



PERSPECTIVES

Special

Julio de 2026

Macro Europa
Energía y resiliencia económica



Índice

Autores:

Dr. Ulrich Stephan
Chief Investment Officer
Alemania

Dr. Dirk Steffen
Chief Investment Officer
EMEA

David Pinto
Senior Investment Strategist

Elena Ahonen
Investment Strategist

Florian Hartmann
Investment Strategist

- 01 **Navegando dos shocks energéticos**
- 02 **Resiliencia europea**
- 03 **Energía: Afrontando riesgos geopolíticos**
- 04 **Inflación: Esta vez es diferente**
- 05 **Perspectivas de crecimiento económico**
- 06 **Acciones europeas**
- 07 **Conclusión**

Por favor, utilice el código QR
para acceder a una selección
de otros
informes CIO de Deutsche
Bank www.wealth.db.com.





01

Puntos clave

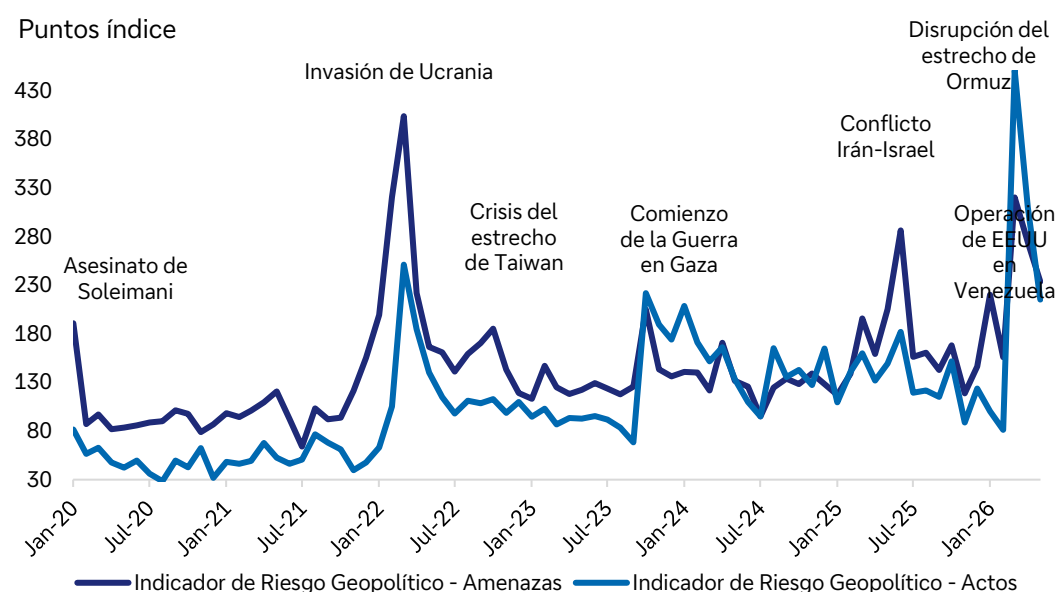
- La resiliencia europea no debería medirse únicamente por la capacidad de absorber impactos a corto plazo. Las mejoras en la competitividad a largo plazo, la productividad y la inversión del sector privado son clave. Sin ellos, la resiliencia europea corre el riesgo de mantenerse defensiva y dependiente del Estado en lugar de convertirse en una fuente duradera de crecimiento.
- Las limitadas consecuencias económicas de la crisis de Ormuz de 2026, en comparación con el choque energético de 2022, reflejan un contexto macroeconómico más favorable, así como una mayor resiliencia en el lado de la oferta. Con la inflación de la zona euro ya cerca del objetivo del 2% antes de la crisis, solo se espera un endurecimiento modesto de la política monetaria.
- Las acciones europeas han resistido relativamente bien el reciente shock energético, aunque las revisiones positivas de beneficios se han concentrado principalmente en el sector energético. La agenda europea podría crear nuevas oportunidades en los sectores de servicios públicos, defensa, industrial y tecnología.

Navegando dos shocks energéticos

La economía europea ha enfrentado dos grandes shocks geopolíticos en los últimos cinco años que han alterado los mercados energéticos globales: la guerra entre Rusia y Ucrania en 2022 y la crisis del Estrecho de Ormuz en 2026 (**Figura 1**).

Aunque la interrupción inmediata de los mercados energéticos en 2026 ha sido menos severa que en 2022, tensiones en Oriente Medio siguen suponiendo **riesgos para el suministro energético global**. El impacto económico e inflacionista más limitado del shock de Ormuz no debe interpretarse como evidencia de una mayor resiliencia. Un contexto macroeconómico significativamente diferente al de 2022 también ha jugado un papel importante. Más allá de los riesgos geopolíticos, la experiencia reciente también apunta a la creciente interacción entre las interrupciones energéticas y **los shocks relacionados con el clima**. Los fenómenos meteorológicos extremos han servido como fuente adicional de presión durante las crisis energéticas de 2022 y 2026, amplificando las tensiones sobre el suministro y la infraestructura energética.

Figura 1: Riesgos geopolíticos: amenazas y actos entre 2020 y 2026



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 17 de julio de 2026.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de marketing, pero no es así en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no implica 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 provocar 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 también subir, y puede que en ningún momento recupere la cantidad invertida. El capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en julio de 2026.



02

Resiliencia europea

El concepto de **resiliencia** es multifacético y requiere una distinción entre dos dimensiones relacionadas. La primera es una **dimensión cíclica**, que se refiere a la capacidad a **corto plazo** de las economías y los responsables políticos para restaurar el equilibrio tras un shock externo. Este proceso depende de la interacción entre los precios, la política monetaria y el ajuste del sector privado, asegurando que las interrupciones temporales no se conviertan en desequilibrios persistentes, presiones inflacionistas o debilidad prolongada en la inversión. Existe también una segunda **dimensión de oferta**, que refleja la capacidad estructural de una economía para asegurar el acceso a la energía, mantener cadenas de suministro funcionales, depender de infraestructuras robustas y proporcionar a las empresas la flexibilidad para adaptar los patrones de producción y abastecimiento.

Aunque **Europa** ha parecido menos vulnerable a las interrupciones relacionadas con la energía en 2026 que durante su crisis energética de 2022, la respuesta relativamente moderada de la inflación refleja principalmente **factores cíclicos**, incluyendo presiones de demanda más débiles y un entorno de política monetaria más manejable, y lo más importante, un shock sustancialmente menor en los precios de la energía. Al mismo tiempo, **las condiciones del lado de la oferta** han mejorado gracias a una mayor diversificación energética, un suministro energético más seguro y una mayor flexibilidad en la cadena de suministro. Pero las condiciones cíclicas probablemente han contribuido más a los resultados recientes que los cambios estructurales subyacentes.

La mayor resiliencia se ha convertido en un **objetivo político clave en Europa** desde la pandemia de COVID-19 y el surgimiento del conflicto entre Rusia y Ucrania. Gracias a los esfuerzos para diversificar las fuentes de energía y las cadenas de suministro, el enfoque de las políticas públicas se ha ampliado más allá de la diversificación para lograr **una mayor resiliencia económica** mediante la garantía de acceso a recursos críticos, infraestructuras robustas y colchones efectivos de contingencia. Los recientes acuerdos comerciales con socios como India, Australia, Mercosur y México forman parte de estos esfuerzos al diversificar las relaciones comerciales y fortalecer el acceso a bienes y mercados críticos.

El entorno macroeconómico

El shock energético de 2026 ha sido considerablemente menor que el que siguió a la invasión de Ucrania por parte de Rusia en 2022. Aunque las tensiones en torno al Estrecho de Ormuz han impulsado al alza los precios de la energía, los aumentos siguen siendo modestos en comparación con el aumento sin precedentes de los precios de la energía experimentado en 2022.

La situación macroeconómica europea también ha resultado **más favorable**. En 2022, el shock energético coincidió con una fuerte demanda pospandemia, graves interrupciones en la cadena de suministro, mercados laborales ajustados, un apoyo fiscal sustancial y un Banco Central Europeo (BCE) que inicialmente consideraba la inflación como temporal. Hoy en día, las condiciones son notablemente diferentes. El **exceso de demanda tras la pandemia ha disminuido en gran medida**, los cuellos de botella en la cadena de suministro se han suavizado, los mercados laborales están menos ajustados, las extraordinarias transferencias fiscales introducidas durante el inicio de la crisis de Ormuz han caducado en gran medida y el BCE ha demostrado un compromiso más firme para contener la inflación. Como resultado, los shocks energéticos de 2026 han generado una presión inflacionista significativamente **menor** que en 2022. Esta respuesta más moderada parece reflejar la menor magnitud del propio shock y el diferente trasfondo macroeconómico, incluyendo una demanda más débil, un estímulo fiscal reducido y una respuesta de política monetaria más decidida, en lugar de un aumento notable solo de la resiliencia económica estructural.



Resiliencia de la oferta

En el lado de la oferta, la diversificación del **suministro energético**, la capacidad adicional de importación de GNL y el desarrollo de fuentes alternativas de energía han reducido el riesgo de escasez energética física. Estas medidas representan una mejora significativa en la resiliencia económica de la zona.

Sin embargo, una mayor seguridad energética no implica aislamiento frente a los precios más altos de la energía. Aunque el riesgo de escaseces ha disminuido, **los costes energéticos siguen siendo elevados** en comparación con los niveles previos a la crisis y siguen **pesando en la competitividad industrial**. En resumen, la resiliencia de la oferta reduce el riesgo de interrupción pero no elimina los costes económicos asociados a los shocks en los precios de la energía.

Programas de inversión pública

Los programas de inversión pública, incluido el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (RRF) de la UE, pueden fortalecer la resiliencia de Europa a lo largo del tiempo al reducir vulnerabilidades estructurales en áreas como la energía, las infraestructuras y las cadenas de suministro críticas. Sin embargo, es probable que sus beneficios se materialicen solo de forma gradual y no son la principal razón del entorno inflacionista actual y más benigno.

Varios temas son clave en los programas de la UE para apoyar la resiliencia individual de las empresas e instituciones. Estas se complementan con más iniciativas nacionales.

El primer y principal tema sigue siendo **la seguridad energética y la transición energética**. Los países europeos han acelerado las inversiones en energías renovables (eólica, solar), redes eléctricas, almacenamiento de baterías, terminales de GNL, infraestructuras de hidrógeno y programas de eficiencia energética en los últimos años. El objetivo es reducir la dependencia de los combustibles fósiles importados mientras se hacen más fiables los sistemas energéticos.

El RRF de la UE asigna préstamos y subvenciones a los Estados miembros, que se invierten en línea con sus planes nacionales de recuperación y resiliencia, que sirven como requisito previo para acceder a los fondos. Estas inversiones se dirigen principalmente a proyectos que apoyan las transiciones verdes y digitales. **REPowerEU** es un plan independiente lanzado en 2022 para ayudar a la UE a diversificar su suministro energético, acelerar la producción de energía limpia y mejorar la eficiencia energética, con el objetivo de reducir la dependencia de las importaciones energéticas rusas. Además, a nivel nacional, por ejemplo, **Alemania** ha lanzado en 2025 un paquete de infraestructuras de 500 m.m.EUR con un fuerte enfoque en la modernización de energía, transporte y otras infraestructuras.

Europa también considera cada vez más **el gasto en defensa e infraestructuras de doble uso** como parte de la resiliencia y la seguridad económica. Esto incluye equipos de defensa, ciberseguridad, sistemas satelitales, infraestructura estratégica de transporte y activos de doble uso que sirven tanto a fines civiles como militares. A nivel nacional, por ejemplo, **Francia** también ha introducido un programa adicional de gasto militar de 35 m.m.EUR destinado a mejorar las capacidades de defensa, incluyendo tecnologías soberanas, disuasión nuclear, drones rentables y sistemas robóticos. Para más información, consulte nuestro informe reciente, [**PERSPECTIVES Viewpoint Alternative Investment - Infrastructure: Escaling for a future-proof world**](#).

Otro objetivo es aumentar la **soberanía de los semiconductores** mediante un menor nivel de dependencia de la producción extranjera, específicamente mediante la **European Chips Act** (2023 y 2026). El objetivo no es producir todos los chips de Europa, sino asegurar el suministro para industrias críticas como la automoción, la defensa y la automatización industrial. En este contexto, el sector minero europeo está siendo



remodelado por la **Critical Raw Materials Act**, que exige a la UE obtener el 10% de sus minerales críticos a nivel nacional para 2030. Las iniciativas actuales se centran en cadenas de suministro más resilientes, soluciones de economía circular y extracción sostenible habilitada digitalmente.

En los últimos años, varios países de la UE también han lanzado sus propias iniciativas para asegurar las cadenas de suministro de semiconductores y explorar posibilidades para la producción nacional. Por ejemplo, **Italia** ha incrementado la financiación pública para la investigación y desarrollo nacional de semiconductores, con una inversión objetivo de 225 mn.EUR para apoyar la fabricación nacional de chips y establecer un centro nacional de investigación industrial para el diseño de circuitos integrados y semiconductores. Paralelamente, los países europeos están invirtiendo individualmente de forma significativa en **infraestructuras digitales** como banda ancha de fibra, 5G y futuras redes móviles, infraestructura en la nube y centros de datos, así como en sistemas de ciberseguridad. El razonamiento es sencillo: las economías modernas dependen de la infraestructura digital de la misma manera que las generaciones anteriores dependían de las carreteras y los ferrocarriles. **España**, por ejemplo, ha perseguido de forma agresiva infraestructuras de datos soberanas y marcos de nube a través de una serie de iniciativas público-privadas clave lanzadas entre 2022 y 2026. Estos proyectos cuentan con fondos europeos NextGenerationEU.

Por último, la **resiliencia en el transporte y la logística** se está reforzando mediante inversiones significativas, por ejemplo en los corredores de la Red Transeuropea de Transporte (TEN-T), destinadas a mejorar la conectividad y reducir cuellos de botella. En virtud de la Directiva de la Comisión Europea sobre la Resiliencia de las Entidades Críticas, que entró en vigor en enero de 2023, los Estados miembros de la UE han adoptado estrategias nacionales para reforzar la infraestructura en once sectores clave, incluyendo energía, transporte, banca, salud, infraestructura digital y aguas residuales. **Suecia**, por ejemplo, está financiando amplias iniciativas de investigación para evaluar su resiliencia en el transporte y los sistemas frente a las alteraciones geopolíticas y relacionadas con el clima.

En última instancia, la resiliencia duradera dependerá no solo de la inversión pública, sino también de la **capacidad del sector privado para invertir, innovar y generar crecimiento de la productividad**. Sin una inversión empresarial más fuerte y ganancias en eficiencia, las mejoras en la resiliencia probablemente seguirán siendo limitadas y difíciles de mantener a largo plazo.

Energía: Afrontando riesgos geopolíticos

En 2022, el inicio de la guerra entre Rusia y Ucrania provocó una interrupción sistémica del suministro de gas a Europa, con efectos agravados por la reducción de la generación hidroeléctrica por sequía y cortes en los reactores nucleares franceses. En conjunto, estos shocks contribuyeron a un aumento de los precios de la energía y a una inflación de dos dígitos registrada en muchas economías europeas durante el invierno de 2022-23.

Esta vez, sin embargo, el impacto inflacionista ha estado hasta ahora considerablemente más contenido. Europa entró en el actual episodio con fuentes energéticas más diversificadas, mayor seguridad energética y mercados energéticos más integrados. Como la región no depende predominantemente de las importaciones de energía desde Oriente Medio, el cierre del Estrecho de Ormuz no ha provocado grandes interrupciones en el suministro físico. En cambio, el impacto ha afectado principalmente a Europa por el aumento de los precios globales de la energía, reflejando también el aumento de las primas de riesgo y la incertidumbre en torno a las rutas marítimas globales.

03



Desde marzo de 2026, varios gobiernos europeos también han introducido medidas destinadas a proteger a hogares y empresas del aumento inicial de los costes energéticos. Estas han incluido límites a los precios del combustible y la electricidad, así como subvenciones específicas. Sin embargo, el apoyo fiscal ha sido considerablemente menor que durante la crisis energética de 2022, cuando las transferencias a gran escala ayudaron a sostener la demanda. Aunque las medidas fiscales recientes han moderado parte del impacto inflacionista a corto plazo del shock de Ormuz, también pueden haber reducido los incentivos para ajustar el consumo y la producción de energía a precios energéticos aún algo más altos.

La Figura 2 muestra las implicaciones en el precio del gas natural de los shocks de 2022 y 2026. En 2022, Europa dependía de las importaciones de gas ruso a través de gasoductos, que representaban casi el 40% del total de importaciones de gas, mientras que las importaciones de GNL solo tenían una cuota de alrededor del 30%.

Actualmente, aproximadamente el 50% de las importaciones de gas son GNL, y alrededor de la mitad de esta cuota proviene de Estados Unidos. Las importaciones de GNL desde Oriente Medio, principalmente de Catar, representan menos del 10%.

Figura 2: Precios del gas TTF tras los shocks

TTF de gas natural (EUR/MWh, desde 30 días antes hasta 90 días después del inicio del conflicto)



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 3 de julio de 2026.

La Figura 3 muestra que, aunque el aumento en los precios del crudo Brent durante la actual crisis de Oriente Medio ha sido severo, hasta ahora ha sido menor en magnitud y menos persistente que en 2022. Aunque los precios del Brent subieron bruscamente tras el inicio de la crisis de Irán, los precios volvieron rápidamente a niveles alrededor de 70 USD/bbl a medida que el conflicto se desescalaba en mayo y junio. Las hostilidades renovadas han llevado recientemente a que los precios se acerquen a los 100 USD/barril, lo que indica que la volatilidad podría mantenerse más alta en los próximos meses. Más información sobre los desarrollos recientes en Oriente Medio puede encontrarse en nuestro [PERSPECTIVES - Interrupciones en el Mar Rojo: Riesgos crecientes para los mercados energéticos](#).

Sin embargo, algunos de los factores relacionados con el clima que agravaron la crisis energética europea en 2022 podrían resurgir, ya que el clima caluroso actual podría afectar la generación de electricidad nuclear y alterar el transporte por vías navegables interiores, como ocurrió en 2022 (véase arriba).



Europa podría entrar en esta temporada de invierno con **reservas de gas relativamente bajas**. Actualmente, las previsiones apuntan a unos niveles de almacenamiento de solo alrededor del 76% de su capacidad para octubre, muy por debajo del objetivo del 90% de la Comisión Europea para el 1 de noviembre. Esto supone un riesgo de precios de la gasolina más altos durante más tiempo, especialmente si la demanda invernal resulta mayor de lo esperado. Como muestra la Figura 2, los precios de la gasolina en Europa aún no han vuelto a sus niveles previos al conflicto. Esto podría suponer un viento en contra adicional para el crecimiento y la inflación en los próximos trimestres.

En resumen, tanto la evolución de los precios del gas como del petróleo indican que el **actual shock energético es menos estructural y severo para Europa que las crisis de 2022**. No obstante, las presiones actuales sobre el mercado europeo de gas podrían continuar hasta finales de año.

Figura 3: Precios del petróleo Brent tras shocks

Petróleo Brent (USD/barril, desde 30 días antes hasta 90 días después del inicio del conflicto)



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 3 de julio de 2026.

Inflación: Esta vez es diferente

Mientras que el shock energético de 2022 obligó al BCE a un ciclo agresivo de endurecimiento que limitó significativamente el crecimiento, en 2026 la inflación parece ya estar controlada y **los tipos de interés se mantienen cerca de niveles neutrales**. Esto permite una respuesta más mesurada, lo que implica que el **impacto de crecimiento** del shock de Ormuz —a través de los canales de política monetaria y transmisión crediticia— debería seguir siendo más limitado que en 2022.

Al inicio de la **guerra entre Rusia y Ucrania en 2022**, la economía de la zona euro se caracterizaba por un mercado **sobrepeso de demanda**, respaldado por transferencias fiscales considerables y un mercado laboral excepcionalmente ajustado, ambos ejerciendo una presión al alza considerable sobre los precios al consumidor. La fuerte interrupción en el suministro energético tras el estallido de la guerra añadió un poderoso **shock negativo de oferta**, amplificando las presiones inflacionistas existentes (véase la Figura 4).

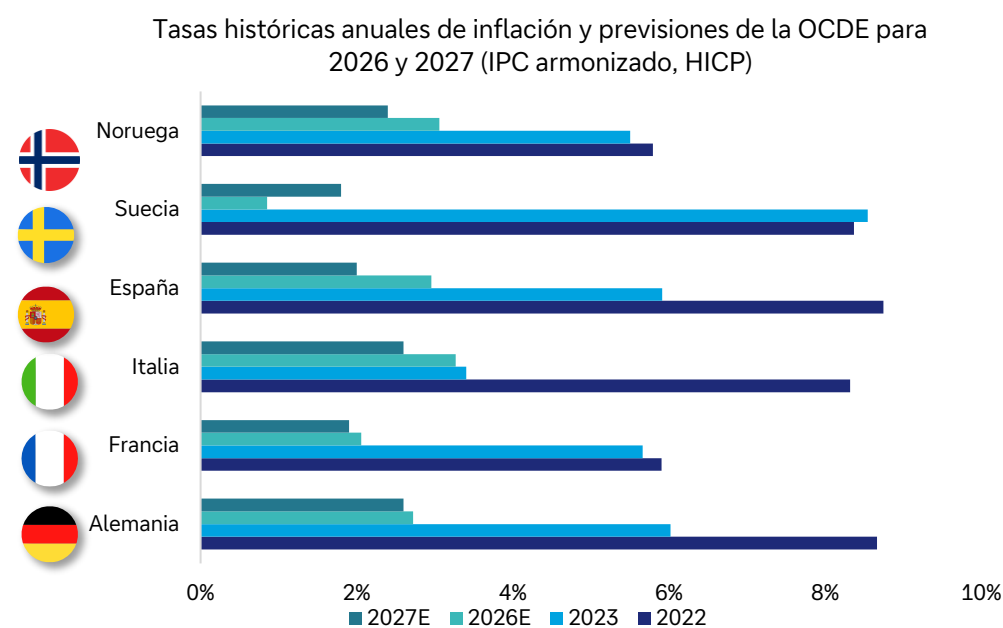


Aunque la inflación se percibió inicialmente como transitoria, el Banco Central Europeo (BCE) tuvo que responder de forma decisiva implementando una serie de subidas agresivas de tipos de interés, lo que llevó a un aumento rápido y sustancial de los **tipos reales**. Este endurecimiento de las condiciones financieras se convirtió en un factor clave detrás de la posterior desaceleración del crecimiento económico en la zona euro.

El entorno inflacionista actual difiere significativamente del observado en 2022. Al inicio de la crisis de Ormuz, la inflación ya había descendido a niveles **cercanos al objetivo del 2% del BCE**, reflejando tanto el desvanecimiento de los shocks anteriores como el impacto acumulado de la normalización previa de la política monetaria. Además, a diferencia de 2022, la política fiscal ya no ha proporcionado un impulso sustancial a la demanda de los hogares mediante transferencias a gran escala, mientras que las condiciones del mercado laboral se han suavizado, reduciendo las presiones salariales y de gasto. Por tanto, el entorno actual ya no se caracteriza por un exceso de demanda ni por dinámicas inflacionistas persistentes (Figura 4). En consecuencia, la respuesta esperada de política monetaria al reciente shock energético es mucho más limitada. En lugar de un amplio ciclo de endurecimiento, **solo se anticipa una subida adicional de tipos preventiva**. Los tipos de interés reales, aunque han subido moderadamente tras el shock de Ormuz, se mantienen en niveles normales.

Aunque podrían surgir condiciones de financiación algo más estrictas, se espera que el impacto global a través del canal de crédito sea significativamente más débil que durante el episodio de endurecimiento de 2022. La ausencia de un gran shock de la política monetaria sobre los tipos reales reduce el riesgo de una contracción pronunciada en la oferta y la demanda de crédito.

Figura 4: Respuestas de la inflación europea (HICP) comparación



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 2 de julio de 2026 (datos semanales).



05

Perspectivas de crecimiento económico

El conflicto de Ormuz ha alterado de manera significativa las perspectivas económicas de las economías europeas. Antes del conflicto, se esperaba una recuperación gradual del crecimiento, respaldada por una mayor demanda interna, una mejora del consumo de los hogares y un aumento de la inversión pública y privada. El aumento de los precios de la energía y cierto endurecimiento de las condiciones financieras ha creado desde entonces desafíos adicionales tanto para los hogares como para las empresas, debilitando las perspectivas de crecimiento y complicando las de inflación. Sin embargo, la magnitud de estos desafíos varía notablemente entre las economías europeas, reflejando variaciones en la dependencia energética, la estructura económica y la resiliencia fiscal.

Alemania

Se espera que el crecimiento alemán se recupere solo de forma gradual tras el shock energético de Ormuz. Las previsiones de crecimiento del PIB se han reducido y se espera que la economía alemana crezca solo un 0,7% en 2026 (véase Figura 6), a pesar de los 58.100 mn.EUR adicionales de gasto del paquete fiscal "Sondervermögen" previstos para 2026. Esto refleja el impacto sustancial de los precios más altos de la energía en el modelo de crecimiento industrial y orientado a las exportaciones de Alemania.

La demanda interna se está viendo afectada por fuerzas opuestas. El consumo privado sigue bajo presión, ya que una mayor inflación erosiona el poder adquisitivo de los hogares y pesa sobre el sentimiento del consumidor. Según la OCDE, **la renta real neta disponible** aumentará un 0,4% en 2026, después de haber crecido solo un 0,3% en 2025. Al mismo tiempo, el mercado laboral alemán se está debilitando: el Instituto IFO prevé que el empleo total disminuya en torno a 140.000 en 2026, manteniéndose la tasa de desempleo en el 6,3%.

La inversión recibe un importante apoyo político, pero sigue siendo vulnerable a shocks externos. Se espera que la política fiscal proporcione un impulso significativo mediante un mayor gasto en infraestructuras, neutralidad climática y defensa, con el IFO Institute estimando un impulso fiscal expansivo del 0,9% del PIB en 2026 y una contribución al crecimiento de aproximadamente 0,5 p.porcentuales.

El **sector externo** tampoco es probable que proporcione un fuerte impulso de crecimiento. Aunque las exportaciones, especialmente hacia la UE, recuperaron cierto impulso a principios de 2026, Alemania sigue expuesta a un comercio global más débil, mayores costes energéticos y presión sobre la competitividad industrial. Por tanto, el shock de Ormuz afecta al sector externo alemán no solo por el aumento de los precios de importación, sino también por la menor demanda extranjera y la presión de márgenes en la manufactura intensiva en energía.

En general, **la resiliencia** de Alemania **depende cada vez más de reformas estructurales**. Una mayor inversión pública, el gasto en defensa y un nuevo paquete de reformas previsto deberían evitar una contracción económica. Sin embargo, las perspectivas a corto plazo siguen estando limitadas por el débil consumo privado, la frágil inversión privada y la exposición de la economía a una actividad industrial intensiva en energía. Por tanto, las reformas acordadas en pensiones, fiscales, mercado laboral y burocracia son, por tanto, clave como una vía de reforzar la confianza y el crecimiento potencial a medio plazo y no un contrapeso inmediato al shock energético.

Francia

Francia ha sido menos vulnerable al shock energético de 2026 que Italia o Alemania, ya que alrededor del 70% de su electricidad se genera con **energía nuclear**. Como resultado, las tasas de inflación general y subyacente francesas se han mantenido significativamente más bajas que en Italia o Alemania. La inflación general en Francia alcanzó su máximo del 2,8 % en mayo, antes de caer al 1,8 % en junio. Se espera que la inflación anual se mantenga en el 1,8% en 2026.



Italia

En Italia, los aumentos de los precios de la energía no parecen haber provocado un shock económico amplio, ya que el crecimiento sigue apoyado por una **fuerte demanda interna**. Las exportaciones se han mantenido resilientes a pesar de un entorno externo debilitado. Una reapertura sostenida del Estrecho de Ormuz y la consiguiente reducción de los costes energéticos podrían, sin embargo, proporcionar un apoyo adicional a la demanda interna al mejorar el poder adquisitivo de los hogares y reducir las presiones de costes sobre las empresas. **Se** espera que el crecimiento del PIB en 2026 se mantenga modesto en el 0,8% (véase la Figura 6), mientras que la inflación se mantiene alrededor del 3,1%.

A pesar de ser una de las economías europeas potencialmente más vulnerables al shock energético, el aumento de los rendimientos de los bonos gubernamentales italianos a 10 años durante la fase inicial de la crisis se limitó a percepciones generalmente positivas sobre el riesgo político y fiscal. Es probable que Italia siga beneficiándose de la inversión pública financiada por el RRF en los próximos años, limitando los riesgos fiscales. Sin embargo, las próximas elecciones generales, previstas para finales de 2027, podrían aumentar gradualmente los riesgos fiscales, ya que es probable que los partidos políticos compitan con compromisos fiscales expansivos.

La reconstrucción **de las reservas de gas agotadas** —que habían caído hasta alrededor del 50% de la capacidad a finales de mayo de 2026, muy por debajo del objetivo del 90% de la UE para la temporada invernal— probablemente ejerza una presión adicional sobre las finanzas públicas, especialmente si los precios de la energía se mantienen elevados durante más tiempo. A finales de 2025, la ratio deuda/PIB de Italia ya se situaba en un relativamente alto 137,1%, frente a la media de la zona euro del 87,8%.

España

Se espera que España sea una de las economías más resilientes de la Eurozona ante el shock de precios de la energía en 2026, como ocurrió en 2022. Esperamos que la economía española crezca un 1,8% en 2026 (Figura 6).

El perfil de crecimiento de España sigue liderado principalmente por la **demandas interna**, que proporciona cierto grado de resiliencia frente a los shock de demanda externos. El consumo privado sigue apoyándose en el aumento de los ingresos reales disponibles, el fuerte crecimiento del empleo y la relajación de las condiciones financieras. La inmigración y el crecimiento demográfico siguen apoyando la oferta de mano de obra, especialmente en el sector servicios, ayudando a España a evitar la escasez de mano de obra que se observa en otras partes de Europa. Los efectos de la reciente regularización masiva de migrantes indocumentados empiezan a reflejarse en las cifras de asalariados. Aunque el aumento temporal de los precios de la energía probablemente afectará los ingresos reales disponibles debido a la mayor inflación, el impacto en el consumo probablemente seguirá siendo limitado. Según las previsiones de la OCDE, se espera que la renta real neta disponible se contraiga un -0,1% en 2026, tras haber crecido fuertemente un 2,5% en 2025. El Banco de España (BdE) prevé que el empleo aumente un 2,2% en 2026 y que el desempleo baje al 10,0%. En general, según el BdE, se espera que el consumo privado crezca un 2,6% en 2026.

La inversión, junto con el consumo, ha sustituido cada vez más al turismo y las exportaciones como principales motores de crecimiento. Según el BdE, se espera que la inversión crezca de forma robusta un 4,1% en 2026, tras haber crecido un 5,8% en 2025. El BdE espera que las exportaciones netas resten -0,4 ppt al crecimiento del PIB en 2026 pero, dado que la estructura exportadora española está más orientada a los servicios y menos dependiente de sectores industriales intensivos en energía, es probable que el impacto adverso del shock energético se contenga.



Sin embargo, de cara al futuro, la expiración de la ayuda pública vinculada a la reciente crisis geopolítica y a los fondos de la NGEU, junto con el aumento de los costes, apunta a una moderación del crecimiento económico español durante la segunda mitad del año y durante 2027, aunque se espera que el crecimiento se mantenga relativamente fuerte.

Suecia

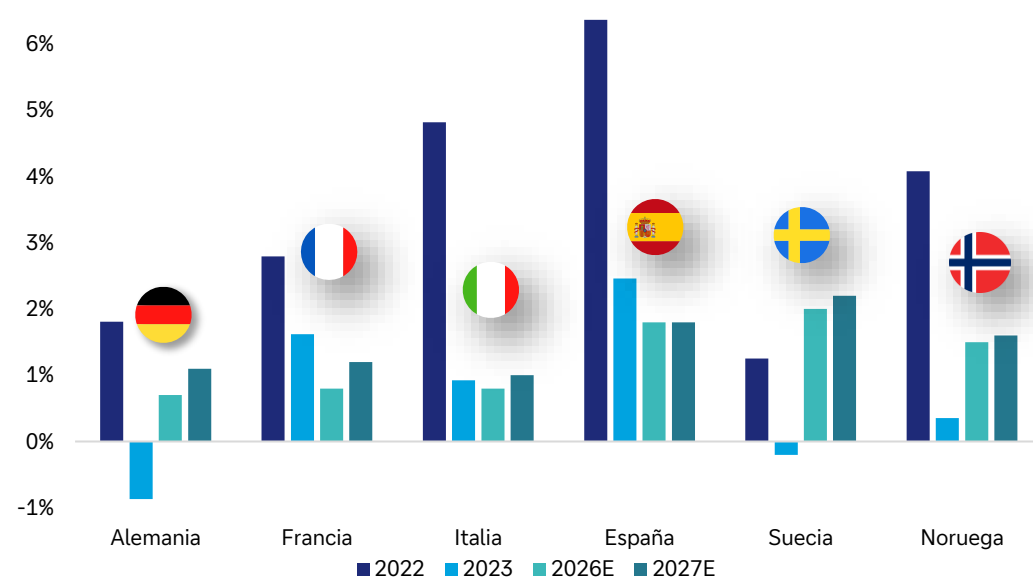
Aunque la economía sueca se ha visto menos afectada por el shock de precios de la energía, su nivel de apertura —con exportaciones que suman el 54,6% del PIB en 2024— hace que la economía sea vulnerable a los desarrollos económicos globales. Sin embargo, es probable que el aumento **del gasto en defensa** impulse la industria sueca y un estímulo fiscal adicional, que incluye una reducción del impuesto sobre el valor añadido (IVA) sobre alimentos, entre otras medidas para este año, estimule el gasto de los consumidores y fomente la inversión nacional. Preveemos que el crecimiento económico se acelere del 1,7% en 2025 al 2,0% en 2026 (véase Figura 6), bajo la suposición de que el shock de precios de la energía haya disminuido para 2027. Esperamos una inflación sueca del 1,5% en 2026, aún por debajo del objetivo del banco central del 2%. No obstante, en su reunión de junio, el Riksbank mantuvo una postura ligeramente beligerante, afirmando que existe cierta probabilidad de una subida de tipos hacia finales de 2026.

Noruega

Noruega ha sido una de las pocas economías que se ha **beneficiado de las** interrupciones **en las cadenas globales de suministro energético**. Desde el inicio del conflicto, las exportaciones energéticas noruegas se han visto impulsadas por el aumento de la demanda externa de petróleo y gas noruegos, ya que otros países han redirigido parte de sus cadenas de suministro hacia este país, a lo que se añade el aumento de los precios de la energía. Esperamos que el crecimiento económico noruego alcance el 1,5% en 2026, pero con una inflación del 3,3%, por encima del objetivo del banco central del 2%.

Figura 6: Previsiones de crecimiento en países europeos seleccionados

Crecimiento anual real del PIB



Fuente: FMI, LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a fecha de 2 de julio de 2026.



06

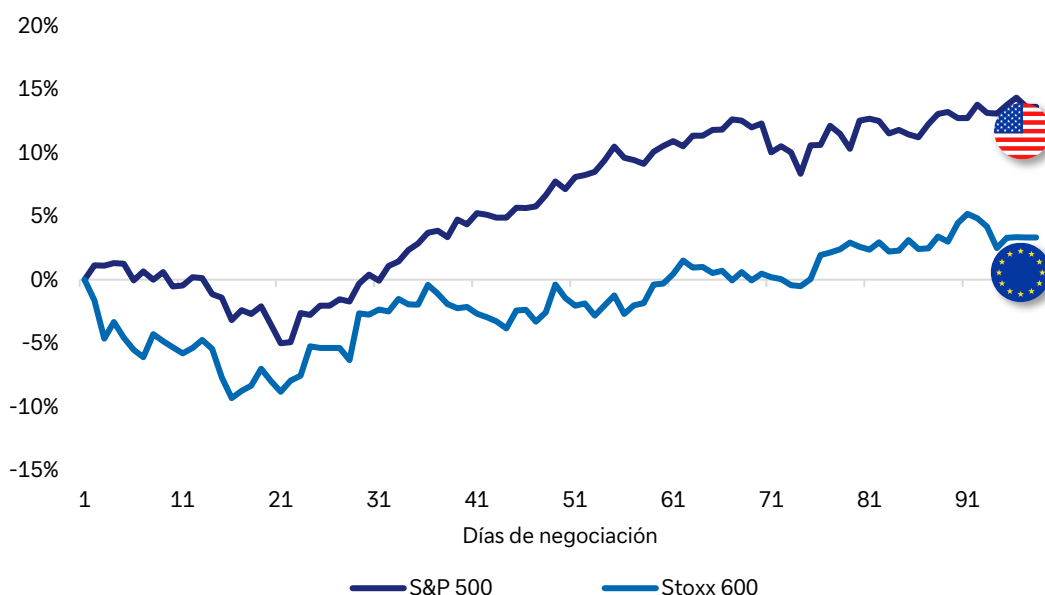
Una reapertura sostenida del Estrecho de Ormuz probablemente no provoque una caída sustancial en las exportaciones netas de energía de Noruega, ya que otras economías empiezan a acumular reservas de petróleo y gas para el invierno, algo que probablemente seguirá apoyando la corona noruega.

Acciones europeas

Desde el inicio del conflicto con Irán, las acciones europeas han recuperado con creces sus pérdidas iniciales, aunque la recuperación ha quedado por detrás de los índices estadounidenses, más orientados a la tecnología. Aunque la brecha de rendimiento entre EEUU y Europa se redujo después, las tensiones renovadas han vuelto a afectar a las acciones europeas recientemente (véase la Figura 7).

Figura 7: La recuperación de las acciones europeas, por detrás de EEUU

Retorno total acumulado en EUR desde el inicio del conflicto iraní



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a fecha de 13 de julio de 2026.

Al mismo tiempo, **las estimaciones de beneficios para las empresas STOXX 600** han sido notablemente resilientes. Como señalamos anteriormente en marzo, los beneficios europeos podrían beneficiarse del aumento de los precios de la energía gracias al peso relativamente alto de las acciones energéticas en el STOXX 600 (más del 6% de su capitalización bursátil) en comparación con otros índices regionales. En cambio, los analistas estiman que los costes energéticos representan solo alrededor del 1% de las ventas de las empresas STOXX 600 en general, con los sectores más intensivos en energía, como Viajes y Ocio y Química, con solo una cuota modesta del índice. Las revisiones al alza de los ingresos energéticos han dominado el aumento en las estimaciones de crecimiento de los beneficios del STOXX 600 para 2026, que actualmente se sitúan en el 14,3% (véase **la Figura 8**). Por tanto, el shock energético no se ha traducido hasta ahora en un deterioro generalizado de las perspectivas de beneficios europeas.



De cara al futuro, las acciones europeas podrían beneficiarse de una relajación de las tensiones geopolíticas y de una mejora resultante en las perspectivas de crecimiento global, dado que las empresas europeas cotizadas generan la mayoría de sus ingresos fuera de la región. Además, cualquier ampliación adicional en el liderazgo en el mercado más allá de un grupo reducido de acciones tecnológicas estadounidenses podría tender a apoyar el rendimiento relativo del mercado europeo, dado el mayor enfoque de la región en los sectores industrial, financiero y defensivo.

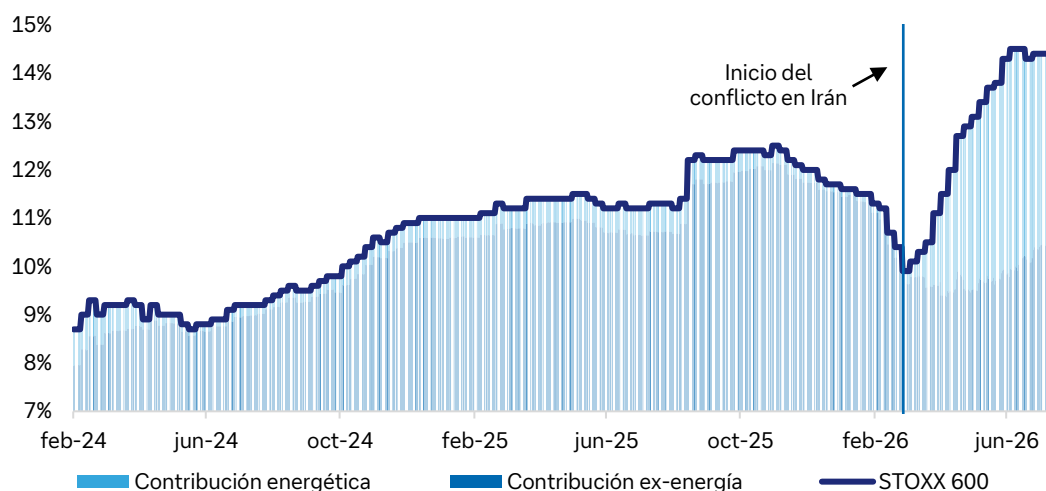
Más allá de la recuperación cíclica, **el creciente foco de Europa en la resiliencia está emergiendo como un tema estructural de inversión**. los gobiernos europeos están aumentando inversiones en seguridad energética, defensa, infraestructuras digitales, cadenas de suministro de semiconductores y redes estratégicas de transporte. Aunque los beneficios económicos de esto tardarán en materializarse, estas iniciativas podrían ayudar a sostener un ciclo de inversión plurianual en varios sectores.

La seguridad energética sigue siendo una de las áreas de inversión más visibles. La reciente crisis ha puesto de manifiesto la importancia de una generación energética nacional fiable, redes eléctricas e infraestructuras de almacenamiento. Como resultado, **las empresas energéticas** están evolucionando cada vez más desde su papel tradicional como pagadores defensivos de dividendos hacia beneficiarios de un aumento estructural del gasto de capital. El aumento de la demanda eléctrica derivada de la electrificación (véase [también PERSPECTIVES Special - La nueva era de la electricidad](#)), las inversiones en centros de datos relacionadas con IA y el despliegue de energías renovables proporcionan motores de crecimiento duraderos para el sector.

Las empresas **europeas de defensa** también parecen estar bien posicionadas. El impulso del continente para fortalecer las capacidades militares y reducir dependencias externas está apoyando un aumento plurianual en los presupuestos de defensa y la actividad de adquisiciones, beneficiando a empresas expuestas a equipos de defensa, aeroespacial, ciberseguridad y tecnologías relacionadas. Aunque el sector ha perdido impulso recientemente, reflejando la toma de beneficios, el aumento de los costes de insumos y un cambio en el enfoque de los inversores hacia oportunidades relacionadas con la IA, la perspectiva a largo plazo sigue respaldada por el aumento del gasto y un entorno de seguridad cambiante.

Figura 8: Las expectativas de BPA en el STOXX 600 impulsadas al alza por el sector energético

Crecimiento y contribuciones al BPA 2026



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a fecha de 13 de julio de 2026 (datos semanales).



07

Por último, los esfuerzos para mejorar la soberanía tecnológica y asegurar cadenas de suministro críticas pueden crear oportunidades para determinadas **empresas industriales y tecnológicas** europeas. Las inversiones en fabricación de semiconductores, automatización, electrónica de potencia, equipos de red e infraestructura digital probablemente seguirán siendo una prioridad mientras Europa busca reducir dependencias estratégicas y fortalecer su base industrial.

En conjunto, las acciones europeas parecen respaldadas por estimaciones de beneficios resilientes y un creciente compromiso con la inversión estratégica. La agenda de resiliencia de Europa podría proporcionar un viento a favor estructural para sectores seleccionados, especialmente servicios públicos, defensa y partes de la cadena de valor industrial y tecnológica. Sin embargo, las tensiones geopolíticas y el progreso en la implementación de políticas estructurales siguen siendo riesgos clave.

Conclusión

Europa parece estar mejor posicionada hoy para absorber shocks geopolíticos y energéticos que durante la crisis energética de 2022, pero las razones de esta mejora deben interpretarse con cuidado. La diversificación de fuentes de energía, la ampliación de la infraestructura de GNL y los ajustes en la cadena de suministro han reforzado la resiliencia de la oferta y reducido el riesgo de carencias agudas. Al mismo tiempo, el impacto económico limitado de las recientes tensiones en el Estrecho de Ormuz también refleja la menor magnitud del propio shock energético y un contexto macroeconómico europeo más favorable. A diferencia de 2022, el impacto no coincide con un fuerte boom de demanda tras la pandemia, graves interrupciones en la cadena de suministro, mercados laborales excepcionalmente ajustados ni una respuesta del banco central que inicialmente subestimó los riesgos inflacionistas.

Pero aunque Europa pueda ser mejor capaz de absorber un shock agudo, esto no significa que la región pueda considerarse aún verdaderamente resiliente. Los costes energéticos estructuralmente más altos, la menor competitividad industrial y el crecimiento insuficiente de la productividad siguen pesando en las perspectivas a medio plazo. El shock energético actual puede ser absorbido sin desencadenar una crisis europea inmediata, pero sigue dañando la competitividad con el tiempo. Esto sigue siendo especialmente relevante para industrias intensivas en energía y economías europeas con una base manufacturera mayor.

Para las acciones, las implicaciones son por tanto selectivamente positivas más que uniformemente positivas. El aumento de la inversión en seguridad energética, defensa, infraestructuras y tecnologías estratégicas podría crear oportunidades estructurales en sectores seleccionados, incluyendo servicios públicos, empresas de defensa y partes de la cadena de valor industrial y tecnológica. Sin embargo, un potencial de alza más duradero y amplio para las acciones europeas probablemente requeriría un crecimiento de la productividad más fuerte, menores presiones estructurales sobre los costes y un resurgimiento de la inversión del sector privado.

Europa solo se volverá realmente resiliente si sus empresas pueden resistir shocks energéticos, geopolíticos y de la cadena de suministro mediante balances más sólidos, abastecimientos más flexibles, mejor acceso al capital, adopción tecnológica más rápida y mayor productividad. Por tanto, la prioridad política debería ser mejorar el lado de la oferta en la economía europea: costes energéticos competitivos, aprobaciones más rápidas, mercados de capitales más profundos, mayor oferta laboral, apertura comercial y normas claras que apoyen la competencia y la innovación. Sin esto, la resiliencia europea corre el riesgo de permanecer reactiva y en parte dependiente del Estado en lugar de convertirse en una fuente duradera de crecimiento y competitividad.



Apéndice

Glosario

Banco de España (BdE) es el banco central de España.

Barril (bbl) es una unidad de volumen utilizada para cotizar crudo, equivalente a 42 galones estadounidenses.

Brent es una categoría de crudo utilizada como referencia en la fijación de precios del petróleo.

La inflación subyacente se refiere a una medida de la inflación que excluye algunos componentes volátiles (por ejemplo, energía). Estos componentes excluidos pueden variar de un país a otro.

La Ley de Materias Primas Críticas (Critical Raw Materials Act) es una legislación de la Unión Europea destinada a reforzar la seguridad y sostenibilidad de los suministros críticos de materias primas.

El beneficio por acción (EPS o en español BPA) se calcula como el beneficio neto de una empresa menos los dividendos de las acciones preferentes, todos divididos por el número total de acciones en circulación.

EUR es el código monetario del euro, la moneda de la Eurozona.

El Banco Central Europeo (BCE) es el banco central de la Eurozona.

La European Chips Act es una legislación de la Unión Europea destinada a fortalecer la producción, investigación y resiliencia al suministro de semiconductores en Europa.

La Unión Europea (UE) es una asociación política y económica compuesta por 27 Estados miembros.

La Eurozona está formada por 21 Estados miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro como su moneda común y única moneda de curso legal.

Los bonos gubernamentales son emitidos por un gobierno para apoyar el gasto público, principalmente en la moneda nacional del país y están respaldados por la plena fe del gobierno.

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

El Índice Armonizado de Precios al Consumidor (HICP) es un enfoque para medir la inflación de precios al consumidor que ha sido estandarizado en los países de la UE.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) fue fundado en 1994, incluye 189 países y trabaja para promover la cooperación monetaria internacional, la estabilidad cambiaria y el desarrollo económico en general.

GNL significa gas natural licuado.

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

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) cuenta con 35 países miembros y tiene como objetivo fomentar el progreso económico y el comercio mundial.

El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (RRF) es un instrumento de la Unión Europea que otorga subvenciones y préstamos para apoyar las reformas e inversiones de los Estados miembros.

REPowerEU es un plan de la Unión Europea para diversificar el suministro energético, acelerar la producción de energía limpia y mejorar la eficiencia energética.

Las primas de riesgo se refieren al rendimiento superior a la tasa libre de riesgo que se espera que genere una inversión. Es una forma de compensación para inversores que toleran el riesgo adicional.

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

La Instalación de Transferencia de Títulos (TTF) es un centro virtual de comercio de gas natural en los Países Bajos y un referente para los precios del gas en Europa.

La Red Transeuropea de Transporte (TEN-T) es la política de red de la Unión Europea para conectar las principales infraestructuras de transporte en toda Europa.

USD es el código de moneda del dólar estadounidense.

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



Apéndice

Bibliografía

Banco de España. [Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía Española](#), June 2026.

Gaulier, Guillaume y Charles Serfaty. [Balance energético en 2022: la crisis en la generación de energía nuclear llegó en el peor momento posible](#), el 24 de noviembre de 2023.

Consejo Europeo. [¿Cuánto gas han almacenado los países de la UE?](#) 17 de marzo de 2026.

Unión Europea. [Centro de Recuperación y Resiliencia](#). 21 de julio de 2026.

Instituto Ifo. [Previsión económica de Ifo verano 2026: Aumento del precio de la energía actuando como freno – Política fiscal que proporciona un impulso](#), 18 de junio de 2026.

Fondo Monetario Internacional. [Actualización de Perspectivas Económicas Mundiales – Economía Global en Corrientes Cruzadas de Guerra y Tecnología](#), 9 de julio de 2026.



Evolución histórica

	29.7.2021 - 29.7.2022	29.7.2022 - 29.7.2023	29.7.2023 - 29.7.2024	29.7.2024 - 29.7.2025	29.7.2025 - 29.7.2026
S&P 500	-5.1%	12.8%	21.0%	18.2%	16.2%
Stoxx 600	-2.5%	11.0%	12.3%	11.1%	20.8%
TTF Natural Gas	390.1%	-86.9%	33.3%	0.2%	76.9%
Brent Oil	37.6%	-20.5%	-4.1%	-9.1%	22.5%

Fuente: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P., LSEG Datastream; Datos a 29 de julio de 2026.



Apéndice

Nota importante

General

Este documento no puede distribuirse en Canadá ni en Japón. Este documento está siendo difundido de buena fe por Deutsche Bank Aktiengesellschaft, sus sucursales (según lo permitido en cualquier jurisdicción relevante), las empresas afiliadas y sus directivos y empleados (colectivamente, "Deutsche Bank").

Este documento es únicamente para tu información y no pretende ser una oferta, recomendación o solicitud de compra o venta de cualquier inversión, valor, instrumento financiero u otro producto específico, para concluir una transacción, ni para proporcionar ningún servicio de inversión o asesoramiento de inversión, ni para proporcionar ninguna investigación, investigación de inversión o recomendación de inversión, en cualquier jurisdicción. La información aquí contenida no sustituye los consejos adaptados a las circunstancias individuales del inversor. Todos los materiales de este documento están destinados a ser revisados en su totalidad. Si un tribunal competente considera que alguna disposición de esta renuncia es inaplicable, las disposiciones restantes permanecerán plenamente vigentes. Este documento ha sido preparado como un comentario general del mercado sin considerar las necesidades de inversión, objetivos o circunstancias financieras de ningún inversor en particular. Las inversiones están sujetas a riesgos de mercado que derivan del instrumento o que son específicos del instrumento o están vinculados al emisor en particular. Si se materializan estos riesgos, los inversores pueden sufrir pérdidas, incluyendo (sin limitación) una pérdida total del capital invertido. El valor de las inversiones puede caer o incluso subir, y un inversor puede no recuperar la cantidad originalmente invertida en ningún momento. Este documento no identifica todos los riesgos (directos o indirectos) u otras consideraciones que puedan ser relevantes para un inversor al tomar una decisión de inversión.

Este documento y toda la información incluida en este se proporcionan "tal cual", "según esté disponible" y Deutsche Bank no realiza ninguna representación ni garantía de ningún tipo, expresa, implícita o estatutaria, respecto a ninguna declaración o información aquí contenida o emitida en conjunto con este documento. En la medida permitida por las leyes y normativas aplicables, Deutsche Bank no garantiza la rentabilidad de ningún instrumento financiero o medida económica. Todas las opiniones, precios de mercado, estimaciones, declaraciones prospectivas, declaraciones hipotéticas, rendimientos de previsión u otras opiniones que conduzcan a conclusiones financieras aquí contenidas reflejan el juicio subjetivo de Deutsche Bank a la fecha de este documento. Sin limitaciones, Deutsche Bank no garantiza la exactitud, adecuación, integridad, fiabilidad, puntualidad o disponibilidad de este documento ni de cualquier información contenida y se niega expresamente a la responsabilidad por errores u omisiones aquí (si los hay). Las declaraciones prospectivas implican elementos significativos de juicios y análisis subjetivos, y los cambios en estos y/o la consideración de factores diferentes o adicionales podrían tener un impacto material en los resultados indicados. Por lo tanto, los resultados reales pueden variar, quizás de forma significativa, de los aquí contenidos.

Salvo que se indique lo contrario en este documento, todas las declaraciones de opinión reflejan la valoración actual de Deutsche Bank, que puede cambiar en cualquier momento. Deutsche Bank no asume ninguna obligación de actualizar la información contenida en este documento ni de informar a los inversores sobre la información disponible y actualizada. La información contenida en este documento está sujeta a cambios sin previo aviso y se basa en una serie de supuestos, estimaciones, opiniones y modelos o análisis hipotéticos que —aunque desde el punto de vista actual del Banco se basan en información adecuada— pueden no resultar válidos o no resultar precisos o correctos en el futuro, y pueden diferir de las conclusiones expresadas por otros departamentos dentro de 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, equidad o exactitud de la información y no debe confiarse en ella como tal. Este documento puede proporcionar, para su comodidad, referencias a sitios web y otras fuentes externas. Deutsche Bank no asume ninguna responsabilidad por su contenido y su contenido no forma parte de este documento. Acceder a esas fuentes externas es bajo tu propio riesgo.

En la medida en que lo permitan las leyes y normativas aplicables, este documento es solo para fines de discusión y no pretende crear obligaciones legalmente vinculantes para Deutsche Bank, y Deutsche Bank no actúa como su asesor financiero ni en calidad fiduciaria, salvo que Deutsche Bank acuerde expresamente lo contrario 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, objetivos, circunstancias financieras o los posibles riesgos y beneficios de dicha decisión de inversión. Al tomar una decisión de inversión, los posibles inversores no deben basarse en este documento, sino únicamente en lo que contiene la documentación final de la oferta relacionada con la inversión. Como proveedor global de servicios financieros, Deutsche Bank se enfrenta de vez en cuando a conflictos de interés reales y potenciales. La política de Deutsche Bank es tomar todas las medidas apropiadas para mantener y operar arreglos organizativos y administrativos efectivos que permitan identificar y gestionar dichos conflictos.



Apéndice

Deutsche Bank no ofrece asesoramiento fiscal ni legal, incluido este documento, y nada de este documento debe interpretarse como que Deutsche Bank proporcione asesoramiento de inversión a cualquier persona. Los inversores deberían consultar a sus propios expertos fiscales, abogados y asesores de inversiones para considerar inversiones y estrategias descritas por Deutsche Bank. A menos que se notifique lo contrario en un caso concreto, inversión los instrumentos no están asegurados por ninguna entidad gubernamental, no están sujetos a esquemas de protección de depósitos ni garantizados, incluido Deutsche Bank. Este documento no puede ser reproducido ni 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 acepta ninguna responsabilidad derivada del uso o distribución de este documento ni por ninguna acción o decisión tomada respecto a las inversiones mencionadas en este documento que el inversor pueda haber realizado o pueda tomar 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, Estados Unidos. Este documento no está dirigido ni destinado a su distribución o uso por ninguna persona o entidad que sea ciudadano, residente o se encuentre en cualquier localidad, estado, país u otra jurisdicción donde dicha distribución o uso de publicación 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 actualmente no se cumpla. Las personas en cuyo poder pueda llegar este documento deben informarse y respetar dichas restricciones. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros; Nada de lo contenido constituirá ninguna representación, garantía o predicción sobre el rendimiento futuro. Se puede obtener más información previa solicitud.

Deutsche Bank AG es una sociedad anónima ("Aktiengesellschaft") constituida bajo las leyes de la República Federal de Alemania con sede en Frankfurt am Main. Está registrada en el tribunal de distrito ("Amtsgericht") de Frankfurt am Main con el número HRB 30 000 y autorizada para ejercer operaciones bancarias y prestar servicios financieros. Deutsche Bank AG está supervisada por el Banco Central Europeo ("BCE"), la 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, 60431 Frankfurt am Main (www.bundesbank.de).

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

Este documento fue generado o editado con el apoyo de inteligencia artificial (IA). Fue revisado por empleados responsables de la Oficina Principal de Inversiones de Deutsche Bank.

Para residentes de los Emiratos Árabes Unidos

Este documento es estrictamente privado y confidencial y se distribuye a un número limitado de inversores, no debe ser entregado a nadie que no sea el destinatario original, ni puede ser reproducido ni utilizado para ningún otro propósito. Al recibir este documento, la persona o entidad a la que se le ha emitido entiende, reconoce y acepta que este documento no ha sido aprobado por el Banco Central de los EAU, la Autoridad de Valores y Materias Primas de los EAU, el Ministerio de Economía de los EAU ni ninguna otra autoridad en los EAU. No se ha realizado ni se realizará marketing de ningún producto o servicio financiero desde el interior de los Emiratos Árabes Unidos y no se podrá ni consumir ninguna suscripción a fondos, valores, productos o servicios financieros dentro de los Emiratos Árabes Unidos. Esto no constituye una oferta pública de valores en los Emiratos Árabes Unidos conforme a la Ley de Sociedades Comerciales, la Ley Federal N° 2 de 2015 (modificada periódicamente) ni de otro tipo. Este documento solo podrá distribuirse a "Inversores Profesionales", según lo definido en el Reglamento sobre Actividades Financieras y Mecanismo de Reconciliación de la Autoridad de Valores y Materias Primas de los EAU (modificado periódicamente).

Para los residentes de Kuwait

Este documento te ha sido enviado a petición propia. Esta presentación no está destinada a la circulación general del público en Kuwait. Las inversiones descritas aquí no han sido autorizadas para su oferta en Kuwait por parte de la Autoridad de Mercados de Capitales de Kuwait ni de ninguna otra agencia gubernamental kuwaití relevante. Por tanto, la oferta de cualquier inversión en Kuwait basada en una colocación privada o oferta pública está, por tanto, restringida conforme al Decreto-Ley n° 31 de 1990 y al reglamento de aplicación correspondiente (según enmendadas) y a la Ley n° 7 de 2010 y sus estatutos (según enmendadas). No se realiza ninguna oferta privada o pública de inversiones en Kuwait, y no se concluirá ningún acuerdo relacionado con la venta de inversiones en Kuwait. No se están utilizando actividades de marketing, solicitud o incentivo para ofrecer o comercializar inversiones en Kuwait.



Apéndice

Para los residentes del Reino de Arabia Saudí

Este documento no podrá distribuirse en el Reino salvo a aquellas personas que estén permitidas por el Reglamento de Fondos de Inversión emitido por la Autoridad del Mercado de Capitales. La Autoridad del Mercado de Capitales no asume ninguna responsabilidad por el contenido de este documento, no hace ninguna declaración sobre su exactitud o integridad, y se niega expresamente de cualquier responsabilidad por cualquier pérdida derivada o incurrida en la confianza de cualquier parte de este documento. Los futuros suscriptores de las inversiones descritas en este caso deben realizar su propia debida diligencia sobre la exactitud de cualquier información relacionada con las mismas. Si no entiende el contenido de este documento, debería consultar a un asesor financiero autorizado.

Para los residentes de Catar

Este documento no ha sido presentado, revisado ni aprobado por el Banco Central de Catar, la Autoridad de Mercados Financieros de Catar, la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Catar ni ningún otro organismo gubernamental qatari o bolsa de valores relevante, ni bajo ninguna ley del Estado de Catar. Este documento no constituye una oferta pública y está dirigido únicamente a la parte a la que se le ha entregado. No se concluirá ninguna transacción en Catar y cualquier consulta o solicitud, y las asignaciones realizadas fuera de Catar, deben ser recibidas.

Para los residentes del Reino de Baréin

Este documento no constituye una oferta de venta ni participación en valores, derivados o fondos comercializados en Baréin según el significado del Reglamento de la Agencia Monetaria de Baréin. Todas las solicitudes de inversión deben ser recibidas y cualquier asignación debe realizarse, en cada caso desde fuera de Baréin. Este documento ha sido preparado solo para fines de información privada de los inversores previstos que serán instituciones. No se hará ninguna invitación al público en el Reino de Baréin y este documento no será emitido, transmitido ni puesto a disposición del público en general. El Banco Central (CBB) no ha revisado, ni ha aprobado, este documento ni la comercialización de ningún valor, derivado o fondo en el Reino de Baréin.

Para los residentes de 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 por este mismo, (ii) que ha tenido o ejecutará cualquier documento asociado a cualquier transacción descrita en este documento (una "Transacción") fuera de la República del Líbano en una jurisdicción en la que sea lícito hacer lo mismo, (iii) cualquier Transacción celebrada se considerará concluida y registrada fuera de la República Libanesa en una jurisdicción en la que sea lícito hacerlo y (iv) haya celebrado o celebrará cualquier Transacción con un propósito comercial de buena fe y como parte de una política sólida de inversión o gestión financiera, es decir, para fines de gestionar sus préstamos o inversiones, cubrir sus activos o pasivos subyacentes o en relación con su línea de negocio y no para fines especulativos o ilegales.

Deutsche Bank no ha obtenido la autorización del Consejo Central del Banco Central del Líbano para comercializar, promocionar, ofrecer o vender ("ofrecido") ningún producto conforme a ninguna transacción en Líbano y no se ofrece ningún producto en Líbano por la presente en este caso.

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 ni aprobado por el Banco de la Reserva de Sudáfrica, la Autoridad de Conducta del Sector Financiero ni ningún otro organismo gubernamental o bolsa de valores sudafricana relevante, ni bajo ninguna ley de la República de Sudáfrica.

Para residentes de Bélgica

Este documento ha sido distribuido en Bélgica por Deutsche Bank AG, actuando a través de su sucursal en Bruselas. Deutsche Bank AG es una sociedad anónima ("Aktiengesellschaft") constituida bajo las leyes de la República Federal de Alemania y autorizada para ejercer actividades bancarias y prestar servicios financieros sujetos a la supervisión y control del Banco Central Europeo ("BCE") y de la Autoridad Federal Alemana de Supervisión Financiera ("BaFin"). Deutsche Bank AG, sucursal de Bruselas, también está supervisada en Bélgica por la Autoridad de Servicios y Mercados Financieros ("FSMA", www.fsma.be). La sucursal tiene su dirección registrada en Marnixlaan 13-15, B-1000 Bruselas y está registrada con el número de IVA BE 0418.371.094, RPM/RPR Bruselas. Más detalles están disponibles bajo demanda o pueden encontrarse en www.deutschebank.be.

Para residentes del Reino Unido

Este documento es una promoción financiera según la definición de la Sección 21 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 y está 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 empresa 315841 y con sede 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 Deutsche Bank Aktiengesellschaft está constituida en la República Federal de Alemania y la responsabilidad de sus miembros es limitada.



Apéndice

Para los residentes de Hong Kong

Este documento está destinado a inversores profesionales en Hong Kong. Además, este documento se proporciona únicamente al destinatario, por lo que está estrictamente prohibida su distribución adicional. Este documento y su contenido se proporcionan únicamente a título informativo. Nada en este documento pretende ser una oferta de inversión ni una solicitud o recomendación para comprar o vender una inversión, y no debe interpretarse ni interpretarse como tal oferta, solicitud o recomendación.

El contenido de este documento no ha sido revisado por ninguna autoridad reguladora en Hong Kong. Se recomienda que actúes con precaución respecto a las inversiones aquí contenidas (si las hay). Si tienes alguna duda sobre el contenido de este documento, deberías solicitar asesoramiento profesional independiente.

Este documento no ha sido aprobado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong ("SFC"), ni ha sido registrada una copia de este documento por el Registrador de Sociedades de Hong Kong, salvo que se especifique lo contrario. Las inversiones descritas aquí pueden o no estar autorizadas por la SFC. Cualquier inversión de este tipo no podrá ser ofrecida ni vendida en Hong Kong, mediante ningún documento, que no sea (i) a "inversores profesionales" según lo definido en la Ordenanza de Valores y Futuros (Cap. 571 de las Leyes de Hong Kong) ("SFO") y en cualquier norma establecida bajo la SFO, o (ii) en otras circunstancias que no hagan que el documento sea un "prospecto" tal y como se define en la Ordenanza de Sociedades (Disposiciones de Liquidación y Misceláneas) (Cap. 32 de las Leyes de Hong Kong) (la "C(WUMP)O") o que no constituyan una oferta al público en el sentido de la C(WUMP)O. Ninguna persona podrá emitir ni poseer, para fines de emisión, ya sea en Hong Kong o en otro lugar, ningún anuncio, invitación o documento relacionado con las inversiones aquí descritas, que está dirigida a, o cuyo contenido probablemente sea accedido o leído por, el público de Hong Kong (excepto si se permite hacerlo según las leyes de valores de Hong Kong) salvo en relación con inversiones que estén o estén destinadas a ser vendidas solo a personas fuera de Hong Kong o únicamente a "inversores profesionales" según lo definido en la SFO y en cualquier norma establecida bajo la SFO.

Para residentes de Singapur

Este documento está destinado a Inversores Acreditados / Inversores Institucionales en Singapur. Además, este documento se proporciona únicamente al destinatario, por lo que está estrictamente prohibida la distribución adicional de este material.

Para residentes de los Estados Unidos de América

En Estados Unidos, los servicios de corretaje se ofrecen a través de Deutsche Bank Securities Inc., un corredor de bolsa y asesor de inversiones registrado, que lleva a cabo actividades de valores en el país. 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, la FDIC miembro y otros miembros del Grupo Deutsche Bank. En lo que respecta a Estados Unidos, véanse declaraciones anteriores hechas en este documento. Deutsche Bank no hace ninguna declaración ni garantía que la información contenida aquí sea apropiada o esté disponible para su uso en países fuera de Estados Unidos, ni que los servicios mencionados 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 o licenciado según la ley aplicable, ninguno de Deutsche Bank ni sus filiales ofrece servicios en Estados Unidos ni diseñados para atraer a personas estadounidenses (según se define dicho término en el Reglamento S de la Ley de Valores de Estados Unidos de 1933, con sus enmiendas). Esta exención específica de Estados Unidos se registrará e interpretará de acuerdo con las leyes del Estado de Delaware, sin tener en cuenta cualquier disposición conflictuosa de leyes que obligue a aplicar la ley de otra jurisdicción.

Para residentes de Alemania

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

La información general sobre instrumentos financieros se encuentra 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 a Deutsche Bank.

Para residentes de India

Las inversiones mencionadas en este documento no se ofrecen al público indio para su venta o suscripción. Este documento no está registrado ni aprobado por la Junta de Bolsa y Valores de la India, el Banco de la Reserva de la India ni por ninguna otra autoridad gubernamental o reguladora en la India. Este documento no es ni debe considerarse un "prospecto" según lo definido en las disposiciones de la Ley de Sociedades de 2013 (18 de 2013) y no debe ser presentado ante ninguna autoridad reguladora en India. De acuerdo con la Ley de Gestión de Divisas de 1999 y las regulaciones emitidas en la misma, cualquier inversor residente en India podrá estar obligado a obtener un permiso especial previo del Banco de Reserva de la India antes de realizar inversiones fuera de la India, incluidas las inversiones mencionadas en este documento.



Apéndice

Para residentes de 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 sede social se encuentra en Piazza del Calendario 3 – 20126 Milán (Italia) y está registrada en la Cámara de Comercio de Milán, con número de IVA y código fiscal 001340740156, parte del fondo interbancario de protección de depósitos, inscrita en el Registro Bancario y responsable del Grupo Bancario Deutsche Bank, inscrita en el registro de los Grupos Bancarios conforme al Decreto Legislativo del 1 de septiembre, 1993 n. 385 y sujeto a la dirección y coordinación de Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main (Alemania).

Para residentes de Luxemburgo

Este informe es distribuido en Luxemburgo por Deutsche Bank Luxembourg S.A., un banco constituido bajo las leyes del Gran Ducado de Luxemburgo en forma de sociedad anónima (Société Anonyme), sujeta a la supervisión y control del Banco Central Europeo ("BCE") y la Comisión de Vigilancia del Sector Financiero ("CSSF"). Su oficina registrada se encuentra en el número 2 del bulevar Konrad Adenauer, 1115 Luxemburgo, Gran Ducado de Luxemburgo, y está registrada en el Registro de Comercio y Sociedades de Luxemburgo ("RCS") bajo el número B 9.164.

Para residentes de España

Este documento ha sido distribuido por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal es una entidad de crédito regulada por el Banco de España (registrado en su Registro Oficial bajo el Código 019) y la CNMV. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal solo podrá realizar los servicios financieros y actividades bancarias que estén dentro del alcance de su licencia existente. Su oficina registrada en España se encuentra en el Paseo de la Castellana número 18, 28046 - Madrid. Registrado en el Registro Mercantil de Madrid, Volumen 28100, Libro 0, Folio 1, Sección 8, Hoja M506294, Registro 2. NIF: A08000614.

Para residentes de Portugal

Deutsche Bank AG, Sucursal de Portugal, 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, sucursal en Portugal, solo podrá realizar los servicios financieros y actividades bancarias que estén dentro del alcance de su licencia existente. Su dirección registrada es Rua Castilho, 20, 1250-069 Lisboa, Portugal.

Para residentes de Austria

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

Para residentes de los Países Bajos

Este documento es distribuido por Deutsche Bank AG, sucursal de Ámsterdam, con dirección registrada en De entreë 195 (1101 HE) en Ámsterdam, Países Bajos, y registrado en el registro mercantil neerlandés bajo el número 33304583 y en el registro conforme al artículo 1:107 de la Ley de Supervisión Financiera de los Países Bajos (Wet op het financieel toezicht). Este registro puede consultarse a través de www.dnb.nl.

Para residentes de 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 Alemana de Supervisión Financiera. Sus diversas sucursales están supervisadas localmente, para ciertas actividades, por las autoridades bancarias competentes, como la Autoridad de Control y Resolución Prudencial (Autorité de Contrôle Prudentiel de Résolution, "ACPR") y la Autoridad de Mercados Financieros (Autorité des Marchés Financiers, "AMF") en Francia.

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

© 2026 Deutsche Bank AG. Todos los derechos reservados.

Fecha de publicación: 31 de julio de 2026.

058162 073126

DP/WD