



PERSPECTIVES

Special

Noviembre 2025

España
vuelve a mostrar un alto crecimiento



Indice

Autor:

Rosa Duce

Chief Investment Officer Spain

Dirk Steffen

Chief Investment Officer EMEA

Wolf Kisker

Senior Investment Strategist

01 Introducción

02 Un año más, la economía crece más de lo previsto

03 Evolución fiscal, no es oro todo lo que reluce

04 Necesario aumento de la productividad

05 Implicaciones para la inversión

06 Conclusión

Por favor, use este código QR para acceder a una selección de otros informes de Deutsche Bank CIO

www.deutschewealth.com





Puntos clave

- La economía española cerrará el año 2025 de nuevo con un extraordinario crecimiento, muy por encima de la media europea. Las previsiones apuntan a cifras de crecimiento algo más bajas en 2026, con el consumo y la inversión privada (incluido la inmobiliaria) como motores.
- El alto crecimiento está permitiendo un progresivo ajuste fiscal, con cifras de déficit/PIB que, según el Banco de España, se situarán por debajo del 3% y niveles de deuda del 100% del PIB.
- Los activos españoles han reflejado este buen tono económico con un sólido desempeño. En renta fija, la prima de riesgo española (diferencia entre la rentabilidad del bono español a 10 años y el Bund alemán al mismo plazo) se ha reducido hasta niveles de 50 puntos básicos (bp.), por debajo de la francesa (actualmente en torno a los 77 pb). En cuanto a la renta variable, el Ibex 35 ha superado con creces las revalorizaciones de sus homólogos europeos, y bate máximos históricos, en gran parte gracias a su alto peso en el sector bancario.
- Pese a estas cifras positivas, la economía española sigue arrastrando un déficit de productividad muy alto respecto a sus competidores europeos, además de problemas estructurales como la escasez de vivienda o los escasos avances en la reducción del déficit estructural. Será difícil mantener este alto crecimiento y este buen comportamiento de estos activos en ausencia de reformas que fomenten la eficiencia y la innovación.

01

Introducción

El 2025 se perfila, y ya son varios ejercicios consecutivos, como otro año de sólido crecimiento de la economía española, que vuelve a situarse a la cabeza de la Eurozona. En 2025 se ha producido además un cambio en las pautas de crecimiento, con más peso de la inversión productiva e inmobiliaria y el consumo privado, mientras que aparecen signos de agotamiento del sector exterior, afectado por el incremento de los aranceles de EEUU a los productos europeos.

Las previsiones del consenso apuntan a un crecimiento en 2026 algo más bajo, pero todavía por encima de la media europea. La tendencia debería ser de una paulatina desaceleración del crecimiento, hasta estabilizarse en torno al 2% anual, con la necesidad además de seguir avanzando en medidas que mejoren la productividad y eficiencia a medio plazo.



02

Un año más, la economía crece más de lo previsto

La economía española se encamina a cerrar de nuevo un año de extraordinario crecimiento. Trimestre tras trimestre se han ido superando las expectativas, con lo que el año 2025 podría cerrarse con un crecimiento del 2,9%. En septiembre además el INE revisaba la serie histórica de crecimiento del PIB² en España, con una senda de crecimiento en los últimos años incluso más elevada. A la espera del cierre de 2025 el resultado es que la economía española habría crecido a un ritmo medio del 3% desde 2022, año en el que se recuperaron los niveles de actividad previos a la pandemia.

Detrás de este extraordinario comportamiento (y también de los repetidos errores de cálculo de los analistas, que año tras año han infraestimado el crecimiento) hay varios factores. En primer lugar, el fuerte crecimiento demográfico (en media, +500 mil habitantes al año adicionales gracias a la creciente inmigración, mientras que la población de origen nacional sigue cayendo). Este incremento de la población activa ha permitido que el crecimiento económico y la reducción del desempleo (en niveles no vistos desde 2008) sean compatibles con la ausencia de tensiones salariales, reduciendo la escasez de mano de obra en la mayoría de los sectores. No obstante, este fuerte crecimiento demográfico, que sin duda ha apoyado el empleo y la actividad, también ha provocado distorsiones, especialmente en el mercado inmobiliario, donde los precios se han disparado ante la falta de oferta de vivienda capaz de asumir tanta demanda.

Un segundo factor clave para entender el sólido crecimiento de la economía española ha estado en la evolución de la inversión. Si en los años 2022-24 el crecimiento venía asentado fundamentalmente en el sector exterior (turismo y exportaciones de servicios no turísticos) y en el consumo público, la reciente revisión de la serie estadística ha puesto de manifiesto que en 2025 el consumo privado, y la inversión privada han ido ganando protagonismo. Por fin parece que la economía acusa los efectos positivos del programa NGEU, si bien es la inversión pública quien más parece verse favorecida (a cierre de 2024 se situaba un 36% por encima de 2019 mientras que la inversión privada todavía está por debajo de los mismos). Mientras, el consumo público ha ido perdiendo peso en el crecimiento, y el sector exterior empieza a acusar los efectos negativos de los miedos arancelarios, con un menor dinamismo (acorde con las cifras publicadas del 3º trimestre) de las exportaciones de bienes.

Mención especial merece la evolución del turismo. En 2024 el número de turistas internacionales que llegaron a España superó con creces los niveles de 2019. Ni la guerra de Rusia contra Ucrania, ni los mayores costes del transporte aéreo y de los servicios hosteleros han conseguido frenar este extraordinario crecimiento. Según la Organización Mundial de Turismo³, el año 2025 se cerrará con un incremento mundial del turismo internacional de entre el 3% y el 5%. España sin duda ha sido uno de los grandes ganadores del boom del turismo postpandemia, gracias a iniciativas como la mejora de la calidad de los servicios hoteleros, el foco en una desestacionalización de la demanda, la promoción de destinos urbanos (no sólo sol y playa), y el mayor uso de las nuevas tecnologías para la gestión turística. Sin embargo, años como 2024 y 2025 serán difíciles de repetir.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero no en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión. 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 del 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. Documento realizado en noviembre de 2025.



En contraste con una economía española que crece por encima de lo esperado, la economía europea despegue de forma lenta. Tras un primer trimestre del año de fortaleza, en gran parte como consecuencia del efecto anticipo de la producción y las exportaciones ante los futuros aranceles de EEUU, poco a poco la economía europea ha ido moderando su crecimiento, con lo que cerrará el año previsiblemente con un crecimiento del 1,4%. No obstante, los grandes programas de impulso fiscal, y la política de rebajas de los tipos de interés del BCE deberían permitir una paulatina aceleración de la actividad en 2026 (previsión CIO: tipos estables del BCE en los niveles actuales del 2% a cierre de diciembre de 2026). La demanda doméstica ha demostrado en la mayoría de los países de la zona euro (en especial en España) una gran resiliencia, apoyada por la fortaleza del empleo y unas tasas de ahorro elevadas, por encima de los niveles pre-pandemia, lo que permite además que las economías sean más resilientes a posibles shocks externos. En este sentido, destaca la recuperación de la tasa de ahorro de los hogares españoles, que a cierre del tercer trimestre de 2025 superaba el 12% de la renta bruta disponible (vs. el 7,2% de media en el periodo 2015-19).

Perspectivas 2026

De cara al futuro, la tendencia económica en España debería ser a una paulatina desaceleración del crecimiento, hasta estabilizarse en niveles en línea con el potencial. Las pautas de crecimiento deberían seguir cambiando con el consumo y la inversión privada doméstica como motores de crecimiento aupados por los bajos tipos de interés, la normalización de la inflación, la fortaleza del mercado de trabajo y los planes de impulso fiscal (tanto en Alemania como en el resto de la zona euro). En el lado contrario, el agotamiento del tirón de las exportaciones de servicios (se han alcanzado ya máximos de capacidad en el sector turístico) y la aceleración de la demanda doméstica (más importaciones), debería llevar a una contribución cada vez más negativa al crecimiento económico español de la demanda externa.

La inversión en vivienda seguirá creciendo, pero probablemente de forma insuficiente para satisfacer la demanda. La vivienda, de hecho, se ha convertido en el primer problema del país para los españoles, sobre todo los más jóvenes. El número de transacciones inmobiliarias superaba en julio las 422 mil operaciones (unas 62 mil transacciones al mes), nivel no visto desde 2007, en pleno boom del ladrillo. La demanda de vivienda sigue creciendo ante el continuo incremento de la población (supera ya los 49 millones), mientras que la oferta empieza a recuperarse, pero a un ritmo muy lento (+135 mil viviendas nuevas hasta agosto de 2025). El desequilibrio entre oferta y demanda se traduce en un fuerte crecimiento de los precios en la primera mitad de 2025 se incrementaron un 9,7% anual). Las previsiones apuntan a que esta situación de desequilibrio entre oferta y demanda se mantendrá en los próximos años.

Otro punto negativo que afecta al potencial de crecimiento a largo plazo de la economía española lo encontramos en los escasos avances en la productividad del trabajo, con unos costes laborales cada vez más elevados, y el mantenimiento de altos niveles de déficit estructural por parte del sector público, lo que muestra que no se han aprovechado los años de bonanza económica para reducir el mismo. Persiste además una situación política inestable, con falta de consenso político para realizar las reformas estructurales pendientes.



03

Evolución fiscal, no es oro todo lo que reluce

El mayor crecimiento económico de España frente al resto de los principales países europeos se ha traducido también en una favorable evolución de las cuentas públicas. Según el Banco de España, el año 2025 cierre con un ratio de déficit/PIB por debajo del 3%³ (objetivo del gobierno del 2,8%) siendo España el único de los cuatro grandes países europeos que ha conseguido reducir su ratio de deuda/PIB a los niveles pre-pandemia. Los mayores ingresos públicos, el final de las medidas ante la crisis energética de 2022-23, el mayor control de gasto y la paulatina reducción de los costes por las indemnizaciones de la DANA (inundaciones en el Este del país en octubre de 2024) han servido para compensar los mayores gastos en defensa (tanto en número de efectivos como en programas de modernización), un gasto que irá creciendo en los próximos años ante la necesidad de cumplir con el compromiso de invertir en seguridad de la UE.

Esta positiva evolución de las cuentas públicas ha permitido que las tres agencias de calificación crediticia principales hayan elevado en las últimas semanas el rating de la deuda soberana de España en un escalón. Como resumen, la agencia S&P ha elevado el rating de la deuda soberana española hasta A (anterior A-), con perspectiva estable, Moodys lo sitúa ahora en A3 (desde Baa1), con perspectiva positiva, mientras que Fitch eleva dicho rating desde A- a A, con perspectiva estable. Todas ellas justifican la mejora en el alto crecimiento económico, unos niveles de desempleo en mínimos desde 2008, la solidez del sistema bancario y la menor vulnerabilidad externa gracias a unos niveles de endeudamiento del sector privado muy por debajo de los existentes en la primera década de este siglo, con el boom del crédito.

La respuesta a esta evolución de las finanzas públicas y a esta mejora en los niveles de rating lo vemos en la evolución de la prima de riesgo española, que sigue reduciéndose hasta acercarse a los 50 pb., por debajo de la italiana, y también de la francesa. De cara a 2026 se espera que dicha prima de riesgo se mantenga estable, con riesgos más al alza que a la baja a la vista de la inestabilidad política.

De hecho, esto último podría suponer un importante foco de inestabilidad. El actual gobierno español (una coalición entre el socialista PSOE y el partido más a la izquierda SUMAR) no tiene el apoyo parlamentario suficiente para aprobar los Presupuestos de 2026, por lo que todo apunta a que se volverán a prorrogar de nuevo los presupuestos de 2023 (dado que no hubo presupuestos ni en 2024 ni en 2025 por falta de mayoría suficiente). Sin presupuestos sobre la mesa, las estimaciones de la AIReF⁴ apuntan a que la senda descendente del déficit se frenaría en 2027, ante la presión del gasto asociado al envejecimiento, la subida de los intereses de la deuda (a medida que van venciendo los activos emitidos durante los años de tipos de interés ultrabajos), y el incremento del gasto en defensa. La financiación regional, ya de por sí complicada dado que todavía está pendiente de reforma (con muchas divergencias entre regiones), se vuelve todavía más incierta al no haber presupuestos del Estado. A esto se añaden los escasos avances en la corrección del déficit estructural (que la AIReF sitúa actualmente en el 2,8% del PIB)..

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero no en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión. 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 del 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. Documento realizado en noviembre de 2025.



04

Necesario aumento de la productividad

El informe Draghi muestra como una de las necesidades más acuciantes en Europa es la mejora de la productividad, y España no es una excepción. De hecho, la economía española padece desde hace décadas de un problema de baja productividad, y los últimos años de alto crecimiento apenas han conseguido paliar el mismo. Dado que el PIB nominal ha crecido más que la población, el PIB per cápita de España ha aumentado los últimos años, pero sólo aproximadamente la mitad de lo que ha crecido el PIB agregado⁵, con lo que se sitúa todavía un 17% por debajo de la media europea. Aunque durante los últimos años hemos visto una paulatina mejora de la productividad por hora trabajada, concentrada en el sector servicios (en especial turismo y hostelería), la productividad por empleado (el valor añadido generado por persona ocupada) se ha mantenido estable y se mantiene todavía por debajo de los niveles pre-pandemia.

Sobre la productividad de un país incide sin duda su estructura productiva (tanto a nivel sectorial, como también en base al tamaño de sus empresas, asumiendo que generalmente las empresas más pequeñas suelen ser menos productivas que las grandes), y también, el marco regulatorio en el que se mueven estas empresas. Ambos factores no son favorables a España. La ausencia de consenso entre los distintos partidos políticos hace que las empresas se muevan en un entorno legislativo y fiscal incierto, lo que no ayuda a tomar decisiones de inversión a largo plazo. Por otro lado, el tejido productivo español está dominado por pequeñas y medianas empresas, lo que, como se ha comentado anteriormente, no ayuda a la productividad. En España, las empresas de menos de 250 trabajadores suponen el 99,8% del total, generando el 61% del valor añadido del país y el 72% del empleo⁶. Las pymes españolas además son más pequeñas de media a las europeas (la media es de 3,1 personas vs 3,9 de la UE), lo cual penaliza la productividad. Por último, el modelo educativo español tampoco ha acompañado, con una elevada tasa de abandono por un lado (según la OCDE⁷ las competencias en comprensión lectora y en matemáticas se situaban en 2023 en 30 puntos por debajo de media respecto a las siete economías europeas más avanzadas) y por otro, un alto peso de licenciados universitarios vs formación profesional.

Para paliar esta situación, es necesario incrementar la eficiencia en el uso de los factores productivos, tanto mejorando la adecuación de la formación al empleo, como vía la inversión productiva y tecnológica (IA), con alto impacto en productividad e innovación. Y es que, pese a la mejora de los últimos años, la inversión en I+D de las empresas españolas es todavía una sexta parte de la que se realiza de media en la UE⁶ y una décima parte de la que se realiza en EEUU. En resumen, se trata de no sólo crecer, sino de generar un modelo de crecimiento sostenible a largo plazo basado en la innovación y la eficiencia.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero no en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión. 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 del 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. Documento realizado en noviembre de 2025.



05

Implicaciones para la inversión

El año 2025 ha demostrado ser, al menos hasta la fecha, un año de muy buen comportamiento de las bolsas de valores, y la bolsa española no es una excepción. A cierre de este informe, el Ibex 35 lleva acumulada una subida del 41% (retorno total a 27 de noviembre), con lo que no sólo ha superado los niveles máximos de 2007 sino que ha llegado a máximos históricos por encima de los 16.600 puntos. Se ha convertido así en uno de los índices con mejor comportamiento de la zona euro (Eurostoxx 50: +15,3%), por encima incluso del DAX alemán (+19,2%). Esto contrasta con el peor comportamiento relativo de años anteriores, en los que los valores españoles parecían no ir acorde con las cifras de alto crecimiento económico.

A nivel sectorial, es el sector bancario quien lidera las ganancias impulsado por los elevados márgenes de interés, la subida del crédito al consumo y las bajas provisiones (gracias al alto crecimiento doméstico), los sólidos balances y una política de retribución a los accionistas atractiva. Los rumores de movimientos corporativos en el sector también han apoyado.

Buen comportamiento también para el sector eléctrico. España sigue siendo líder en generación eléctrica en Europa, lo que ha favorecido la llegada de importantes centros de datos, fábricas de baterías o el incremento del I+D en hidrógeno verde por parte de las grandes compañías eléctricas. A cierre de 2024, el 56,5% de la energía eléctrica generada en España procedía de fuentes renovables (solar, eólica, hidráulica), alcanzando un récord histórico⁸. Pese a los riesgos regulatorios ligados al sector, su potencial de crecimiento y un dividendo medio del 4%-6% son puntos positivos.

La favorable composición sectorial (sobrepeso de financieros, sector eléctrico) y un crecimiento económico que, pese a ir moderándose, seguirá por encima de la media europea, deberían seguir apoyando el buen comportamiento de la bolsa española en el futuro. A favor del Ibex está también las valoraciones, con un PER a 12 meses de 12,7 veces, en línea con la media de los últimos 10 años, y el especial foco de las empresas españolas por la retribución al accionista, con una rentabilidad por dividendo superior al 4%, sólo superada por el MIB italiano.

Pese a estos factores, para cerrar el diferencial de rentabilidad del Ibex con respecto a otros índices europeos será necesario ahondar en la eficiencia y productividad, factores necesarios para impulsar los beneficios a largo plazo. El fuerte peso de las microempresas en la actividad española se nota también en la estructura del Ibex que, a diferencia de otros países, apenas ha cambiado en los últimos 25 años siendo el sector financiero y las empresas eléctricas los grandes dominadores en el tiempo. Esto puede ser el reflejo de la escasez de nuevas empresas en España (las denominadas “gacelas” por el FMI⁶, empresas con un máximo de 10 años de vida y que, según sus estimaciones, tienen unos niveles de eficiencia e innovación muy superior a las ya establecidas).

Si el comportamiento del mercado de acciones español ha sido extraordinario, en los mercados de bonos hemos visto un comportamiento desigual. Al igual que en el resto de Europa, la curva de tipos gobierno española ha sufrido a lo largo de 2025 un incremento de la pendiente, con rebaja en los tramos más cortos (ligada a las bajadas de tipos realizadas por el BCE), y tipos a 10 años estables en torno al 3%.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero no en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión. 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 del 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. Documento realizado en noviembre de 2025.



La favorable evolución de los niveles de deuda y las subidas de calificación crediticia de las tres agencias principales a la deuda española ha permitido un mejor comportamiento relativo respecto a otros países europeos (en especial, Francia). En 2025 el Tesoro ha continuado con su estrategia de diversificación tanto de la base inversora como de incremento de la vida media, en niveles en torno a los 8,5 años, 2 años más que la existente en 2015. El coste medio de la deuda se mantiene en torno al 2,1%-2,3%⁹, niveles asumibles.

06

Conclusión

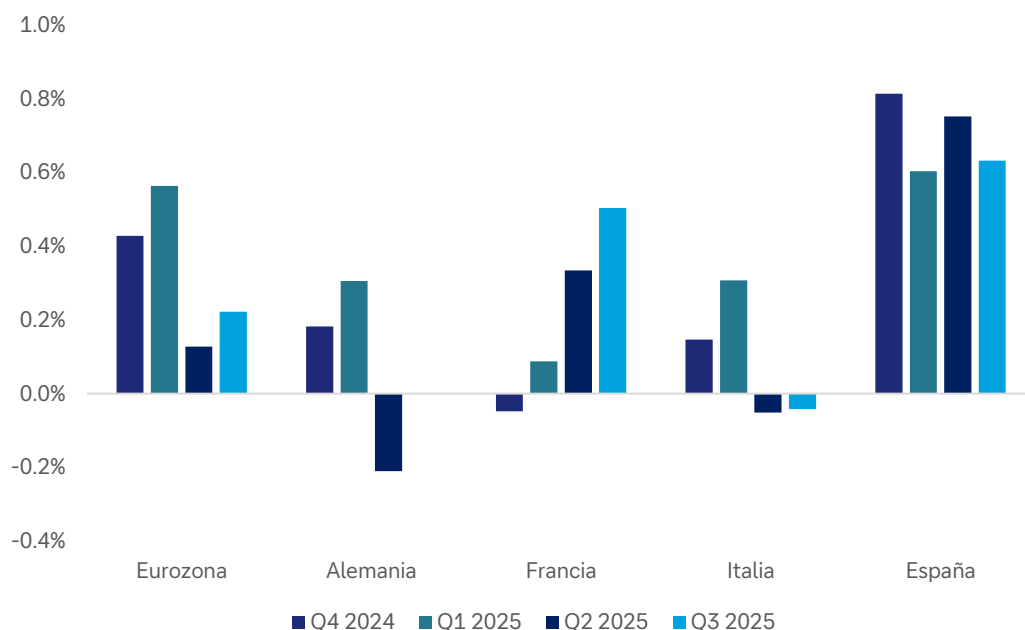
España ha vuelto a destacar en 2025 por su crecimiento económico, superando las previsiones y situándose por encima de la media europea. El PIB español ha crecido a un ritmo medio del 3% desde 2022, impulsado por el aumento de la inversión y el consumo, así como por el fuerte crecimiento demográfico y la inmigración. El mercado laboral muestra niveles de desempleo mínimos desde 2008, aunque el crecimiento demográfico ha generado tensiones en el mercado inmobiliario, con precios al alza por la falta de oferta. En el plano fiscal, España ha logrado reducir el déficit y la deuda pública, cerrando 2025 con un déficit/PIB por debajo del 3% y niveles de deuda próximos al 100% del PIB. Esto ha permitido a las agencias de rating elevar la calificación de la deuda soberana española, reflejando la solidez económica y financiera del país. Sin embargo, la falta de consenso político dificulta la aprobación de los presupuestos de cara a 2026, y dificulta la corrección del déficit estructural. La economía afronta además retos estructurales, como la baja productividad por lo que es necesario avanzar en eficiencia, innovación y formación profesional para lograr un crecimiento sostenible a largo plazo.

A diferencia de años anteriores, el mercado de valores español ha subido con fuerza en 2025, recuperando el terreno perdido en los últimos años. El Ibex 35 ha alcanzado máximos históricos, liderado por el sector bancario y eléctrico. La composición sectorial y el crecimiento económico deberían seguir apoyando el buen comportamiento de la bolsa española, aunque será clave mejorar la productividad para mantener la competitividad. En renta fija, la prima de riesgo española se sitúa en mínimos históricos, reflejando la confianza en la economía.

Como conclusión, España afronta 2026 con perspectivas de crecimiento moderadas, pero aún superiores a la media europea. Pero para mantener esta posición y seguir siendo atractiva para la inversión extranjera, tanto física como financiera, será imprescindible acometer reformas estructurales que impulsen la productividad y la eficiencia.

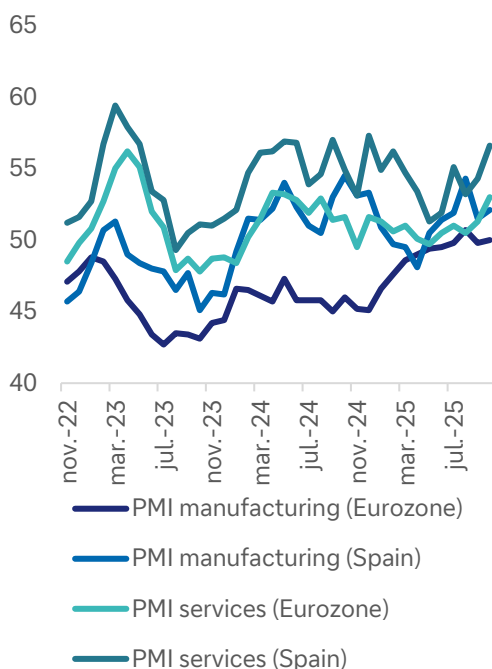


Figura 1: Crecimiento del PIB España vs. Eurozona



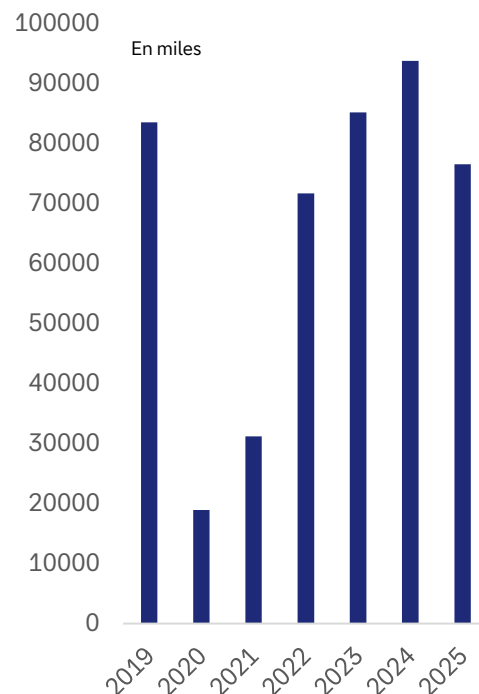
Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank. Datos a 4 de noviembre, 2025.

Figura 2: PMI España vs Eurozona



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank. Datos a 4 de noviembre, 2025

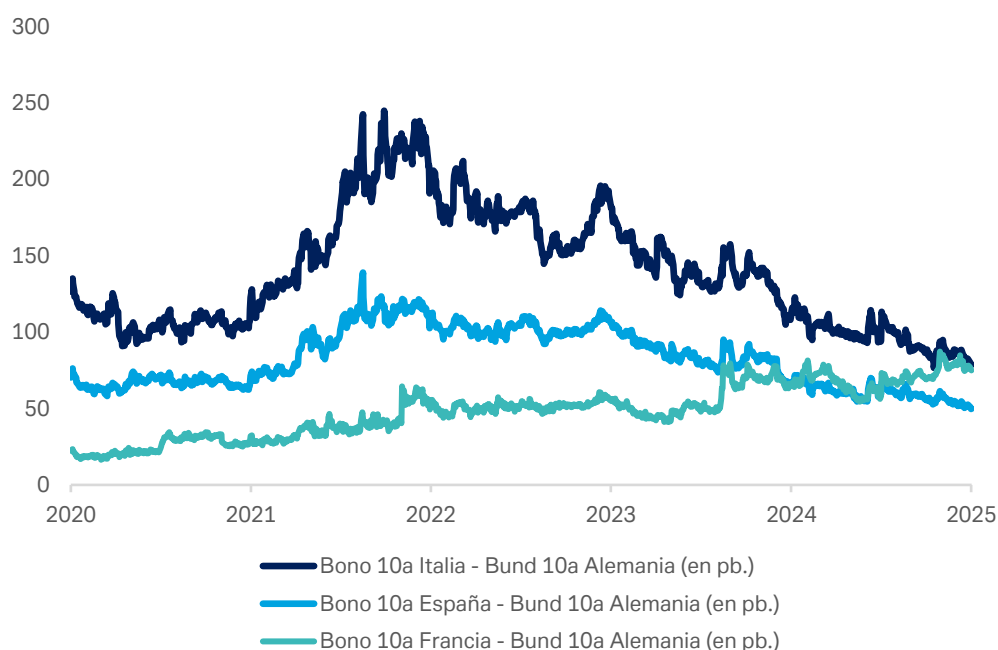
Figura 3: Entrada de turistas



* La cifra de 2025 es lo acumulado a cierre de septiembre.
Fuente: INE, Deutsche Bank. Datos a septiembre, 2025.

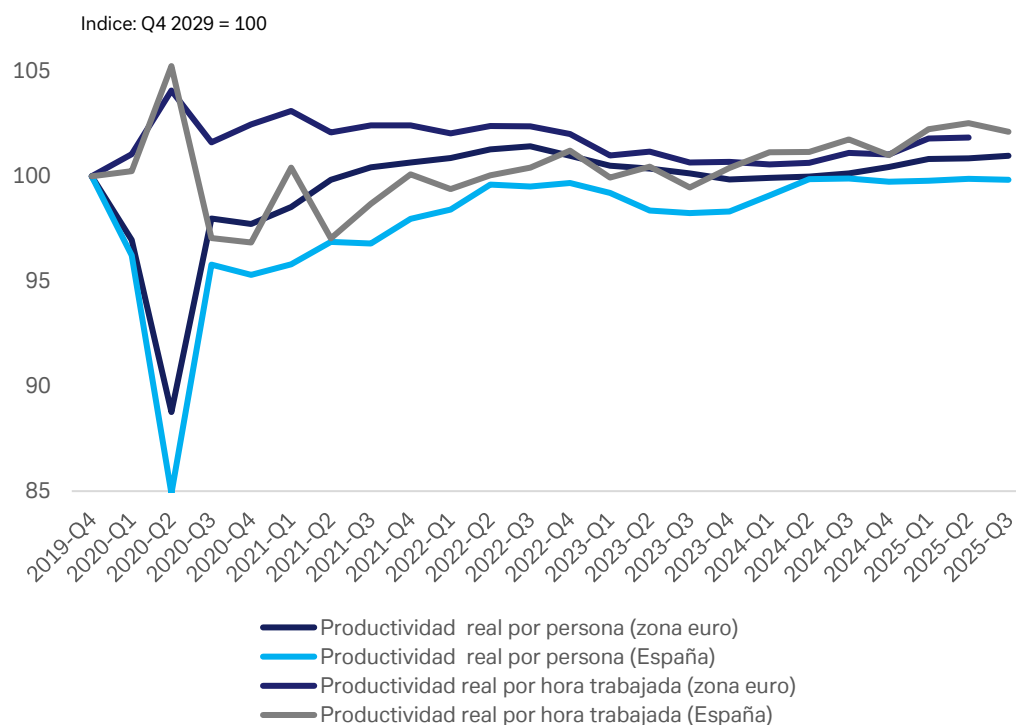


Figura 4: Diferenciales del rendimiento de los bonos públicos a 10 años en la periferia de la zona del euro



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 31 de octubre, 2025.

Figura 5: Productividad: España vs zona euro



Fuente: Eurostat, Deutsche Bank AG. Datos a 30 de septiembre, 2025.



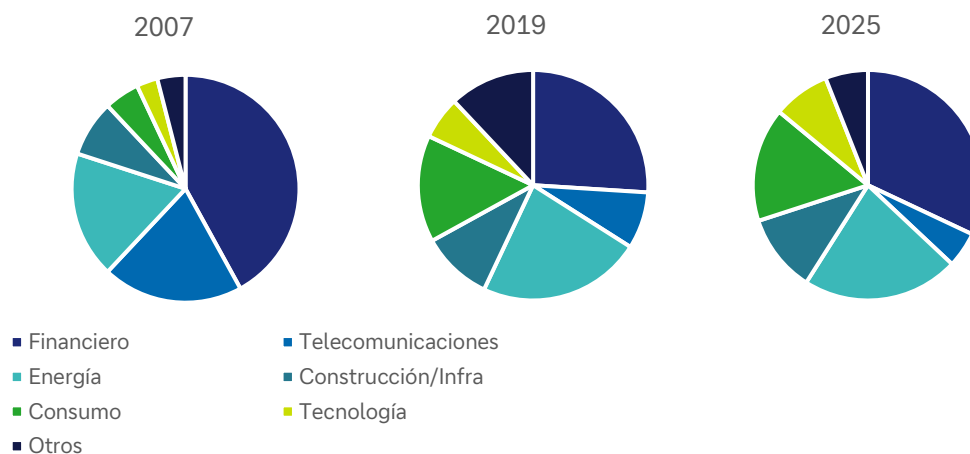
Figura 6: Evolución histórica del Ibex vs otros índices europeos



Fuente: Bloomberg, Deutsche Bank AG. Datos a 16 de noviembre 2025.

Figura 7: Ibex 35: Composición histórica por sectores (en %)*

(en %)



* El peso del sector telecomunicaciones solo corresponde a una empresa, Telefónica.

Fuente Bloomberg, Deutsche Bank AG. Datos a 15 de noviembre, 2025.



Apéndice

Glosario

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

El **Banco de España** es el organismo que desarrolla en España las funciones básicas del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Esto incluye la supervisión de las instituciones financieras con sede en España y la ejecución y control de la política monetaria definida por el BCE.

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

El **déficit estructural** es el componente del déficit público que no está relacionado con factores cíclicos de la vida económica ni con gastos de carácter extraordinario. En otras palabras, surge independientemente del periodo económico y refleja un desequilibrio permanente en la financiación de las cuentas públicas

EUR es la divisa de la zona euro.

La **Eurozona** está formada por 19 países de la Unión Europea que han adoptado el euro como moneda común.

El **Fondo Monetario Internacional (FMI)** fue fundada en 1944, incluye 189 países y trata de promover la cooperación internacional, la estabilidad cambiaria y el desarrollo económico.

El **IBEX 35** es el índice bursátil por capitalización que incluye las 35 mayores empresas de la bolsa de Madrid.

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

El **Instituto Nacional de Estadística (INE)** es la agencia oficial de estadística de España.

El **fondo Next Generation EU (NGEU)** es un paquete de recuperación elaborado por la UE para apoyar a los estados miembros para luchar contra las consecuencias del Covid 19.

El **Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia** es el instrumento clave del fondo Next Generation de la UE. Establece el camino para la modernización de la economía española, la recuperación económica y la creación de empleo, después de los efectos de la pandemia del Covid, además de preparar a la economía para los retos del futuro.

Producto Interior Bruto (PIB) es el valor monetario de todos los bienes acabados y servicios producidos dentro de las fronteras de un país en un periodo de tiempo determinado.

La **relación precio/beneficio (PER)** mide el precio actual de las acciones de una empresa en relación con sus beneficios por acción.

La **rentabilidad por dividendo** es el cociente entre los dividendos totales pagados por la compañía y su capitalización.

Un **spread** es la diferencia en la rentabilidad cotizada de dos inversiones, más comúnmente utilizada para comparar los rendimientos de los bonos.



Apéndice

Bibliografía

1. Banco de España, [PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ESPAÑA 2025-2027](#), Septiembre 2025
2. INE, [nota RE 2024 CN 09.pdf](#), Septiembre 2025
3. UN Tourism, [International tourism up 5% in first half of 2025 despite global challenges](#), Septiembre 2025
4. AIReF, [Informe sobre proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos de las AAPP 2026](#), Octubre 2025
5. BBVA, FEDEA, [Spain | Productivity performance and its causes | BBVA Research](#), Noviembre 2025
6. FMI, [Spain's Productivity Gap Vis-à-Vis Europe and the United States: Diagnosis and Remedies](#), Junio 2025
7. OCDE, [Do Adults Have the Skills They Need to Thrive in a Changing World? \(EN\)](#), 2023
8. Red Electrica de España, [Informe del sistema eléctrico | Informes del Sistema](#), Enero 2023
9. Banco de España, [La evolución de la deuda pública en España en 2024. BOLETÍN ECONÓMICO 2025/T3. Artículo 04](#), Julio 2025



Apéndice

Evolución histórica

	27.11.2020 - 27.11.2021	27.11.2021 - 27.11.2022	27.11.2022 - 27.11.2023	27.11.2023 - 27.11.2024	27.11.2024 - 27.11.2025
S&P 500	28.1	-11.0	14.9	33.7	15.0
DAX	14.4	-4.7	9.8	20.6	23.4
EURO STOXX 50	18.9	0.1	13.6	12.3	23.2
STOXX Europe 600	21.2	-2.0	7.5	13.8	17.7
Ibex 35	5.6	3.9	23.1	22.0	47.1
2-year German Bund	-0.6	-4.0	1.3	3.3	1.9
10-year German Bund	-1.9	-18.0	-2.0	5.9	-1.4
30-year German Bund	-4.8	-39.6	-21.3	10.5	-14.6
Spanish Bond at 2 years	-0.4	-4.0	0.9	4.3	2.2
Spanish Bond of 10 years	-1.8	-18.1	-0.8	9.4	1.8
EUR vs. USD	-5.4	-8.1	5.4	-3.5	9.7

Fuente: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P., LSEG Datastream; Daotos a 27 de noviembre, 2025.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero no en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión. 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 del 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. Documento realizado en noviembre de 2025.



Apéndice

Nota importante

General

Este documento no puede ser distribuido en Canadá o Japón. Este documento está siendo distribuido de buena fe por Deutsche Bank Aktiengesellschaft, sus sucursales (según lo permitido en cualquier jurisdicción pertinente), las empresas afiliadas y sus funcionarios y empleados (colectivamente, "Deutsche Bank").

Este documento es solo para su información y no pretende ser una oferta, o 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, investigación de inversión o recomendación de inversión, en cualquier jurisdicción. La información contenida en este documento no reemplaza el asesoramiento adaptado a las circunstancias individuales del inversor.

Todos los materiales en este documento están destinados a ser revisados en su totalidad.

Si un tribunal de jurisdicción competente considera que alguna disposición de este descargo de responsabilidad es inaplicable, las disposiciones restantes permanecerán en pleno vigor y efecto. Este documento se ha preparado como un comentario general del 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 derivados del instrumento o que son específicos del instrumento o están vinculados al emisor concreto. Si tales riesgos se materializan, los inversores pueden incurrir en pérdidas, incluyendo (sin limitación) una pérdida total del capital invertido. El valor de las inversiones puede caer y aumentar, y un inversor no puede recuperar la cantidad invertida originalmente en ningún momento. Este documento no identifica todos los riesgos (directos o indirectos) u otras consideraciones que pueden ser importantes para un inversor al tomar una decisión de inversión.

Este documento y toda la información incluida en el mismo se proporcionan "tal cual", "según disponibilidad" y Deutsche Bank no realiza ninguna representación o garantía de ningún tipo, expresa, implícita o legal, con respecto a ninguna declaración o información contenida en el presente documento o emitida junto con este documento. En la medida en que lo permitan las leyes y reglamentos aplicables, Deutsche Bank no hace ninguna representación en cuanto a la rentabilidad de ningún instrumento financiero o medida económica. Todas las opiniones, precios de mercado, estimaciones, declaraciones prospectivas, declaraciones hipotéticas, rendimientos previstos u otras opiniones que conduzcan a conclusiones financieras contenidas en el presente documento reflejan el juicio subjetivo de Deutsche Bank a partir de la fecha de este documento. Sin limitación, Deutsche Bank no garantiza la exactitud, adecuación, integridad, fiabilidad, puntualidad o disponibilidad de este documento o de cualquier información contenida en el mismo y renuncia expresamente a la responsabilidad por errores u omisiones en el presente documento (si los hay). Las declaraciones prospectivas implican elementos significativos de juicios y análisis subjetivos y los cambios a 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, tal vez materialmente, de los resultados contenidos en este documento.

A menos que se indique lo contrario en este documento, todas las declaraciones de opinión reflejan la evaluación 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 ser válidos o la participación en el futuro para ser precisos o correctos y pueden ser diferentes de las conclusiones expresadas por otros departamentos dentro del Deutsche Bank. Aunque la información contenida en este documento se ha derivado de fuentes que Deutsche Bank considera fiables y fiables, 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 conveniencia, referencias a sitios web y otras fuentes externas. Deutsche Bank no asume ninguna responsabilidad por su contenido y su contenido no forma parte de este documento. El acceso a dichas fuentes externas es bajo su propio riesgo.

En la medida en que lo permitan las leyes y regulaciones aplicables, este documento es solo para fines de discusión y no tiene la intención de crear ninguna obligación legalmente vinculante para Deutsche Bank y Deutsche Bank no actúa como su asesor financiero o en calidad de fiduciario, a menos que Deutsche Bank acuerde lo contrario expresamente por escrito. Antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben considerar, con o sin la ayuda de un profesional financiero, si las inversiones y estrategias descritas o proporcionadas por Deutsche Bank son apropiadas a la luz de las necesidades particulares de inversión del inversor, sus objetivos, sus circunstancias financieras o los posibles riesgos y beneficios de dicha decisión de inversión. Al tomar una decisión de inversión, los inversores potenciales no deben confiar en este documento, sino solo en lo que figura en la documentación final de la oferta relativa a la inversión. Como proveedor global de servicios financieros, Deutsche Bank de vez en cuando se enfrenta a conflictos de intereses reales y potenciales. La política del Deutsche Bank consiste en adoptar todas las medidas apropiadas para mantener



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) 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), y por el Banco Central Alemán ("Deutsche Bundesbank"), Wilhelm-Epstein-Strasse 14 0431 Fráncfort (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 entiende, 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). 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.

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 no en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión. 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 del 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. Documento realizado en noviembre de 2025.



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.

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 de 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.

© 2025 Deutsche Bank AG. Todos los derechos reservados.

057420 112725

RD/JL