bund	2,1 %	-1,6 %	-15,5 %	-4,0 %	2,4 %
30-year German Bund	9,8 %	-4,6 %	-41,7 %	-19,1 %	7,5 %
10-year UK Government	3,5 %	-3,4 %	-15,1 %	-1,9 %	1,6 %
2-year Japan Government	-0,2 %	-0,1 %	-0,2 %	0,0 %	-0,5 %
10-year Japan Government	-0,8 %	-0,2 %	-1,0 %	-1,0 %	-1,7 %
EUR vs. USD	7,1 %	-4,2 %	-9,1 %	5,4 %	-3,1 %
USD vs. JPY	-4,4 %	10,0 %	22,8 %	6,7 %	3,4 %
EUR vs. JPY	2,4 %	5,4 %	11,6 %	12,5 %	0,2 %
EUR vs. CHF	-1,4 %	-2,5 %	-6,4 %	-2,0 %	-3,1 %
EUR vs. GBP	4,5 %	-5,7 %	3,3 %	0,7 %	-4,6 %
GBP vs. USD	2,5 %	1,6 %	-12,0 %	4,7 %	1,5 %
USD vs. CNY	-6,6 %	-2,7 %	11,5 %	1,3 %	0,4 %
Oro (oz)	27,4 %	-0,8 %	-5,9 %	13,1 %	30,5 %
Petróleo (Brent Spot, b)	-29,0 %	83,2 %	7,9 %	-8,0 %	-11,6 %
Cobre (tonelada métr.)	22,1 %	34,6 %	-15,6 %	2,9 %	9,5 %

Fuente: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P., LSEG Datastream; Datos a 18 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. Este documento fue elaborado en noviembre de 2024.



## Glosario

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

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

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

Los **beneficios por acción (BPA)** se calculan como los ingresos netos de una empresa menos los dividendos de las acciones preferentes, todos ellos divididos por el número total de acciones en circulación.

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

El **Brent** es el petróleo crudo que se utiliza como referencia en el precio del petróleo.

**CNY** es el código de divisa del yuan chino.

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

**EUR** es el código de divisa del euro, la divisa de la zona euro.

El Índice **EURO STOXX 50** replica la rentabilidad de los blue-chips de la zona euro e incluye a los líderes sectoriales en términos de capitalización bursátil.

El índice **FTSE 100** replica la rentabilidad de las 100 principales empresas que cotizan en la Bolsa de Londres.

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

Una calificación de **grado de inversión (IG)** otorgada por 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.

**JPY** es el código de moneda del yen japonés.

La **London Metal Exchange (LME)** es un centro importante para el comercio de metales industriales.

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

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

El índice **MSCI Asia ex. Japan** está representado por empresas de elevada y mediana capitalización de dos de los tres países más desarrollados (excepto Japón) y ocho países emergentes de Asia.

El **MSCI EM Index** captura la evolución de empresas de capitalización bursátil alta y media de 24 países emergentes.

El **MSCI Japan Index** mide el desempeño de alrededor de 320 acciones grandes y de mediana capitalización, que representan alrededor del 85% de la capitalización de mercado japonés.

La **Oficina de Mercados de Gas y Electricidad (OFGEM)** es un regulador de energía independiente en el Reino Unido.

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+" trae a Rusia y a otros productores.

La **política de control de la curva de tipos (YCC, por sus siglas en inglés)** del Banco de Japón apunta tanto a las tasas a corto plazo como al rendimiento de los bonos del gobierno japonés a 10 años, así como a lograr una tasa de inflación del 2%.

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.



## Glosario

**Republicanos** es la abreviatura del Partido Republicano, uno de los dos principales partidos políticos de 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 índice **S&P 500** incluye 500 empresas líderes de Estados Unidos que capturan aproximadamente el 80% de la capitalización.

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

El **tipo de interés de los Fondos Federales** es el tipo de interés al que las instituciones depositarias prestan a otras instituciones depositarias en el mercado overnight.

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

**USD** es el código de la moneda del dólar estadounidense.

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

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



## Información importante

### General

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

Este material es únicamente para su información y no pretende ser una oferta, ni una recomendación o solicitud de una oferta para comprar o vender cualquier inversión, valor, instrumento financiero u otro producto específico, para concluir una transacción, o para proporcionar cualquier servicio de inversión o asesoramiento de inversión, o para proporcionar cualquier investigación, estudio de inversión o recomendación de inversión, en cualquier jurisdicción, sino que está destinado únicamente con fines informativos. La información no sustituye al asesoramiento adaptado a las circunstancias individuales del inversor.

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

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

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

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

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

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en noviembre de 2024.



## Información importante

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

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

Deutsche Bank AG es una sociedad anónima ("Aktiengesellschaft") constituida con arreglo a las leyes de la República Federal de Alemania, con sede en Fráncfort del Meno. Está registrada en el tribunal de distrito ("Amtsgericht") de Fráncfort del Meno con el número HRB 30 000 y tiene licencia para llevar a cabo actividades bancarias y prestar servicios financieros. Las autoridades supervisoras son el Banco Central Europeo ("BCE"), Sonnemannstrasse 22, 60314 Fráncfort del Meno, Alemania ([www.ecb.europa.eu](http://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](http://www.bafin.de)), y por el Banco Central Alemán ("Deutsche Bundesbank"), Wilhelm-Epstein-Strasse 14, 60431 Fráncfort del Meno ([www.bundesbank.de](http://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 of the UAE Securities and Commodities Authority (en su versión modificada periódicamente).

### Para residentes en Kuwait

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

### Para residentes en el Reino de Arabia Saudí

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

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en noviembre de 2024.



## Información importante

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

### Para residentes en Qatar

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

### Para los residentes en el Reino de Bahrein

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

### Para residentes en Sudáfrica

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

### Para residentes en Bélgica

Este documento ha sido distribuido en Bélgica por Deutsche Bank AG a través de su sucursal de Bruselas. Deutsche Bank AG es una sociedad anónima ("Aktiengesellschaft") constituida con arreglo a las leyes de la República Federal de Alemania y autorizada para ejercer la actividad bancaria y prestar servicios financieros sujeta a la supervisión y el control del Banco Central Europeo ("BCE") y de la Autoridad Federal de Supervisión Financiera alemana ("BaFin"). Deutsche Bank AG, sucursal de Bruselas, también está supervisada en Bélgica por la Autoridad de Servicios y Mercados Financieros ("FSMA", [www.fsma.be](http://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](http://www.deutschebank.be).

### Para residentes en el Reino Unido

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

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

### Para residentes en Hong Kong

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

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

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

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en noviembre de 2024.



## Información importante

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

### Para residentes en Singapur

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

### Para residentes en los Estados Unidos de América

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

### Para residentes en Alemania

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

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

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

### Para residentes en la India

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

### Para los residentes en Italia

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

### Para los residentes en Luxemburgo

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

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en noviembre de 2024.



## Información importante

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

### Para residentes en España

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal es una entidad de crédito regulada por el Banco de España y la CNMV e inscrita en sus respectivos Registros Oficiales con el Código 019. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal sólo puede llevar a cabo los servicios financieros y las actividades bancarias que entran dentro del ámbito de su licencia vigente. El domicilio social en España se encuentra en Paseo de la Castellana número 18, 28046 - Madrid. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 28100, Libro 0, Folio 1, Sección 8, Hoja M506294, Inscripción 2. NIF: A08000614. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal.

### Para residentes en Portugal

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

### Para residentes en Austria

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

### Para residentes en los Países Bajos

Este documento ha sido distribuido por Deutsche Bank AG, sucursal de Ámsterdam, con domicilio social en De 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](http://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.

© 2024 Deutsche Bank AG. Todos los derechos reservados.

Fecha de publicación: 20 de noviembre de 2024

Imágenes: eyetronic (Adobe Stock)

055965 112024