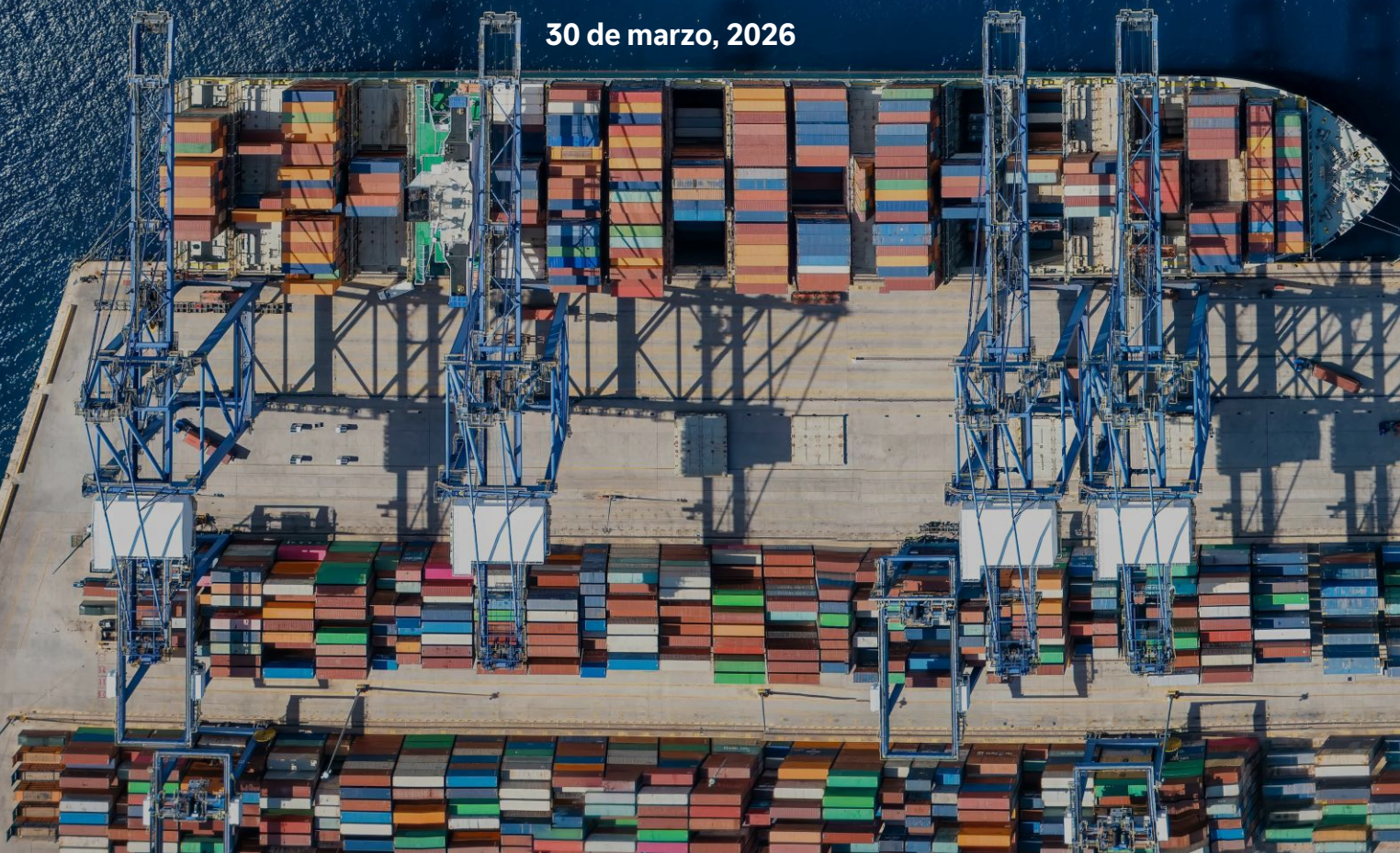




# PERSPECTIVES

## Conflicto de Ormuz: retos para Europa

30 de marzo, 2026





## Contents

Autores:

Dr. Ulrich Stephan  
Chief Investment Officer  
Germany

Ramona Rueckbeil  
Head of Investment  
Strategy for Economics

David Pinto  
Senior Investment  
Strategist

Elena Ahonen  
Investment Strategist

Florian Hartmann  
Investment Strategist

### 01 Subida del crudo ante el cierre del estrecho de Ormuz

### 02 Situación económica europea: actual vs la crisis energética de 2022

### 03 Posibles implicaciones para la inflación y el crecimiento

### 04 Disparidad entre las distintas economías europeas

### 05 Bolsas europeas: de una posición de fortaleza a una reciente venta masiva

### 06 Conclusión – Cómo posicionarse en el entorno actual

Utilice el código QR para  
acceder a una selección de  
otros informes de CIO de  
Deutsche Bank



[www.wealth.db.com](http://www.wealth.db.com)



# 1

## Subida del crudo ante el cierre del estrecho de Ormuz

Desde finales de febrero de 2026, el conflicto entre Irán y EEUU e Israel ha intensificado las tensiones en Oriente Medio. La escalada de este conflicto ha causado perturbaciones en torno al estrecho de Ormuz, volviendo a poner de relieve el riesgo macroeconómico de uno de los pasajes energéticos más vitales del mundo. Si bien el estrecho es una vulnerabilidad estratégica para algunas regiones del mundo, el impacto directo para Europa sigue siendo menor que para otras regiones, ya que la proporción de las importaciones totales de petróleo y gas de la UE que deben atravesar el Estrecho asciende al 12 % en el caso del petróleo y a alrededor del 14 % en el del GNL. Alemania sería la más vulnerable a un aumento permanente de los precios del gas, ya que los niveles de almacenamiento de gas se sitúan actualmente en torno al 22 %, cifra baja para la época del año y por debajo de la media de la UE, pero típica para el final de la temporada de invierno. Por lo tanto, los niveles de almacenamiento alemanes reflejan principalmente las retiradas estacionales, no estrés de la oferta.

El impacto indirecto, vía el repentino aumento de los precios de la energía derivado tanto de las acciones militares como de la mayor incertidumbre geopolítica, representa un aumento estructural que podría conducir a la estanflación en economías europeas clave. Como resultado, los responsables económicos en toda la región se ven obligados a reevaluar la seguridad energética, las balanzas comerciales, las tendencias de inflación y las políticas monetarias.

Los efectos se sienten en toda Europa, pero en diferentes grados de un país a otro en función de su nivel de dependencia energética de Oriente Medio, las menores importaciones debido a instalaciones dañadas o destruidas, acuerdos de precios locales y la capacidad de su gobierno para mitigar los aumentos de precios. El consenso de analistas apunta a que un aumento del 10% en los precios del petróleo subiría la inflación entre 0,1-0,5 p.porcentuales, con un efecto similar en el crecimiento del PIB. Algunos países europeos están mejor equipados para hacer frente a estas perturbaciones gracias a sus fuentes de energía diversificadas; otros siguen estando más expuestos por sus estructuras de importación o a sus limitados recursos fiscales.

# 2

## Situación económica europea: actual vs la crisis energética de 2022

**El contexto económico subyacente para Europa seguiría siendo constructivo, suponiendo que se reanuden plenamente los envíos de petróleo y GNL a través del estrecho de Ormuz a mediados del segundo trimestre.** Estas perspectivas de crecimiento se ven respaldadas por importantes impulsos fiscales de Alemania. Desde la crisis energética de 2022 derivada de la guerra entre Rusia y Ucrania, el crecimiento de Europa ha dado señales de estabilización y el sentimiento se ha ido recuperando. Es más, las empresas también han aprendido a operar en entornos geopolíticos difíciles ya desde los shocks petroleros de la década de 1970 reduciendo la intensidad energética, mejorando las prácticas de cobertura y transmisión e invirtiendo en eficiencia, factores que tienden a amortiguar, aunque no eliminar, el impacto sobre la economía y las ganancias empresariales de los mayores costes de la energía.

**A diferencia de la crisis energética de 2022, en la actualidad Europa se ve afectada principalmente por el aumento de los precios mundiales de la energía en lugar de la escasez inmediata de suministro, aunque algunas plantas petroleras han resultado dañadas.** La interrupción abrupta de estos flujos condujo en 2022 a restricciones directas de la oferta, que afectaron fuertemente a las industrias de alto consumo de energía y desaceleraron drásticamente el crecimiento económico, a pesar de que finalmente se evitó una recesión profunda. En consecuencia, nuestro escenario base para Europa apunta a un aumento transitorio de la inflación y un crecimiento económico más suave, pero aún positivo, en lugar de alteraciones de la oferta y una inflación más duradera como se vio en 2022.



# 3

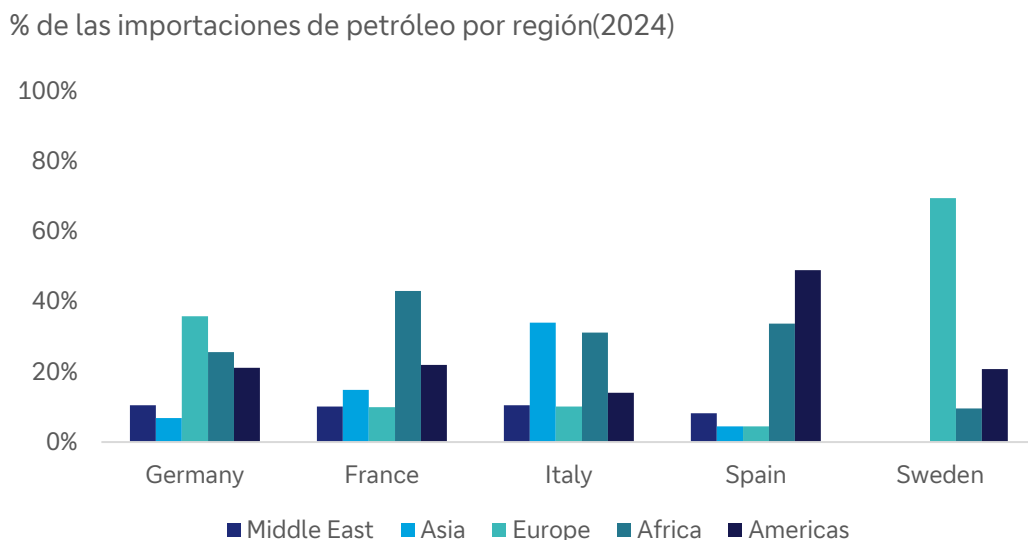
## Posibles implicaciones para la inflación y el crecimiento

**Los envíos de petróleo y gas a través del estrecho de Ormuz podrían reactivarse a un flujo reducido, con una reanudación completa de los envíos a mediados del próximo trimestre.** Es probable que los precios del petróleo se mantengan elevados durante el primer semestre de 2026, seguidos de una posible caída gradual hasta niveles algo más altos que antes de la crisis, mientras que el crecimiento económico en Europa se desacelera moderadamente. Los elevados precios de la energía durante el primer semestre de 2026 reflejarían restricciones temporales de la oferta y primas de riesgo más altas, en lugar de un cambio permanente de los equilibrios energéticos mundiales. A medida que mejore el tránsito por el estrecho, se espera que la presión sobre los precios disminuya progresivamente. Sin embargo, si el estrecho de Ormuz permaneciera cerrado de manera efectiva durante más tiempo, los precios del petróleo probablemente subirían más, mientras que el crecimiento en Europa podría desacelerarse significativamente en medio de mayores riesgos de recesión.

A diferencia la situación al inicio de la crisis energética en Europa en 2022, con una alta dependencia de la región de los suministros de energía rusos, la exposición actual de Europa a Oriente Medio es considerablemente menor. Como se muestra en la figura 1, las importaciones de petróleo desde Oriente Medio representan menos del 10% de las importaciones totales de petróleo de Alemania, Francia, Italia, España y Suecia. Los principales proveedores de petróleo a la región son Noruega y EEUU. En el caso del gas, las importaciones europeas procedentes de Oriente Medio no son significativas, es decir, las proporciones de las importaciones totales de gas de Alemania, Francia, Italia, España y Suecia se sitúan en niveles de un solo dígito, como se muestra en la figura 2. En este contexto, los contratos europeos a largo plazo con proveedores de petróleo y gas fuera de Oriente Próximo contribuyen a evitar una escasez inmediata de suministro y amortiguan parcialmente el aumento inicial de los precios. Por ejemplo, más de la mitad de los contratos europeos de importación de gas natural licuado (GNL) son a largo plazo. Sin embargo, a medio plazo, los mayores precios del petróleo y del gas repercutirán en la demanda europea.

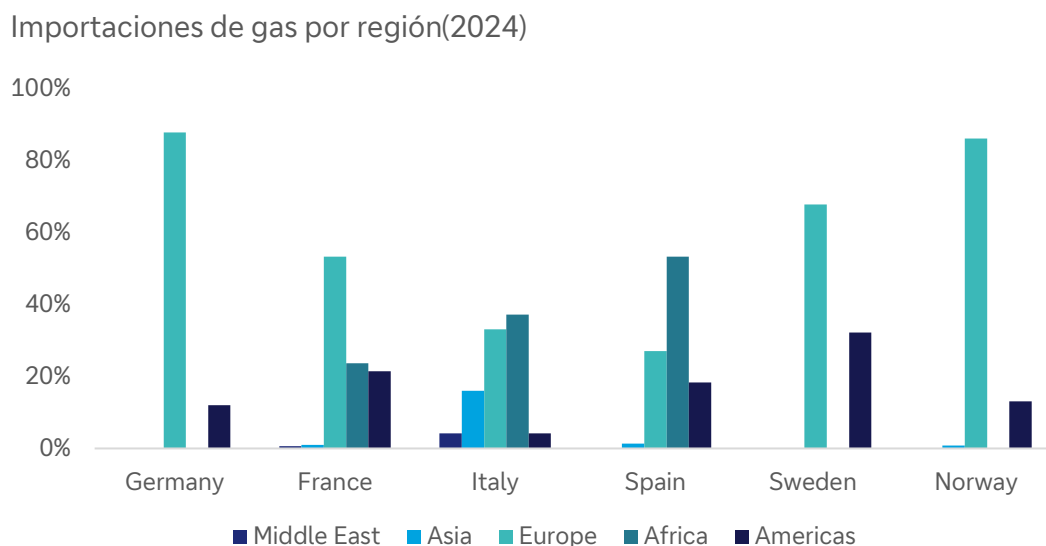


**Figura 1: Importaciones de petróleo por región: exposición limitada a Oriente Medio**



Fuente: Harvard Growth Lab, Deutsche Bank AG. Datos a 26 de marzo, 2026.

**Figura 2: Importaciones de gas por región: Oriente Medio desempeña un papel menor**



Fuente: Harvard Growth Lab, Deutsche Bank AG. Datos a 26 de marzo, 2026.



La principal vulnerabilidad macroeconómica de Europa se debe al aumento de los precios de la energía, que frena el consumo al actuar como un impuesto a los hogares y las empresas. Según Eurostat, la UE todavía importaba el 57% de su energía en 2024, y el petróleo y los productos derivados del petróleo representaban alrededor de dos tercios de estas importaciones de energía. Por lo tanto, los aumentos de los precios mundiales del petróleo tienen un impacto directo en los precios al consumidor y el poder adquisitivo europeos. Como se muestra en la figura 3, los contratos swap de un año vinculados a la inflación –contratos de seguro que reflejan las expectativas de inflación implícitas en el mercado– indican que los inversores están descontando un aumento notable de la inflación en los próximos doce meses. Además, las expectativas de inflación implícitas en el mercado a más largo plazo, medidas por los swaps vinculados a la inflación a 5 años, han aumentado, aunque el aumento ha sido más limitado. Es importante destacar que estas expectativas de inflación implícitas en el mercado, aunque en aumento, siguen estando muy por debajo de los niveles observados durante la crisis energética de 2022. Además, los tipos swap vinculados a la inflación tienden a exagerar la inflación realizada, ya que incorporan primas de riesgo de inflación y efectos de liquidez. Según el Banco Central Europeo (BCE), se espera que la inflación se acelere al 2,6% en 2026 y que disminuya al 2,0% en 2027. En nuestra opinión, las expectativas de inflación deberían empezar a relajarse si se reabre totalmente el estrecho de Ormuz. Por lo tanto, lo más probable es que el aumento de la inflación sea temporal, no permanente, principalmente en la tasa general, con algún contagio en la inflación subyacente. A corto plazo, el aumento de los precios de la energía puede aumentar la inflación general a través del impacto directo e inmediato de un petróleo y un gas más caros en los precios al consumidor de combustible y electricidad. Se espera que los efectos de segunda ronda -donde los costes más altos de la energía conducen a aumentos de precios más amplios a través de salarios, servicios y empresas que aumentan los precios para proteger los márgenes- sigan siendo limitados. En consecuencia, la inflación subyacente aumentaría sólo modestamente, reforzando la opinión de que el impulso inflacionista refleja un aumento temporal de la energía en lugar de un ciclo inflacionista autosostenido.

**Figura 3: Aumentan las expectativas de inflación en la Eurozona implícitas en el mercado**



Fuente: LSGE Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 26 de marzo, 2026.



Esperamos que el impacto sobre el crecimiento económico europeo sea negativo, pero contenido. El aumento de los precios de la energía lastra el consumo, limita el poder adquisitivo de los hogares y amortigua la demanda. Sin embargo, el efecto debe seguir siendo manejable, si la interrupción no se convierte en una escasez de energía sostenida. El crecimiento se ralentiza, pero evita una fuerte desaceleración en nuestro escenario base. El consenso ha revisado a la baja sus pronósticos de crecimiento económico de la Eurozona para 2026 en alrededor de 0,2 p.porcentuales, hasta el 1,2%, mientras que se han observado pocos cambios para 2027. Varios analistas también pronostican un menor crecimiento económico (del 1,0- 1,1% para 2026). Según sus estimaciones más recientes de marzo de 2026, el personal técnico del Banco Central Europeo considera que el crecimiento del PIB real de la zona del euro será del 1,3 % en 2026 en su escenario de referencia, que se llevó a cabo utilizando los precios de las materias primas en la fecha límite del 11 de marzo de 2026. Estas previsiones, así como la opinión del consenso, se basan en el supuesto de una reanudación del transporte a través del Estrecho de Ormuz en las próximas dos semanas.

### **La política monetaria europea puede volverse más cautelosa, con un claro cambio en la función de reacción del banco central**

El BCE sigue vigilando continuamente el riesgo de que se produzcan nuevas presiones inflacionistas. Si bien antes del conflicto de Oriente Medio los mercados esperaban que el BCE mantuviera sus tipos estables en 2026, los mercados de swaps actualmente están descontando tres alzas de tipos de 25 puntos básicos (pb) para fines de 2026. Si el estrecho de Ormuz se reabriera a mediados del segundo trimestre, los mercados podrían reevaluar rápidamente sus expectativas de alza de tipos.

Las rentabilidades de los bonos a largo plazo deberían mantenerse elevados inicialmente antes de caer una vez que las expectativas de alzas de tipos del BCE puedan desvanecerse. Los rendimientos a largo plazo han aumentado desde el cierre del estrecho de Ormuz ante las mayores expectativas de inflación, con las rentabilidades de los Bund alemanes a 10 años subiendo en más de 25 pb., hasta el 2,9%. Los rendimientos a largo plazo deberían mantenerse altos a corto plazo debido a la preocupación por la inflación, pero comenzar a disminuir a medida que los mercados recuperen la confianza en que el BCE podría mantener los tipos sin cambios a lo largo del año una vez que las presiones inflacionistas disminuyan o implementar solo alzas menores en los tipos. Esto dependería de la rapidez con que la situación se normalice en el estrecho de Ormuz. Al mismo tiempo, como por ahora no se espera ninguna contracción económica, dada la naturaleza transitoria de los shocks energéticos, no se espera que se materialice la clásica “fuga hacia refugio” que hace que los rendimientos a largo plazo sean más bajos. Esta visión está respaldada por las rentabilidades de los bonos estadounidenses a corto plazo observadas recientemente, que aumentan más rápido que las rentabilidades a largo plazo, lo que indica mayores presiones inflacionistas y expectativas de que la Fed retrase sus bajadas de tipos en lugar de evitar el riesgo de una recesión inminente. En caso de que se produzca una mayor escalada del conflicto, las rentabilidades podrían en último caso caer a medida los mercados valoren más los riesgos sobre el crecimiento, incluso llevando a una inversión de la curva de tipos gobierno, señal de crecientes riesgos de recesión.

### **La política fiscal sigue apoyando**

Además del estímulo fiscal existente, los gobiernos están evaluando si se necesita apoyo fiscal a corto plazo para ayudar a los países a hacer frente al aumento de los costes de la energía. En general, el crecimiento de la eurozona sigue respaldado por la política fiscal expansionista alemana, incluido el gasto en el marco del paquete de financiamiento especial “Sondervermoegen”.



### **Los activos de riesgo europeos han tenido un desempeño inferior al esperado, pero podrían recuperarse a medida que los inversores miren más allá del corto plazo**

Si los flujos a través del estrecho de Ormuz se recuperan gradualmente en las próximas semanas, es probable que los mercados se centren cada vez más en la expectativa de que el aumento sea temporal. La atención de los inversores se desplazaría gradualmente hacia los fundamentos macro y micro subyacentes. A medida que disminuya la incertidumbre relacionada con la energía, los inversores podrían volver a centrarse en los factores específicos a nivel de empresa, como el gasto de capital y la situación específica de cada sector. La mayor percepción de riesgo podría desvanecerse a medida que mejore la confianza en la normalización del suministro de energía. El EUR podría fortalecerse modestamente frente al USD a medida que disminuyan los riesgos energéticos.

En caso de que el estrecho de Ormuz permanezca cerrado hasta bien entrado el segundo trimestre, el impacto adverso en la economía europea podría ser más pronunciado. El deterioro prolongado de uno de los puntos de energía más críticos del mundo podría conducir a un marcado endurecimiento de las condiciones mundiales de suministro de petróleo. En este caso, los inversores pondrían cada vez más precio no sólo a la escasez física sino también a las primas de riesgo geopolítico sostenidas, empujando los precios del petróleo a un rango materialmente más alto.

Los efectos inflacionistas de segunda ronda podrían volverse cada vez más probables, y los riesgos de una desaceleración económica podrían aumentar. Las empresas enfrentarían presiones sostenidas sobre los costes y podrían comenzar a trasladar mayores precios de los insumos a los consumidores, mientras que las negociaciones salariales podrían comenzar a reflejar expectativas de inflación elevadas. En consecuencia, la inflación subyacente podría aumentar de manera más significativa que en el escenario base, desdibujando la distinción entre un aumento temporal de la energía y un proceso inflacionista más persistente. La combinación de altos precios de la energía y caída de la confianza, con un impacto significativo tanto en el consumo como en la producción industrial, transformaría el aumento del petróleo en un evento que amenazaría el crecimiento, aumentando el riesgo de recesión en Europa. En su escenario adverso más grave, el BCE esperaría un aumento persistente de los precios de la energía y efectos de segunda vuelta en la economía, con una aceleración de la inflación al 4,4% en 2026 y al 4,8% en 2027, mientras que el PIB real crecería al 0,4% en 2026 y al 0,9% en 2027.

## **Disparidad entre las distintas economías europeas**

### **Alemania**

Alemania está estructuralmente expuesta a mayores precios de la energía porque su economía es intensiva en manufacturas, y las manufacturas suelen depender más de la energía que los servicios. Según la Oficina Federal de Estadísticas de Alemania (Destatis), la industria manufacturera representa alrededor del 20% del valor añadido bruto alemán, muy por encima del de España (donde solo representa alrededor del 12% del PIB). Esta diferencia es importante con respecto a los shocks de precios de la energía porque los sectores industriales tienden a experimentar mayores costes de energía a través de múltiples capas: uso directo de combustible y electricidad, insumos de alto consumo de energía (productos químicos, metales) y mayores costes de transporte/logística en todas las cadenas de suministro. El aumento de los precios de la energía también frena el consumo al reducir directamente el poder adquisitivo de los hogares, lo que supone un lastre para el PIB. El gasto en consumo final representa alrededor del 75% del PIB alemán.

4



**Las exportaciones representan una gran parte de la economía alemana, lo que hace que el crecimiento sea más sensible a las condiciones externas como el aumento de los precios de la energía.**

Las exportaciones alemanas de bienes y servicios representan alrededor del 40% del PIB. En la práctica, esto significa que Alemania enfrenta una doble exposición: mayores costes en el país y una demanda potencialmente más suave en el extranjero si un aumento de la energía desacelera la actividad global. Además, la combinación de exportaciones de Alemania está fuertemente concentrada en bienes industriales, lo que refuerza la sensibilidad a los precios de la energía. Como se muestra en la figura 4, los productos químicos, los automóviles y la maquinaria representaron aproximadamente la mitad de las exportaciones alemanas en 2024. No se trata sólo de sectores de gran consumo de energía, sino también de sectores en los que los márgenes y la competitividad pueden ser sensibles a perturbaciones sostenidas de los costes.

Las perspectivas de crecimiento para Alemania en 2026 se han relajado por la interrupción del Estrecho de Ormuz. El consenso de analistas espera actualmente un crecimiento del PIB alemán del 1% para 2026, por debajo del 1,5% que se esperaba antes de la interrupción del estrecho de Ormuz. Si el cierre persistiera más allá de la segunda mitad del segundo trimestre, podría ver revisiones a la baja significativas en el crecimiento de 2026, y algunos analistas apuntan incluso al estancamiento en 2026.

### Francia

Es probable que la transmisión del aumento del precio de la energía a la economía francesa sea más lenta que en Italia debido a su combinación energética. En los últimos diez años, Francia ha reducido su dependencia del petróleo y el gas natural en la producción de electricidad. Como resultado, la participación del petróleo, otros productos derivados del petróleo y el gas natural en su producción de electricidad se mantuvo en el 7%. Casi dos tercios de la generación de electricidad se alimentaba con energía nuclear (64,5 %) y el 26,6 % procedía de fuentes renovables. Como resultado, es probable que la transmisión de la escasez de suministro de combustibles fósiles y el aumento de los precios de la energía tarde en llegar a los hogares y las empresas francesas por un incremento de los precios mayoristas de la electricidad.

Sin embargo, el gas, el petróleo y los productos derivados del petróleo todavía representaban alrededor del 44% del mix energético, por lo que, si los precios de la energía se mantienen elevados, los consumidores franceses podrían verse afectados por efectos inflacionistas de segunda ronda. La proporción de las importaciones francesas de petróleo y gas procedentes de Oriente Medio en las importaciones totales de petróleo y gas es baja, situándose en torno al 10 % para el petróleo y el 0,6 % para el gas. En comparación con Italia y Alemania, las empresas francesas están relativamente menos expuestas en su demanda externa al aumento de la energía. El peso de las exportaciones en el PIB de Francia se sitúa en torno al 33%, muy por debajo del 40% de Alemania y ligeramente por debajo del 37% de España. Como se muestra en la figura 4, la estructura de las exportaciones de Francia también difiere de la de Alemania, con una proporción de bienes que consumen mucha energía, como maquinaria y vehículos, alrededor de un tercio más baja. Esta composición ayuda a explicar por qué el consenso del mercado espera que el crecimiento de las exportaciones francesas alcance el 2,5% en 2026, manteniéndose estable en términos generales a pesar del actual aumento de los precios de la energía, acelerándose desde el 1,6% en 2025. Al mismo tiempo, el déficit presupuestario de Francia, uno de los más altos de la zona euro, limita el margen del gobierno para introducir medidas adicionales de apoyo fiscal. Hasta el 30 de marzo, no se han anunciado nuevos subsidios para hogares o empresas. Por lo tanto, si bien se espera que el impacto directo del aumento de la energía se contenga inicialmente, las perspectivas económicas generales siguen siendo modestas. Las previsiones de consenso apuntan a un crecimiento del PIB del 1,0 % en 2026 y del 1,1 % en 2027, aunque una crisis más duradera o más grave aumentaría el riesgo de revisiones a la baja.



## España

En cierta medida, España está menos expuesta que Alemania, principalmente porque su economía está más orientada a los servicios y, por lo tanto, consume menos energía. Los datos de Destatis muestran que el peso del sector manufacturero en la economía española se situó en el 12% del valor añadido bruto en 2024, mucho menor que el 20% de Alemania e inferior al 17% de Italia. Los servicios desempeñan un papel más importante en España. Esta diferencia estructural supone que el canal de "amplificación industrial" -donde los precios más altos de la energía exprimen los márgenes de la industria pesada e impactan en la inversión y el empleo- es menor en España, aunque todavía es bastante importante. Sin embargo, el aumento de los precios de la energía influye significativamente en el consumo, ejerciendo una presión a la baja sobre el PIB. El consumo total de hogares y gobierno representa alrededor del 75% del PIB español.

A nivel externo, la exposición de España es importante, pero es menor en la industria manufacturera que la de Alemania, lo que ayuda a explicar la relativa capacidad de resistencia potencial. La participación de las exportaciones de España en el PIB es cercana al 37% (según Eurostat, que refleja las exportaciones por sí solas, no el saldo exterior neto después de las importaciones), significativa, pero por debajo del 40% de Alemania. Y si bien España exporta productos industriales, su sensibilidad macro se ve moderada por el menor peso manufacturero en la economía nacional, por lo que el impacto tiende a ser más contenido a menos que una interrupción efectiva más prolongada del Estrecho de Ormuz desencadene una desaceleración del crecimiento europeo y global más amplia. Asimismo, como se muestra en la figura 4, los sectores de gran consumo de energía representan alrededor del 30 % del total de las exportaciones españolas, considerablemente menos que el porcentaje de las exportaciones industriales en relación con las exportaciones totales de Alemania, Italia o Suecia.

Las perspectivas de crecimiento para España en 2026 se han relajado, pero siguen siendo más positivas que las de sus homólogos europeos. El consenso espera actualmente un crecimiento del PIB español del 2,3% para 2026. Si una interrupción efectiva del estrecho persiste más allá de mediados del segundo trimestre, España también podría ver revisiones a la baja significativas de sus previsiones de crecimiento de 2026, hasta un crecimiento anual más cerca del 1%. En este escenario más adverso, la demanda externa de turismo de otros países de la UE también se debilitaría. Con alrededor del 12% de la fuerza laboral de España empleada en el sector turístico, una desaceleración de esta actividad afectaría al empleo y, a través de un menor consumo de los hogares, se traduciría en un lastre para el PIB.

## Italia

La alta dependencia de Italia de los combustibles fósiles importados deja a la economía expuesta a la inflación de los precios de la energía. En 2023, el gas y el petróleo representaban cerca del 70% del mix energético total de Italia y aproximadamente la mitad de los insumos utilizados para la generación de electricidad. Si bien Italia importó solo alrededor del 10% de su crudo de Oriente Medio en 2024, es probable que los precios más altos de la energía se trasladen rápidamente a la economía real a través de los costes de los alimentos, lo que afectaría a los hogares y las empresas. Durante la crisis de 2021-2022, los hogares italianos se encontraban entre los más expuestos de la zona del euro. Es probable que los precios más altos de la energía reduzcan la renta real disponible de los hogares italianos, lo que afectaría el consumo agregado. El gobierno italiano está considerando introducir medidas fiscales para proteger a los hogares del aumento inicial del precio de la energía.

Una interrupción más prolongada del estrecho de Ormuz haría subir los costes de energía y electricidad para los productores italianos, especialmente en las industrias de alto consumo de energía, lo que potencialmente reduciría los márgenes y amortiguaría el sentimiento de inversión. Las crisis anteriores muestran que las perturbaciones.



del mercado del gas repercuten rápidamente en los precios de la electricidad y aumentan la incertidumbre de las empresas en materia de precios. Esto podría debilitar la competitividad internacional de los exportadores que dependen de la energía, mientras que los de los segmentos de menor consumo de energía se verían menos afectados. Italia es una economía orientada a la exportación, ya que las exportaciones representaron el 32,2 % del PIB en 2025, y las exportaciones de bienes se concentran en sectores de gran consumo de energía, como la maquinaria y la agricultura, (véase figura 4), donde el aumento de los costes de los insumos puede comprimir los márgenes.

En general, los mayores costes de los insumos, la mayor incertidumbre y la dependencia estructural de Italia de las importaciones de petróleo y gas sugieren que tanto la rentabilidad de los productores como la competitividad de los precios de los exportadores podrían verse bajo presión si los mercados energéticos globales se vuelven a ajustar. Actualmente, el consenso espera un crecimiento del PIB del 0,8% para 2026, y algunos analistas proyectan incluso niveles negativos si la interrupción del estrecho de Ormuz persiste hasta bien entrado el segundo trimestre de 2026.

Es probable que los bancos italianos sigan siendo resilientes porque los ingresos netos por intereses se ven respaldados por un fuerte crecimiento de los depósitos y elevadas rentabilidades de los bonos, los márgenes de las comisiones no se enfrentan a presiones inmediatas, la rentabilidad sigue mejorando, las posiciones de capital son robustas y la calidad de los activos no muestra signos de deterioro.

#### **Suecia y Noruega**

Es probable que el aumento persistente de los precios de la energía acelere la inflación tanto en Suecia como en Noruega. Algunas estimaciones sugieren que un aumento del 10% en los precios del petróleo podría conducir inicialmente a un aumento de 10 p.p. en la inflación para Noruega y un aumento de 15 p.p. para Suecia debido a los precios más altos del combustible en ambas economías. A pesar de esto, la resiliencia económica de los dos países a los elevados precios mundiales del gas y el petróleo es muy diferente. En términos generales, los países no dependen del gas natural para su producción de energía, ya que representa alrededor del 1,5% del mix energético utilizado para la generación de electricidad en cada país.

Como exportador neto de gas y petróleo, es probable que Noruega se beneficie del aumento de los precios de la energía a través de una mayor demanda de sus exportaciones de petróleo y gas, que representan más del 50 % de sus exportaciones de bienes, impulsando los sectores «relacionados con el petróleo» en alta mar y, finalmente, produciendo efectos de contagio en los sectores «no petroleros» continentales. Según algunos analistas, en un escenario muy severo en el que los precios del petróleo se mantengan por encima de 100 USD/b durante más de un año, el crecimiento del PIB continental noruego podría verse incrementado hasta un 1%, aunque presiones de inflación significativamente más altas afectarían la actividad económica. Además, es probable que los hogares estén relativamente menos expuestos al aumento inicial del crudo. Los subsidios a la electricidad del gobierno ayudarían a amortiguar el impacto del aumento de los precios de la energía, mientras que la corona noruega generalmente se aprecia cuando aumenta la demanda de petróleo, compensando en parte la inflación importada y reduciendo el traspaso a los precios al consumidor. La experiencia de Noruega durante el período de precios elevados de la energía en 2022 sugiere que estos factores mitigadores pueden limitar el impacto en la inflación y el poder adquisitivo de los hogares.

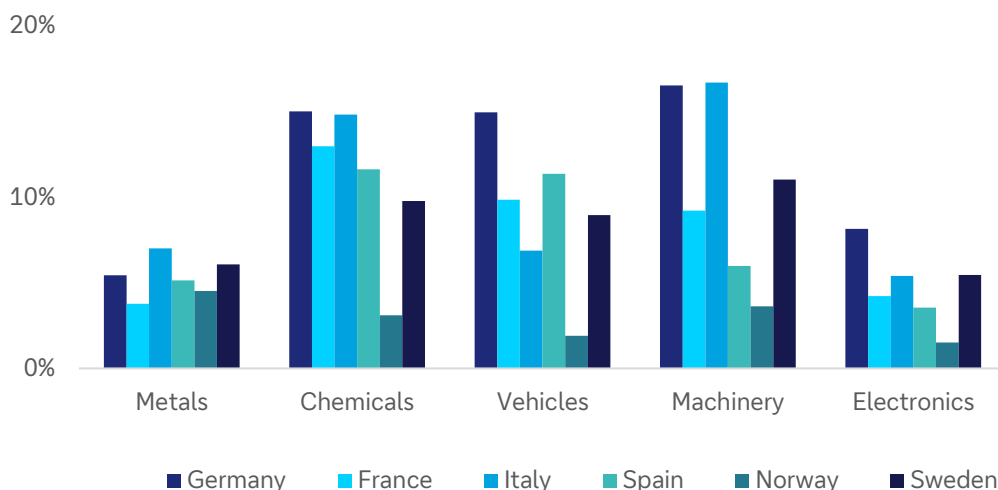
Suecia, por otro lado, se encuentra en una posición mucho más vulnerable frente a un aumento del precio de la energía. En Suecia, el efecto de traspaso de la inflación a la economía real sería más rápido que en Noruega. A doce meses, un aumento del 10% en los precios globales de la energía podría resultar en un aumento de hasta 20 p.p. en



la tasa de inflación subyacente según las elasticidades calculadas por el Riksbank. El aumento de los precios de la energía también plantearía un riesgo a la baja para el crecimiento de Suecia, que depende de la recuperación esperada tanto de la demanda externa –especialmente de la eurozona- como de la demanda interna. Como economía orientada a la exportación, con exportaciones que representaron el 53,2% del PIB de en 2025 y un gran sector manufacturero intensivo en energía, los exportadores suecos también se ven directamente afectados por las alzas de los precios del petróleo. El gobierno impulsará la demanda interna con estímulos fiscales este año, como se anunció el otoño pasado. Durante el período de inflación energética de 2022-2023, la disposición de los hogares a consumir disminuyó un 2,5%. Según las estimaciones de algunos analistas, un aumento del 10% en los precios del petróleo con respecto a los niveles previos al conflicto podría reducir el crecimiento del PIB de Suecia en 20 p.p. en los próximos dos años.

#### Figura 4: Los sectores exportadores de Alemania e Italia están más expuestos a los mayores precios de la energía

Peso del sector de gran consumo energético en las exportaciones totales (%) en 2024



Source: Harvard Growth Lab, Deutsche Bank AG. Datos a 30 de marzo, 2026.

# 5

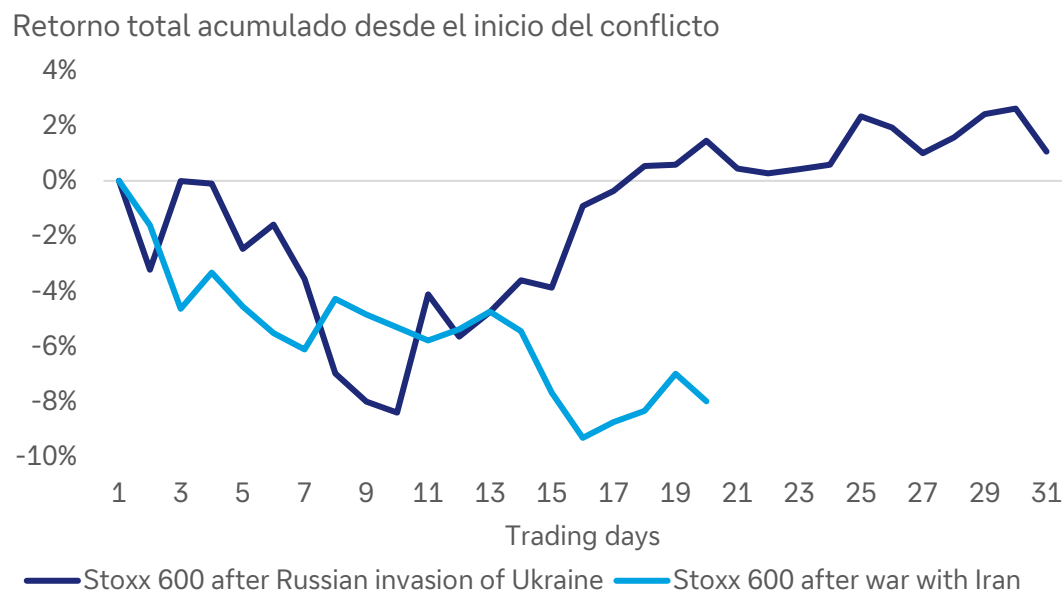
## Bolsas europeas: de una posición de fortaleza a una reciente venta masiva

El reciente aumento del petróleo relacionado con Irán ha detenido el mejor desempeño de las acciones de Europa frente a EEUU, lo que subraya su mayor sensibilidad a las tensiones en Oriente Medio dada su estructura importadora de energía y su mercado de acciones expuesto a nivel mundial. El aumento resultante de la volatilidad desencadenó una venta masiva, en la que las acciones europeas devolvieron sus ganancias en lo que iba de año. Si bien esto representa un viento en contra a corto plazo e inyecta incertidumbre en los mercados, las acciones europeas entraron en el año desde una posición de fortaleza. Si los efectos sobre el crecimiento siguen siendo manejables, mejora la visibilidad de los flujos de energía y se estabiliza la trayectoria del conflicto, se limitaría el riesgo de una caída sostenida del mercado, permitiendo a los inversores volver a centrarse en los fundamentos económicos.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en marzo de 2026.



**Figura 5: Las acciones europeas se hacen eco en gran medida del patrón de 2022, con algunas divergencias**



Fuente: LSGE Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 26 de marzo, 2026.

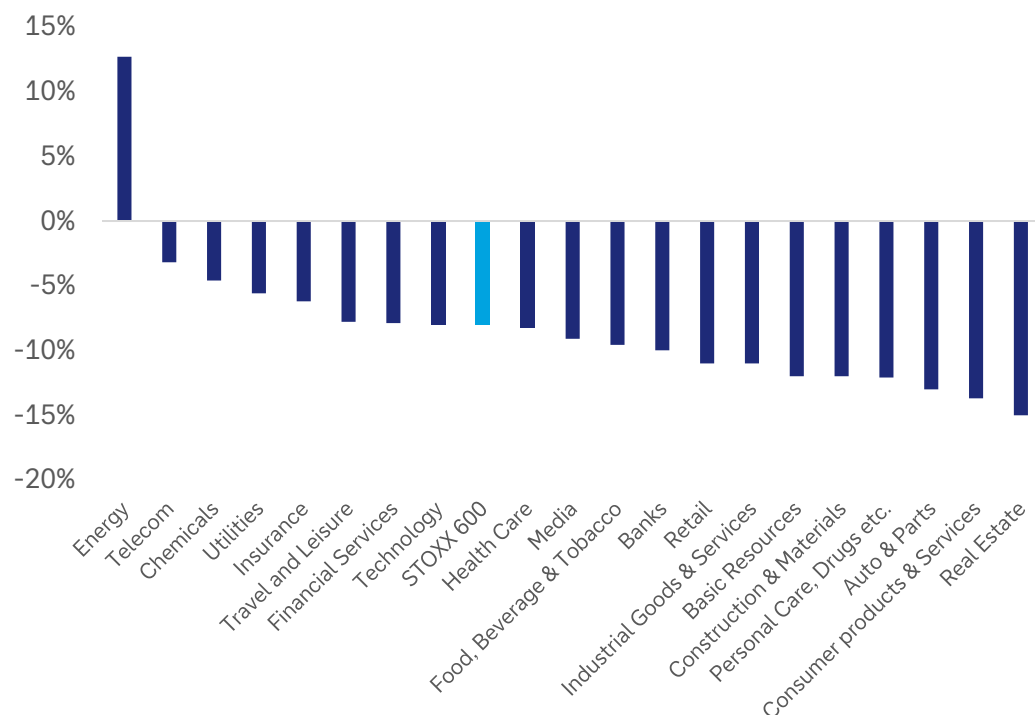
Como se muestra en la figura 5, los mercados de valores absorbieron el aumento inicial de los precios de la energía en 2022 con relativa rapidez. El desempeño actual ha comenzado a mostrar una dinámica similar, y el último retroceso sugiere que una parte significativa del riesgo asociado ya puede reflejarse en los precios de las acciones. El aumento de los precios del petróleo afecta principalmente a Europa a través de mayores costes de los insumos y un impulso inflacionista temporal, que puede afectar a la actividad real. Dicho esto, el impacto en las ganancias podría ser más contenido. Si las empresas pueden aumentar los precios en línea con los costes de los insumos, las ganancias nominales podrían mantenerse incluso si la actividad real se desacelera. Esto, sin embargo, dependería de la salud de los consumidores no sólo en Europa, sino también en EEUU y Asia, donde las empresas europeas tienen una huella significativa. Más de la mitad de los ingresos de las empresas europeas que cotizan en bolsa se generan en el extranjero. Por último, y potencialmente lo más importante, el aumento de las ganancias en el sector energético podría ayudar a mitigar el impacto negativo a nivel del índice. En línea con eso, en 2022, las ganancias agregadas de STOXX 600 aumentaron más del 20% a pesar de un aumento significativo de la inflación.

A nivel sectorial, es probable que la presión inmediata sobre los ingresos se concentre en las actividades relacionadas con el transporte, con las compañías aéreas particularmente expuestas, dados que cerca de una cuarta parte de sus gastos operativos son costes de combustible y la cobertura por parte de la mayoría de las compañías ante un incremento de costes no es completa. La logística se enfrentaría a mayores costes de combustible y posibles retrasos por el desvío de los envíos, mientras que las industrias de alto consumo energético, como las químicas, el acero y de componentes industriales, verían presión en su margen a medida que aumenten los costos de los insumos. Si persisten los elevados precios de la energía, estos efectos podrían ampliarse gradualmente, poniendo a prueba el poder de fijación de precios y los márgenes en una gama más amplia de cíclicos, incluidos el consumo discrecional, partes de los sectores industriales y, en menor medida, los financieros, a medida que se suaviza el impulso del crecimiento.



### Figura 6: Evolución sectorial del STOXX 600 desde el 27 de febrero

La mayoría de los sectores han registrado ventas significativas en las últimas semanas



Fuente: LSGE Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 26 de marzo, 2026.

Por el contrario, la energía y determinados servicios públicos (Utilities) actuarían como refugios naturales, respaldados por precios más altos, rendimientos regulados y mercados finales relativamente estables. En este contexto, los picos del petróleo ponen de relieve una vez más la vulnerabilidad energética de Europa, lo que podría apoyar a las empresas que mejoran la resiliencia energética, en particular determinadas empresas de energía y servicios públicos.

Como se observa en la figura 6, se está produciendo una importante dispersión en el rendimiento a nivel sectorial. No obstante, es posible que los sectores más inmediatamente afectados a nivel de ganancias no vean una conversión uno a uno en el rendimiento de sus acciones. Los riesgos de una desaceleración económica más amplia –que pesaría sobre el crecimiento y el consumo– podrían conducir a una debilidad más generalizada en todos los sectores cíclicos. Mientras persistan las tensiones y los precios de la energía se mantengan elevados, esta divergencia podría continuar. Dicho esto, una mayor visibilidad en torno a una resolución a medio plazo del conflicto podría reducir la incertidumbre en torno a los flujos de energía, permitiendo que los mercados se reenfoquen gradualmente en el fuerte crecimiento fiscal y el crecimiento de las ganancias de dos dígitos. Los sectores cíclicos podrían recuperarse con más fuerza, ofreciendo un potencial alcista a los inversores.

Las acciones europeas parece que seguirán mostrando cierta dispersión en lugar de por una debilidad generalizada. El aumento del petróleo es un factor negativo por los mayores costes de energía y un impulso inflacionista adicional, pero el poder de fijación de precios y las mayores ganancias del sector de energía podría limitar el impacto agregado a nivel de índice.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en 14 marzo de 2026.



La presión inmediata debe seguir concentrándose en los sectores de transporte y energía intensiva, mientras que la energía, los servicios públicos selectivos y otras medidas defensivas podrían ofrecer compensaciones. Una mayor visibilidad de los flujos de energía podría reorientar rápidamente los mercados hacia el apoyo al crecimiento y una recuperación impulsada por los ingresos, reabriendo al alza para los sectores cíclicos. Sin embargo, la duración sigue siendo la variable clave: si la interrupción del estrecho de Ormuz se extiende más allá del primer trimestre, un aumento más persistente de la energía podría debilitar las perspectivas de ganancias, aumentar los costos de los insumos y aumentar la incertidumbre. En consecuencia, el foco actual en los riesgos de inflación podría virar hacia preocupaciones de crecimiento, lo que conduciría a un entorno de mercado volátil y desafiante.

# 6

## Conclusión – Cómo posicionarse en el entorno actual

Desde el punto de vista de la inversión, la consideración principal es navegar por un aumento de la energía con una trayectoria indeterminada. Los resultados finales se verán influenciados significativamente por la duración e intensidad del conflicto, así como por las medidas de política económica implementadas en Washington, Teherán, Riad y Bruselas.

Si bien la dependencia de Europa de las importaciones de petróleo y gas de Oriente Medio es menor que en otras regiones del mundo, los países europeos se ven afectados por el aumento de los precios del petróleo y el gas a nivel mundial, así como por una mayor incertidumbre geopolítica. Mientras que el primero aumenta los precios, la inflación y potencialmente reduce la demanda mundial de productos europeos, el segundo tiene un impacto negativo en el clima de inversión, ya que las decisiones de inversión pueden posponerse o reevaluarse dados los mayores costos y las menores valoraciones que podrían alterar la rentabilidad de las inversiones.

En los próximos meses, se espera que persistan los riesgos de perturbaciones y que aumenten las primas relacionadas con la guerra. Es probable que los precios del petróleo y de los productos refinados se mantengan elevados e inestables. Se prevé una presión sobre las ganancias principalmente entre las aerolíneas, las empresas de logística, las empresas petroquímicas y los cíclicos menos robustos. En cambio, las entidades energéticas, la infraestructura relacionada con el GNL, los servicios públicos seleccionados y las empresas de defensa podrían desarrollarse mejor.

De cara al futuro, la atención se centrará en si las tensiones se alivian a través de negociaciones que ayuden a restablecer el paso por Ormuz. Incluso si el suministro físico vuelve a la normalidad, es probable que los costos de cobertura y seguridad persistan. En esta etapa, los mercados deberían haber tenido en cuenta en gran medida los efectos iniciales sobre las ganancias y es probable que comiencen a centrarse en los impactos posteriores: planes de inversión en seguridad energética, energías renovables e infraestructura, así como las diferencias de competitividad de las economías europeas.



## Glosario

**APAC (Asia-Pacífico)** se refiere a la región geográfica que incluye el este de Asia, el sur de Asia, el sudeste asiático y Oceanía, que es económicamente importante como un contribuyente importante al crecimiento mundial, el comercio y los mercados financieros.

Los **puntos básicos (pb.)** son una unidad de medida utilizada para describir las variaciones de los tipos de interés o de los rendimientos. Un punto básico equivale a una centésima de punto porcentual (0,01%).

**Brent / WTI (West Texas Intermediate)** se refiere a las principales referencias mundiales del petróleo, y WTI refleja principalmente los precios del petróleo de EEUU.

Los **Bunds** son títulos de deuda emitidos por el gobierno federal alemán y se consideran una referencia para las tasas de interés de bajo riesgo en la Eurozona.

El **IPC** (Índice de Precios al Consumidor) mide el cambio a lo largo del tiempo en los precios pagados por los hogares por una cesta representativa de bienes y servicios, es un indicador clave de la inflación.

La **inflación subyacente** se refiere a la inflación que excluye componentes volátiles como los precios de la energía y de los alimentos, lo que proporciona una visión más clara de las tendencias subyacentes de precios.

El **BCE (Banco Central Europeo)** es la autoridad monetaria central de la zona del euro, responsable de fijar los tipos de interés y mantener la estabilidad de precios entre los países miembros.

**EMEA (Europa, Oriente Medio y África)** es una clasificación regional comúnmente utilizada en economía y finanzas para agrupar mercados en Europa, Oriente Medio y África con fines analíticos y comerciales.

La **UE (Unión Europea)** es una unión política y económica de países europeos que opera un mercado interior único y, para la mayoría de los miembros, una moneda compartida.

La **Fed (Reserva Federal)** se refiere al sistema de banca central de Estados Unidos, que lleva a cabo la política monetaria, supervisa a los bancos y busca promover el máximo empleo y precios estables.

La **huida a la seguridad** describe el comportamiento de los inversores en períodos de mayor incertidumbre, en los que el capital se desplaza de los activos percibidos como seguros, como los bonos del gobierno.

El **PIB (Producto Interior Bruto)** representa el valor monetario de todos los bienes y servicios producidos en un país durante un período específico y sirve como una medida amplia de la actividad económica.

La **inflación** mide la inflación general, incluidas todas las categorías, como la energía y los alimentos, y refleja el impacto total de los cambios de precios a los que se enfrentan los consumidores.

Los **swaps vinculados a la inflación** son derivados financieros que permiten a los inversores protegerse o exponerse a la inflación mediante el intercambio de pagos fijos por pagos ajustados a la inflación.

El **FMI (Fondo Monetario Internacional)** es una institución financiera mundial que apoya la cooperación monetaria internacional, la estabilidad financiera y el desarrollo económico entre sus países miembros.

El **GNL (gas natural licuado)** se refiere al gas natural que se ha enfriado a un estado líquido para facilitar su almacenamiento y transporte, desempeñando un papel crucial en el comercio mundial de energía.

El **GLP (gas licuado de petróleo)**, principalmente propano y butano y se produce como un subproducto del refinado de petróleo y el procesamiento de gas natural, comúnmente utilizado para calentar y cocinar.

El **MSCI Index** representa una familia de índices de renta variable utilizados para rastrear el desempeño de los mercados bursátiles o regiones y países específicos a nivel mundial.

El **PPI (Inflación de los precios de producción)** mide los cambios en los precios que reciben los productores por bienes y servicios y a menudo se considera un indicador destacado de la inflación.

La **deflación** se refiere a un aumento de los niveles de precios tras un período de debilidad económica o a medidas de política deliberadas destinadas a estimular el crecimiento económico y la inflación.

La **prima de riesgo** representa el rendimiento adicional que los inversores exigen para compensar el mayor riesgo asociado con inversiones inciertas o volátiles.

La **estanflación** describe un entorno económico caracterizado simultáneamente por una inflación alta, un crecimiento económico débil y un desempleo elevado.

**STOXX 600** es un índice europeo de renta variable que registra el rendimiento de 600 grandes, medianas y pequeñas empresas en múltiples países europeos.

El **estrecho de Ormuz** es un paso marítimo estratégicamente vital que conecta el Golfo Pérsico con los mercados energéticos globales, a través del cual pasa una parte significativa de los envíos mundiales de petróleo y GNL.

El **USD** es la moneda oficial de los Estados Unidos y sirve como la moneda de reserva mundial utilizada para la fijación de precios de las materias primas, el comercio internacional y las transacciones financieras.

La **curva de rendimiento** ilustra la relación entre las tasas de interés y los diferentes vencimientos de los valores de renta fija, que a menudo se utilizan para inferir las expectativas de política económica y monetaria.



Apéndice

**Evolución histórica**

	26.03.2021 - 26.03.2022	26.03.2022 - 26.03.2023	26.03.2023 - 26.03.2024	26.03.2024 - 26.03.2025	26.03.2025 - 26.03.2026
2y US german bonds	-3.3%	-2.2%	-2.2%	0.9%	0.0%
10y US german bonds	-6.7%	-7.6%	-7.2%	-0.4%	0.3%
Stoxx Europe 600	7.2%	-3.0%	15.8%	8.4%	6.3%
Brent	97.2%	-39.4%	17.8%	-15.7%	31.7%
EUR/USD	-6.6%	-2.0%	0.7%	-0.4%	7.1%
Stoxx Europe 600 Basic Materials	17.7%	-8.0%	10.5%	-3.7%	16.4%
Stoxx Europe 600 Basic Resources	35.2%	-17.0%	1.1%	-0.6%	40.1%
Stoxx Europe 600 Chemicals	6.6%	-2.3%	18.9%	-5.3%	-5.2%
Stoxx Europe 600 Financials	9.1%	1.6%	37.2%	38.7%	15.6%
Stoxx Europe 600 Banks	11.5%	8.3%	43.1%	51.6%	29.2%
Stoxx Europe 600 Financial Services	5.7%	-12.4%	34.9%	19.3%	-4.4%
Stoxx Europe 600 Insurance	8.5%	2.2%	29.6%	32.2%	3.9%
Stoxx Europe 600 Real Estate	11.7%	-38.9%	25.1%	-0.9%	1.4%
Stoxx Europe 600 Health Care	21.8%	-0.8%	13.9%	-0.7%	2.1%
Stoxx Europe 600 Industrials	4.3%	1.7%	28.0%	14.7%	8.8%
Stoxx Europe 600 Construction & Materials	6.2%	2.8%	29.9%	11.7%	6.2%
Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Svs.	3.8%	1.4%	27.4%	15.6%	9.5%
Stoxx Europe 600 Technology	1.2%	0.3%	30.4%	-4.0%	-0.6%
Stoxx Europe 600 Telecommunication	5.3%	-4.7%	-0.7%	33.6%	21.4%
Stoxx Europe 600 Utilities	3.7%	3.3%	5.5%	16.5%	36.1%
Stoxx Europe 600 Consumer Discretionary	-4.3%	12.7%	16.6%	-8.4%	-12.5%
Stoxx Europe 600 Automobiles & Parts	-9.6%	13.6%	26.5%	-20.5%	-14.3%
Stoxx Europe 600 Consumer Prod. & Svs.	1.0%	15.9%	7.8%	-9.9%	-15.9%
Stoxx Europe 600 Media	16.1%	3.8%	28.9%	4.2%	-27.7%
Stoxx Europe 600 Retail	-18.7%	5.5%	31.5%	-0.6%	6.1%
Stoxx Europe 600 Travel & Leisure	-22.3%	10.2%	15.9%	-2.9%	3.4%
Stoxx Europe 600 Consumer Staples	10.9%	1.5%	-6.0%	6.5%	-0.4%
Stoxx Europe 600 Food, Beverage & Tobacco	17.2%	-0.7%	-6.7%	3.2%	-0.8%
Stoxx Europe 600 Personal Care, Drug & Grocery Stores	-4.1%	6.7%	-2.5%	16.1%	4.1%
Stoxx Europe 600 Energy	29.2%	7.4%	17.3%	7.7%	47.7%

Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG, Datos a 26 de marzo, 2026

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en marzo de 2026.



## Nota importante

### General

El presente documento no podrá distribuirse en Canadá ni en Japón. Este documento va dirigido exclusivamente a clientes minoristas o profesionales. Este documento es distribuido de buena fe por Deutsche Bank Aktiengesellschaft, sus sucursales (según lo permitido en cada jurisdicción competente), sus empresas afiliadas y sus directivos y empleados (conjuntamente, «Deutsche Bank»). Este material es solo para su información y no pretende constituir una oferta, recomendación ni propuesta de oferta para comprar o vender ninguna inversión, valor, instrumento financiero ni otro producto específico, así como tampoco para concluir una transacción, para prestar ningún servicio de inversión o de asesoramiento sobre inversiones ni para ofrecer ningún estudio, estudio sobre inversiones ni recomendación sobre inversiones en ninguna jurisdicción. Esta información no sustituye un asesoramiento personalizado ajustado a las circunstancias individuales de cada inversor.

Deberán revisarse íntegramente todos los materiales de la presente comunicación.

Si un órgano judicial competente considera que alguna disposición del presente aviso legal es nula de pleno derecho, las restantes disposiciones conservarán sus plenos efectos. El presente documento se ha elaborado a modo de comentario de carácter general sobre el mercado, sin tener en cuenta las necesidades de inversión, los objetivos ni las circunstancias económicas de ningún inversor particular. Las inversiones están sujetas a riesgos de mercado derivados del instrumento o específicos de éste, o bien asociados al inversor en cuestión. Si dichos riesgos se materializasen, los inversores podrían incurrir en pérdidas, entre otras (sin limitación) en una pérdida total del capital invertido. El valor de las inversiones puede subir o bajar y el inversor podría no recuperar la cantidad que invirtió originalmente en cualquier momento dado. En este documento no se identifican todos los riesgos (directos o indirectos) u otros factores a tener en cuenta que podrían ser importantes para un inversor a la hora de tomar una decisión de inversión.

El presente documento, así como toda la información incluida en el mismo, se facilitan «tal cual están» y «según disponibilidad». Deutsche Bank no realiza ninguna manifestación ni ofrece garantías de ningún tipo, ni expresas, ni implícitas ni legales, respecto de ninguna afirmación ni información incluida en este documento o junto con el mismo. En la medida en que lo permita la legislación y las normativas aplicables, la presente no es ninguna declaración en cuanto a la rentabilidad de ningún instrumento financiero o medida económica. Todas las opiniones, las cotizaciones de mercado, las estimaciones, las declaraciones sobre perspectivas de futuro, las hipótesis, los pronósticos sobre resultados u otras opiniones conducentes a las conclusiones financieras incluidas en el presente reflejan la opinión subjetiva de Deutsche Bank en la fecha de este documento. Deutsche Bank no garantiza la exactitud, conveniencia, integridad, fiabilidad, pertinencia o disponibilidad de esta comunicación ni de ninguna información del presente documento, y declina expresamente su responsabilidad por los errores u omisiones que este pueda contener. Las declaraciones sobre perspectivas de futuro implican elementos significativos de carácter subjetivo, así como análisis y cambios de estos, y la consideración de factores diferentes o adicionales podría tener una repercusión importante en los resultados indicados. Por lo tanto, los resultados reales podrían variar, tal vez de manera considerable, respecto a los resultados incluidos en el presente.

A menos que se indique expresamente lo contrario en este documento, todas las opiniones expresadas reflejan la evaluación actual de Deutsche Bank, y pueden ser objeto de modificación en cualquier momento. Deutsche Bank no asume ninguna obligación de actualizar la información que se incluye en el presente documento ni de informar a los inversores sobre la disponibilidad de información actualizada. La información incluida en el presente documento podría sufrir variaciones sin previo aviso y basarse en una serie de supuestos, estimaciones, opiniones, modelos hipotéticos o análisis que, si bien el Banco considera fundamentados en información adecuada, podrían no resultar válidos o correctos, y podrían ser diferentes de las conclusiones expresadas por otros departamentos de Deutsche Bank. Si bien la información incluida en el presente documento se ha recabado de fuentes consideradas fiables, Deutsche Bank no garantiza la integridad, el carácter razonable ni la exactitud de la misma, por lo que no debería confiarse en ella como tal. En el presente documento podrían mencionarse sitios web u otras fuentes externas para comodidad del inversor. Deutsche Bank no asume responsabilidad alguna respecto a su contenido, el cual no forma parte del presente documento. El inversor accederá a tales fuentes externas bajo su responsabilidad. En la medida en que lo permitan las leyes y normativas aplicables, este documento tiene únicamente una finalidad de análisis y no pretende generar ninguna obligación jurídicamente vinculante para Deutsche Bank. Deutsche Bank no actúa ni como su asesor financiero ni en calidad de fiduciario, salvo acuerdo expreso escrito por parte de Deutsche Bank. Previamente a tomar cualquier decisión de inversión, los inversores deben plantearse, con o sin ayuda de un profesional financiero, si las inversiones y estrategias descritas o facilitadas por Deutsche Bank resultan adecuadas considerando las propias necesidades de inversión, objetivos y circunstancias financieras particulares de los inversores, así como los posibles riesgos y ventajas de dicha decisión de inversión. Al tomar una decisión de inversión, los posibles inversores no deberían basarse en este documento sino únicamente en el contenido de la documentación de oferta final relativa a la inversión. Como proveedor internacional de servicios financieros, Deutsche Bank se enfrenta en ocasiones a conflictos de intereses reales y potenciales. La política de Deutsche Bank es adoptar todas las medidas necesarias para mantener y aplicar mecanismos administrativos y organizativos efectivos destinados a identificarlos y gestionarlos. La dirección ejecutiva de Deutsche Bank se encarga de velar por que los sistemas, controles y procedimientos del banco sean adecuados para identificar y gestionar los conflictos de intereses. Deutsche Bank no ofrece asesoramiento fiscal ni jurídico, tampoco en el presente documento, por lo que nada de lo incluido en el mismo debería interpretarse como un asesoramiento sobre inversiones por parte de Deutsche Bank a nadie. Los inversores deben solicitar asesoramiento a sus propios expertos fiscales, abogados y asesores sobre inversiones al considerar las inversiones y estrategias descritas por Deutsche Bank. Excepto notificación en contrario en un caso concreto, los instrumentos de inversión no están asegurados por ninguna entidad gubernamental, ni sujetos a sistemas de garantía de depósitos, y tampoco están garantizados, ni siquiera por Deutsche Bank. Queda prohibida la reproducción o distribución del presente documento sin la autorización expresa por escrito de Deutsche Bank. Deutsche Bank prohíbe expresamente la distribución y cesión de este material a terceros. Deutsche Bank no asume ninguna responsabilidad, de ningún tipo, derivada del uso o la distribución del presente material, ni relativa a ninguna acción emprendida o decisión tomada respecto de las inversiones mencionadas en este documento que el inversor pueda haber realizado o pueda realizar en el futuro.

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

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en marzo de 2026.



## Apéndice

y aplicar disposiciones organizativas y administrativas eficaces para detectar y gestionar esos conflictos.

Deutsche Bank no ofrece asesoramiento fiscal o jurídico, incluido en este documento, y nada en este documento debe interpretarse como que Deutsche Bank proporciona a ninguna persona asesoramiento de inversión. Los inversionistas deben buscar el asesoramiento de sus propios expertos en impuestos, abogados y asesores de inversión para considerar las inversiones y estrategias descritas por Deutsche Bank. A menos que se notifique lo contrario en un caso particular, los instrumentos de inversión no están asegurados por ninguna entidad gubernamental, no están sujetos a sistemas de protección de depósitos y no están garantizados, incluido Deutsche Bank. Este documento no puede ser reproducido o distribuido sin la autorización expresa por escrito de Deutsche Bank. Deutsche Bank prohíbe expresamente la distribución y transferencia de este documento a terceros. Deutsche Bank no asume ninguna responsabilidad derivada del uso o distribución de este documento o de 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 ley o regulación en ciertos países, incluyendo, sin limitación, los Estados Unidos. Este documento no está dirigido a ninguna persona o entidad que sea ciudadano o residente de una localidad, estado, país u otra jurisdicción, ni tiene la intención de distribuirlo o utilizarlo, o que esté ubicada en cualquier localidad, estado, país u otra jurisdicción donde dicha distribución, publicación o uso sea contrario a la ley o regulación o que someta a Deutsche Bank a cualquier requisito de registro o licencia dentro de dicha jurisdicción que no se cumpla actualmente. Las personas en cuyo poder pueda obtenerse este documento deben informarse de dichas restricciones y observarlas. El rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros; nada de lo contenido en este documento constituirá ninguna representación, garantía o predicción en cuanto al rendimiento futuro. Se puede solicitar más información.

Deutsche Bank AG es una sociedad anónima ("Aktiengesellschaft") constituida con arreglo a la legislación de la República Federal de Alemania y 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 ejercer actividades bancarias y prestar servicios financieros. Deutsche Bank AG está supervisado por el Banco Central Europeo ("BCE"), Sonnemannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main, Alemania ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) y la Autoridad Federal de Supervisión Financiera de Alemania ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"), Graueindorfer Strasse 108, 53117 Bonn y Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)), y por el Banco Central Alemán ("Deutsche Bundesbank"), Wilhelm-Epstein-Strasse 14 0431 Fráncfort ([www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)).

Este documento no ha sido presentado ni revisado ni aprobado por ninguna de las autoridades de supervisión mencionadas anteriormente o a continuación.

Este documento fue generado o editado con el apoyo de la inteligencia artificial (IA). Fue revisado por empleados responsables del Chief Investment Office de Deutsche Bank.

### **Para residentes en Emiratos Árabes Unidos**

Este documento es estrictamente privado y confidencial y se distribuye a un número limitado de inversores y no debe proporcionarse a ninguna persona que no sea el destinatario original y no puede reproducirse ni utilizarse para ningún otro propósito. Al recibir este documento, la persona o entidad a la que se ha emitido entendiéndolo, reconoce y acepta que este documento no ha sido aprobado por el Banco Central de los Emiratos Árabes Unidos, la Autoridad de Valores y Productos Básicos de los Emiratos Árabes Unidos, el Ministerio de Economía de los Emiratos Árabes Unidos o cualquier otra autoridad en los Emiratos Árabes Unidos. No se ha realizado ni se realizará ninguna comercialización de ningún producto o servicio financiero desde dentro de los Emiratos Árabes Unidos y ninguna suscripción a fondos, valores, productos o servicios financieros puede o se consumirá dentro de los Emiratos Árabes Unidos. 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.º 2 de 2015 (modificada de vez en cuando) o de otro modo. Este documento solo se puede distribuir a los "inversores profesionales", según se define en el manual de la Autoridad de Valores y Productos Básicos de los Emiratos Árabes Unidos sobre actividades financieras y mecanismo de reconciliación (según se modifique ocasionalmente).

### **Para residentes en Kuwait**

Este documento ha sido enviado a usted a petición propia. Esta presentación no es para circulación general al público en Kuwait. Las inversiones aquí descritas no han sido autorizadas para su oferta en Kuwait por la Autoridad de Mercados de Capital de Kuwait o cualquier otra agencia gubernamental kuwaití pertinente. La oferta de cualquier inversión en Kuwait sobre la base de una colocación privada u oferta pública está, por lo tanto, restringida de conformidad con el Decreto Ley N.º 31 de 1990 y sus reglamentos de aplicación (en su forma enmendada) y la Ley N.º 7 de 2010 y sus estatutos (en su forma enmendada). En Kuwait no se hace ninguna oferta pública o privada de inversiones, y no se celebrará ningún acuerdo relativo a la venta de inversiones en Kuwait. No se están utilizando actividades de mercadotecnia, solicitud o inducción para ofrecer o comercializar inversiones en Kuwait.



## Apéndice

### **Para residentes en el Reino de Arabia Saudí**

Este documento no puede distribuirse en el Reino excepto a las personas que están permitidas por los reglamentos de fondos de inversión emitidos 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 representación en cuanto a su exactitud o integridad, y expresamente renuncia a cualquier responsabilidad de cualquier tipo por cualquier pérdida derivada de, o incurrida en la confianza en, cualquier parte de este documento. Los posibles suscriptores de las inversiones descritas en el presente documento deben llevar a cabo su propia diligencia debida sobre la exactitud de cualquier información relacionada con la misma. Si no entiende el contenido de este documento, debe consultar a un asesor financiero autorizado.

### **Para residentes en Qatar**

Este documento no ha sido presentado, revisado o aprobado por el Banco Central de Qatar, la Autoridad de Mercados Financieros de Qatar, la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Qatar o cualquier otro organismo gubernamental qatarí relevante o bolsa de valores o bajo ninguna ley del Estado de Qatar. Este documento no constituye una oferta pública y está dirigido únicamente a la parte a la que se ha entregado. No se concluirá ninguna transacción en Qatar y se deberán recibir las solicitudes y adjudicaciones fuera de Qatar.

### **Para residentes del Reino de Bahrein**

Este documento no constituye una oferta de venta o participación en valores, derivados o fondos comercializados en Bahrein en el sentido de las Regulaciones de la Agencia Monetaria de Bahrein. Se deben recibir todas las solicitudes de cualquier inversión y se deben hacer asignaciones, en cada caso desde fuera de Bahrein. Este documento se ha preparado con fines de información privada de los inversores previstos, que solo serán instituciones. No se hará ninguna invitación al público en el Reino de Bahrein y este documento no será emitido, transmitido o puesto a disposición del público en general. El Banco Central (BCC) no ha revisado, ni ha aprobado, este documento ni la comercialización de dichos valores, derivados o fondos en el Reino de Bahrein.

### **Para residentes del Líbano**

Al aceptar esta documentación, el Cliente declara por la presente que (i) esta documentación le fue enviada por Deutsche Bank en respuesta a una solicitud no solicitada realizada por él, (ii) tiene o ejecutará cualquier documento asociado con cualquier transacción descrita en este documento (una "Transacción") fuera de la República Libanesa en una jurisdicción en la que sea legal hacer lo mismo, (iii) cualquier Transacción realizada se considerará concluida y registrada fuera de la República Libanesa en una jurisdicción en la que sea legal hacer lo mismo y (iv) ha realizado o realizará cualquier Transacción con un propósito comercial de buena fe y como parte de una política de inversión o gestión financiera sólida, a saber, con el propósito de administrar sus préstamos o inversiones, cubrir sus activos o pasivos subyacentes o en relación con su línea de negocio y no con fines especulativos propósitos ilegales.

Deutsche Bank no ha obtenido la autorización del Consejo Central del Banco Central del Líbano para comercializar, promover, ofrecer o vender ("ofrecido") ningún producto de conformidad con ninguna transacción en el Líbano y por el presente no se ofrece dicho producto en el Líbano.

### **Para residentes de Sudáfrica**

Este documento no constituye ni forma parte de ninguna oferta, solicitud o promoción en Sudáfrica. Este documento no ha sido presentado, revisado o aprobado por el Banco de Reserva de Sudáfrica, la Autoridad de Conducta del Sector Financiero o cualquier otro organismo gubernamental sudafricano relevante o bolsa de valores o bajo ninguna ley de la República de Sudáfrica.

### **Para residentes de 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 la legislación de la República Federal de Alemania y con licencia para ejercer actividades bancarias y prestar servicios financieros sujetos a la supervisión y el control del Banco Central Europeo ("BCE") y de la Autoridad Federal de Supervisión Financiera de Alemania ("BaFin"). Deutsche Bank AG, sucursal de Bruselas, también está supervisada en Bélgica por la Autoridad de Servicios Financieros y Mercados («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 obtenerse más información a petición o en [www.deutschebank.be](http://www.deutschebank.be).

### **Para residentes del Reino Unido**

Este documento es una promoción financiera como se define en la Sección 21 de la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000 y es aprobado y comunicado a usted por DB UK Bank Limited. DB UK Bank Limited es miembro del grupo Deutsche Bank AG y está registrada en Companies House en Inglaterra y Gales con el número de compañía 315841 con su oficina registrada en 21 Moorfields, Londres, Reino Unido, 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.

---

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en marzo de 2026.



## Apéndice

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

### Para residentes de Hong Kong

Este documento está destinado a inversores profesionales en Hong Kong. Además, este documento se proporciona solo al destinatario, la distribución adicional de este documento está estrictamente prohibida. Este documento y su contenido se proporcionan solo 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 o interpretarse como tal oferta, solicitud o recomendación.

El contenido de este documento no ha sido revisado por ninguna autoridad reguladora en Hong Kong. Se le aconseja que tenga cuidado en relación con las inversiones contenidas en el presente documento (si las hay). Si tiene alguna duda sobre cualquiera de los contenidos de este documento, debe obtener asesoramiento profesional independiente.

Este documento no ha sido aprobado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong ("SFC"), ni una copia de este documento ha sido registrada por el Registro de Empresas de Hong Kong, a menos que se especifique lo contrario. Las inversiones aquí descritas pueden o no ser autorizadas por la SFC. Ninguna inversión de este tipo podrá ofrecerse o venderse en Hong Kong, por medio de ningún documento, que no sea (i) a "inversores profesionales" según se define en la Ordenanza sobre Valores y Futuros (Capítulo 571 de las Leyes de Hong Kong) ("SFO") y cualquier regla hecha bajo el SFO, o (ii) en otras circunstancias que no resulten en que el documento sea un "folleto" según se define en la Ordenanza sobre Empresas (Liquidación y Disposiciones Diversas) (Capítulo 32 de las Leyes de Hong Kong) ("C(WUMP)O") o que no constituyan una oferta pública en el sentido de la C(WUMP)O. Ninguna persona emitirá o poseerá, con fines de emisión, ya sea en Hong Kong o en otro lugar, ningún anuncio, invitación o documento relacionado con las inversiones descritas en el presente documento, que esté dirigido al público de Hong Kong (excepto si se permite hacerlo en virtud de las leyes de valores de Hong Kong), o cuyo contenido sea susceptible de ser accedido o leído por el público de Hong Kong, excepto con respecto a las inversiones que se enajenen o están destinadas a ser enajenadas solo a personas fuera de Hong Kong o solo a "inversores profesionales" según se define en el SFO y cualquier regla hecha bajo el SFO.

### Para residentes de Singapur

Este documento está destinado a inversores acreditados/inversores institucionales en Singapur. Además, este documento se proporciona solo para los destinatarios, la distribución adicional de este material está estrictamente prohibida.

### Para residentes de los Estados Unidos de América

En los Estados Unidos, los servicios de corretaje se ofrecen a través de Deutsche Bank Securities Inc., un corredor-agente y asesor de inversiones registrado, que realiza actividades de valores en los Estados Unidos. Deutsche Bank Securities Inc. es miembro de FINRA, NYSE y SIPC. Los servicios bancarios y 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 los Estados Unidos, véanse las declaraciones formuladas anteriormente en el presente documento. Deutsche Bank no garantiza que la información contenida en este documento sea apropiada o esté disponible para su uso en países fuera de los Estados Unidos, o que los servicios que se analizan en este documento estén disponibles o sean apropiados para su venta o uso en todas las jurisdicciones, o por todas las contrapartes. A menos que esté registrado, con licencia que de otra manera pueda ser permisible de acuerdo con la ley aplicable, ninguno de Deutsche Bank o sus afiliados está ofreciendo ningún servicio en los Estados Unidos o que esté diseñado para atraer a personas estadounidenses (como dicho término se define en el Reglamento S de la Ley de Valores de los Estados Unidos de 1933, en su versión modificada). Esta exención de responsabilidad específica de los Estados Unidos se registrará e interpretará de acuerdo con las leyes del Estado de Delaware, sin tener en cuenta las disposiciones sobre conflictos de leyes que obligarían a aplicar la ley de otra jurisdicción.

### Para residentes en Alemania

Esta información en este documento es publicidad. El texto no cumple todos los requisitos legales para garantizar la imparcialidad de las recomendaciones de estrategia de inversión y de los análisis financieros. No existe ninguna prohibición para el compilador o para la empresa responsable de la compilación de operar con los instrumentos financieros respectivos antes o después de la publicación de estos documentos.

La información general sobre los instrumentos financieros figura en los folletos "Información básica sobre valores y otras inversiones", "Información básica sobre derivados financieros" e "Información básica sobre transacciones a plazo" que el cliente puede solicitar gratuitamente al Deutsche Bank.

### 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 está registrado y/o aprobado por la Securities and Exchange Board of India, el Reserve Bank of India, o cualquier otra autoridad gubernamental/reguladora en India. Este documento no es ni debe considerarse un "folleto" según se define en las disposiciones de la Ley de Empresas de 2013 (18 de 2013) y el mismo no se presentará ante ninguna autoridad reguladora en la India. De conformidad con la Ley de



## Apéndice

Gestión de Divisas de 1999 y las regulaciones emitidas en virtud de la misma, se puede exigir a cualquier inversionista residente en la India que obtenga un permiso especial previo del Banco de la Reserva de la India antes de realizar inversiones fuera de la India, incluidas las inversiones mencionadas en este documento.

### **Para residentes en Italia**

Este informe es distribuido en Italia por Deutsche Bank S.p.A., un banco constituido y registrado bajo la ley italiana sujeto a la supervisión y control de Banca d'Italia y CONSOB. Su domicilio social se encuentra en la Piazza del Calendario 3 – 20126 Milán (Italia) y está registrada en la Cámara de Comercio de Milán, número de código fiscal e IVA 001340740156, parte del fondo interbancario de protección de depósitos, inscrito en el Registro Bancario y el jefe del Grupo Bancario Deutsche Bank, inscrito en el registro de los Grupos Bancarios de conformidad con el Decreto Legislativo 1 de septiembre de 1993 n. 385 y sujeto a la dirección y la actividad de coordinación de Deutsche Bank AG, Fráncfort del Meno (Alemania).

### **Para residentes en Luxemburgo**

Este informe se distribuye en Luxemburgo por Deutsche Bank Luxembourg S.A., un banco constituido con arreglo a la legislación 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 la Comisión de Vigilancia del Sector Financiero («CSSF»). Su domicilio social se encuentra en 2, boulevard Konrad Adenauer, 1115 Luxemburgo, Gran Ducado de Luxemburgo y está registrado en el Registro de Comercio y Sociedades de Luxemburgo («RCS») con el número B 9.164.

### **Para residentes en España**

Este documento ha sido distribuido por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal es una entidad de crédito regulada por el Banco de España (inscrita en su Registro Oficial bajo el Código 019) y la CNMV. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal solo podrá llevar a cabo los servicios financieros y actividades bancarias que entren en el ámbito de su licencia existente. Su domicilio social en España se encuentra en el 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.

### **Para residentes en Portugal**

Deutsche Bank AG, Portugal Branch es una entidad de crédito regulada por el Banco de Portugal y la Comisión Portuguesa de Valores ("CMVM"), registrada con los números 43 y 349, respectivamente, y con el número de registro comercial 980459079. Deutsche Bank AG, Portugal Branch solo puede llevar a cabo los servicios financieros y las actividades bancarias que entran en el ámbito de su licencia actual. Su domicilio social es Rua Castilho, 20, 1250-069 Lisboa, Portugal.

### **Para residentes en Austria**

Este documento es distribuido por Deutsche Bank AG, sucursal de Viena, registrada en el registro comercial del Tribunal de Comercio de Viena con el número FN 140266z. La sucursal de Deutsche Bank AG en Viena también está supervisada por la Autoridad del Mercado Financiero de Austria (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Viena. Este documento no ha sido presentado ni aprobado por las autoridades de supervisión antes mencionadas.

### **Para residentes de los Países Bajos**

Este documento es distribuido por Deutsche Bank AG, sucursal de Amsterdam, con domicilio social en De entree 195 (1101 HE) en Amsterdam, Países Bajos, y registrado en el registro de comercio de los Países Bajos con el número 33304583 y en el registro en el sentido de la sección 1:107 de la Ley de Supervisión Financiera de los Países Bajos (Wet op het financieel toezicht). Este registro 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 general del Banco Central Europeo y de BaFin, la Autoridad Federal de Supervisión Financiera de Alemania. Sus diversas sucursales son supervisadas localmente, para ciertas actividades, por las autoridades bancarias competentes, como la Autoridad de Control Prudencial y Resolución (Autorité de Contrôle Prudentiel et Résolution, "ACPR") y la Autoridad de Mercados Financieros (Autorité des Marchés Financiers, "AMF") en Francia.

Queda prohibida cualquier reproducción, representación, distribución o redistribución, total o parcial, del contenido de este documento en cualquier medio o por cualquier proceso, así como cualquier venta, reventa, retransmisión o puesta a disposición de terceros de cualquier manera. Este documento no puede ser reproducido o distribuido sin nuestro permiso por escrito.

© 2026 Deutsche Bank AG. Todos los derechos reservados.

057825 032026

IC/WD