



PERSPECTIVES

Special

Mayo 2025

Strategic Asset Allocation –
Solidez frente a la incertidumbre



Índice

Autores:

Christian Nolting
Global Chief Investment
Officer

Olaf Scherf
Global Head Risk Return
Engineering

Rita Mayer-Sommer
Head Engineering, Risk
Return Engineering

01 **Strategic asset allocation (SAA): anticipando el futuro**

- El motor clave del rendimiento de la cartera
- No hay “café para todos”
- Anticipar el futuro
- Optimización de la cartera: ajustando la teoría a la realidad
- ¿Qué significa para el inversor un proceso de inversión sólido?
- Comprender la naturaleza de la incertidumbre
- Los SAA evolucionan

02 **Pasos adicionales**

- Complementar SAA con la asignación táctica de activos (TAA)
- Incorporación de una cobertura sistemática
- Mejora continua mediante controles de calidad independientes

03 **Conclusión**

Utilice el código QR para acceder a una selección de otros informes de CIO de Deutsche Bank
www.deutschewealth.com



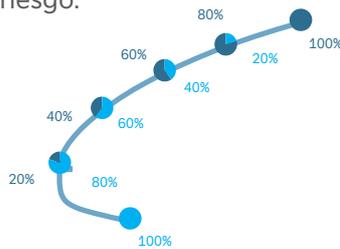


Empecemos con la eficiencia

El enfoque clásico para la asignación estratégica de activos (SAA) es hacer suposiciones para cada clase de activos.

- Rentabilidad
- Volatilidad
- Correlaciones

Después, se calcula qué combinaciones de clases de activos ofrecen el mayor rendimiento para un determinado nivel de riesgo.



Y se establece un SAA inicial con el nivel adecuado de riesgo y rendimiento esperado.



El reto de la incertidumbre

El enfoque clásico es solo la mejor solución si todos los parámetros se comportan exactamente como se supone, lo que es muy poco probable.

Algunos de los parámetros son más predecibles que otros.

90%*
De la rentabilidad viene del SAA



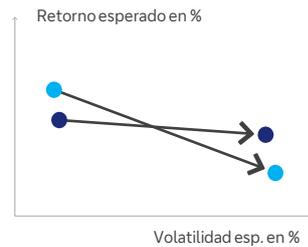
Queremos basarnos más en supuestos con mayor certeza y evitar apuestas fuertes sobre supuestos débiles.



Foco en la solidez

Un enfoque más robusto de SAA significa comprender las características de cada parámetro y cómo influyen en el proceso de optimización de la cartera.

- Diseño de SAA para ser menos sensible a parámetros poco fiables
- Evitar una optimización no equilibrada apostando por supuestos inciertos
- Reducir la probabilidad de malos resultados si los parámetros se desvían de la hipótesis



- Construcción de cartera robusta
- Construcción de cartera clásica

Cuatro pasos para una optimización SAA robusta

1. Hacer previsiones, pero explicar explícitamente sus imperfecciones

2. Articular lo que sabemos mejor y lo que tenemos menos claro

3. Entender cómo los diferentes resultados podrían afectar a las carteras

4. Robustez sobre eficiencia: mejor una alta resiliencia a expectativas de rentabilidad más altas

* Véase, por ejemplo, Gary P. Brinson, L. Randolph Hood y Gilbert L. Beebower: Determinants of Portfolio Performance: Financial Analysts Journal, enero-febrero de 1995.



Introducción

Todos tenemos que conducir nuestras vidas en condiciones de cierta incertidumbre, donde tenemos un conocimiento imperfecto de lo que nos espera.

Esto es especialmente cierto para los inversores, que tienen razón al ser escépticos de cualquier enfoque de inversión que pretenda conocer el futuro. Es una cuestión de probabilidad.

La asignación estratégica de activos¹ (SAA) puede representar alrededor del 90%² de los rendimientos a largo plazo de una cartera. Sin embargo, contrariamente a lo que comúnmente se piensa, una SAA efectiva no supone conocer perfectamente los futuros retornos de las clases de activos. Por el contrario, su objetivo es proporcionar un “conjunto de oportunidades”³ óptimo para un inversor a partir de fuentes potenciales de rentabilidad financiera. (“Óptimo” aquí se refiere a maximizar las expectativas de retorno para la tolerancia al riesgo establecida por el inversor, es decir, buscar la rentabilidad ajustada al riesgo más alta alcanzable). Debido a esto, la SAA necesita abordar la incertidumbre teniendo en cuenta que: diferentes tipos de incertidumbre tendrán implicaciones variables para las carteras y, necesitamos identificar dónde tenemos conocimiento útil y dónde tenemos menos de él. No podemos ignorar la incertidumbre.

La asignación estratégica de activos debe abordar la incertidumbre, no ignorarla

La SAA es clave para obtener retornos sostenibles de las carteras, pero no es el final de la historia. Por lo tanto, si bien el primer paso es construir un proceso de optimización de SAA robusto, como se establece en la Sección 1, puede complementarse con otras técnicas de gestión de carteras. Discutimos cómo hacemos esto en la Sección 2. También puede resultarle útil leer nuestra publicación, [Asignación de activos para clientes privados](#), donde discutimos varios aspectos prácticos y las implicaciones de buscar una asignación de activos adecuada para inversores individuales.

En esta publicación, nos centramos en la asignación estratégica de activos líquidos. La mayoría de los inversores, sin embargo, tienen una exposición considerable a clases de activos alternativos, que normalmente son menos líquidos y se negocian en mercados privados. Discutiremos las consideraciones en torno a la inclusión de activos de mercados privados en una próxima publicación.

Una adecuada construcción de carteras a menudo se percibe como relevante para los inversores multi-activo, pero menos para los inversores en acciones. Este no es el caso – en las siguientes páginas, enfatizamos la importancia de este tema para cada tipo de inversor.

Nosotros llevamos gestionando carteras multi-activo durante muchos años (desde 1968) y nuestro proceso de inversión ha evolucionado con el tiempo para reflejar el entorno financiero en constante cambio. Hay dos factores destacables, en particular, en los últimos años. El primero es que el actual entorno de inflación persistentemente alta con perspectivas de rentabilidad volátiles de los bonos subraya la necesidad de una adecuada SAA. El segundo es que la incertidumbre (en sus diversas formas) debe abordarse explícitamente en cualquier SAA, de modo que proporcionemos sistemáticamente un rendimiento relativo sólido en todas las fases del mercado, tanto positivas como negativas, y esto es fundamental para nuestro proceso de inversión.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en mayo de 2025.



01

Strategic asset allocation: anticipando el futuro

El motor clave del rendimiento de la cartera

La asignación estratégica de activos es la asignación a largo plazo de la cartera de un inversor entre diferentes clases de activos: acciones, renta fija, inversiones alternativas, efectivo y moneda extranjera (FX). Su objetivo es lograr el máximo rendimiento global de la inversión a largo plazo para un determinado conjunto de preferencias de los inversores, que incluirá diversos aspectos de tolerancia al riesgo. Para ello se busca la combinación óptima (es decir, la ponderación) de los activos financieros de una cartera.

Esto puede sonar como un ejercicio abstracto, pero la asignación estratégica de activos puede tener profundas implicaciones -positivas o negativas- para las carteras. Los estudios a los que se hace referencia con frecuencia muestran que, en promedio, alrededor del 90% de los rendimientos a largo plazo de una cartera pueden explicarse por la asignación estratégica de activos⁴ (las fuentes alternativas de rendimiento, como el momento del mercado y la selección individual de valores, son menos relevantes a largo plazo). Por lo tanto, tener una SAA adecuada es crucial para una participación en el mercado fiable a largo plazo.

Figura 1: Por qué tener múltiples SAAs



Fuente: Deutsche Bank AG. Datos a abril de 2025.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en mayo de 2025.



No hay “café para todos”

Para ser claros: no hay una asignación estratégica de activos “única”. Esto es por múltiples razones. Como es bien sabido, los inversores tienen objetivos y características de comportamiento diferentes y, por lo tanto, distintas preferencias de inversión, en términos de aceptación del riesgo⁵. Esto significa que muchas estrategias de inversión se ofrecen en diferentes variantes: las más comunes tienen etiquetas como “rentas”, “equilibrado”, “crecimiento”, etc., que dependen de los niveles de riesgo, con diferentes asignaciones de activos a invertir para cada una.

Pero los inversores no sólo tienen preferencias de inversión diferentes, sino que también parten de lugares diferentes. Los inversores de geografías diferentes tienen acceso a conjuntos bastante diferentes de activos invertibles (considere la importancia de los bonos del Tesoro de Estados Unidos o del Bund alemán, por ejemplo, o las restricciones a la inversión directa en algunos mercados de valores emergentes). Sus preferencias de inversión también pueden depender de consideraciones fiscales, que varían según el país. Y –muy importante– los inversores tienen que elegir la moneda base de su cartera, en la que miden sus riesgos y retornos. En consecuencia, deben considerar las implicaciones potencialmente importantes que resultan de un factor de riesgo particular: su exposición a monedas extranjeras. Estas diferencias se describen en la figura 1. En resumen, se necesitan diferentes asignaciones estratégicas de activos para diferentes regiones.

Anticipar el futuro

La asignación estratégica de activos se centra en obtener los mejores rendimientos futuros posibles para un nivel determinado de riesgo (u otra restricción). Para ello, tenemos que emitir un juicio sobre lo que sucederá en el plazo previsto de la inversión (por ejemplo, 10 años). Incluso para el cálculo más teórico, necesitamos hacer suposiciones sobre los siguientes parámetros:

1. La rentabilidad esperada⁶ de cada una de las clases de activos incluidas en la cartera;
2. La volatilidad esperada⁷ de cada una de las clases de activos incluidas; y
3. Sus correlaciones esperadas⁸ (i.e., cómo se mueve cada par de clases de activos entre sí)

Si conociéramos estos factores con exactitud, los inversores podrían optimizar sus carteras de acuerdo con una serie de técnicas de asignación establecidas, por ejemplo, en torno a la «frontera eficiente» (véase el recuadro 2 de la página 8).

Pero, ¿en qué medida podemos predecir de manera realista las rentabilidades, las volatilidades y las correlaciones de estos parámetros? La respuesta es que, utilizando nuestros supuestos de rentabilidad de cada clase de activos a largo plazo (recuadro 1), podemos crear un marco de partida realista para la discusión del SAA, que mejoramos aún más teniendo en cuenta la incertidumbre de nuestros supuestos.

Recuadro 1: Estimación de los rendimientos a largo plazo

No podemos predecir rendimientos futuros exactos de los activos. Pero las expectativas generales de rentabilidad a largo plazo deben tenerse en cuenta en las decisiones de asignación de activos. Muchos factores influyen en esas expectativas, y las opiniones sobre cómo incorporarlas en la SAA utilizan cada vez más una evaluación de riesgo/rentabilidad multifacética, considerando los posibles cambios estructurales, así como las expectativas actuales del mercado. La combinación de estos factores significa que podemos estimar los rendimientos esperados a largo plazo (10 años o más) para una gama de subclases de activos y regiones, todos relevantes para el proceso de SAA. Para conocer nuestras hipótesis más recientes sobre los rendimientos previstos, consulte nuestra publicación [Long Term Capital Market Assumptions 2025-2034](#).

Nuestras previsiones a largo plazo para la renta fija, por ejemplo, se basan en dos enfoques diferentes. En primer lugar, observamos la curva de tipos actual para cada mercado (rendimientos y vencimiento). Los rendimientos deducidos de este análisis (nuestras “expectativas”), deben perfeccionarse, por ejemplo, para tener en cuenta los cambios de calificación crediticia (es decir, las actualizaciones/rebajas). Este enfoque de “estado estacionario” se complementa con una “hipótesis de expectativas” en la que consideramos las expectativas de los mercados financieros.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en mayo de 2025.



En la figura 2 se describen tres pilares principales —rentas que generan, potencial de crecimiento y valoración—, que se utilizan generalmente para estimar las hipótesis de rentabilidad esperada de las acciones, la renta fija y las materias primas.

Figura 2: Visión a largo plazo para las clases de activos tradicionales: descomposición por pilares

Activo	Rentas		Crecimiento		Valoración		
Acciones	Rentabilidad por dividendo	Recompras & dilución de acciones	Inflación	Crecimiento de Beneficios	Ajustes de valoración		
Renta Fija	Expectativa de rentabilidad a largo plazo (incluye riesgo de reinversión)		Rentabilidad “roll-down” (efecto cercanía a la par)		Ajustes de valoración	Cambios calificación crediticia	Impagos
Materias primas	Retorno del colateral		Inflación	Rentabilidad “rolling” (riesgo de reinversión)	Ajustes de valoración		

Fuente: DWS, Deutsche Bank AG.

Optimización de la cartera: ajustando la teoría a la realidad

Pero si bien las suposiciones a largo plazo sobre los distintos parámetros proporcionan un marco de partida útil, no podemos saber con certeza la rentabilidad futura, las volatilidades y las correlaciones de ninguna clase de activos. Esto no es una sorpresa. Como se señaló en la introducción de este informe, todos tenemos que llevar nuestras vidas —financieras o de otra índole— en condiciones de cierta incertidumbre, en las que tenemos un conocimiento imperfecto de lo que nos espera. La historia también nos enseña que jugamos con las incertidumbres de los supuestos utilizados para la asignación de carteras a nuestro propio albedrío. Incluso ligeras desviaciones en estas estimaciones de rentabilidad, volatilidad y correlaciones pueden dar como resultado carteras “óptimas” muy diferentes y, por lo tanto, cuando no se cumplen estos pronósticos, los resultados no son óptimos. Para hacer frente a estos desafíos, se podrían considerar dos respuestas:

En primer lugar, establecer enfoques simplificados de optimización de carteras, en base a unos pocos parámetros seleccionados definidos por supuestos específicos; y complementar estos enfoques simplificados con métodos heurísticos, a fin de ser menos vulnerables a los efectos de un exceso de optimización, cuando se usan todos los supuestos (por ejemplo, restricciones de la cartera, enfoque de paridad de riesgo, carteras ponderadas por el mercado).

En segundo lugar, comprender la naturaleza de la incertidumbre e intentar abordarla en el proceso de inversión. El objetivo aquí debe ser incluir la incertidumbre de una manera proactiva y explícita, en lugar de simplemente aceptar su impacto sin tenerlo en cuenta de antemano.

Como sabemos por experiencia, la simplificación puede dar lugar a resultados indeseables en situaciones de inversión. Incluso pequeñas variaciones entre las expectativas y los resultados reales (por ejemplo, en relación con las correlaciones entre los activos) pueden conducir a diferencias bastante significativas con respecto a las asignaciones óptimas. Y los resultados pueden desviarse de las expectativas no sólo por una cuestión de grado, sino que pueden tomar una dirección completamente diferente, afectando fuertemente a los inversores. Por lo tanto, debemos tratar el desafío de las suposiciones inciertas con gran cuidado.

Por lo tanto, estamos convencidos de que el proceso de encontrar la asignación adecuada de activos en una cartera debe combinarse con la segunda opción: comprender la naturaleza de la incertidumbre y abordarla explícitamente en el proceso de inversión. Esto debe hacerse como parte integral del proceso, no como un complemento superficial.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en mayo de 2025.



Recuadro 2: Modelos de optimización de carteras – formas de simplificación

Durante las últimas seis décadas, más o menos, la asignación de activos ha tenido la idea de la “frontera eficiente”⁹ como punto de partida: el conjunto de carteras que se espera ofrezcan una rentabilidad media más alta para un nivel dado de riesgo. Pero como los retornos esperados son tan difíciles de predecir en la realidad, este enfoque se vinculó posteriormente al concepto de una cartera global¹⁰, ponderada de acuerdo con la capitalización total de sus clases de activos individuales (por ejemplo, el modelo Black-Litterman). Por definición, este modelo es retrospectivo, ya que asume unas rentabilidades históricas de los activos estables; por lo tanto, se complementa con las expectativas a futuro de los inversores individuales.

Pero, a pesar de la longevidad y la aparente simplicidad de estos conceptos, la cartera global no es completamente sencilla de definir. En realidad, hay que decidir a qué clases de activos se puede asignar y cuáles se deben excluir por falta de accesibilidad o liquidez (una forma inicial de simplificación). El tamaño relativo de las clases de activos también cambia con el tiempo a medida que su importancia crece o se desvanece. Como señalamos anteriormente, los inversores también enfrentan restricciones y preferencias de inversión individuales que harán que invertir en una cartera global sea subóptima o incluso imposible.

Sin embargo, incluso teniendo en cuenta estas salvedades, el concepto de una “frontera eficiente” puede tomarse como punto de partida en el que se considere la información relevante y los supuestos sobre las distintas clases de activo de forma sistemática. A partir de ahí, podemos adoptar varios enfoques para considerar el desafío de las suposiciones inciertas. Si llegamos a la conclusión de que no podemos predecir los rendimientos (el primer desafío destacado anteriormente), por ejemplo, si bien confiamos en los supuestos sobre el riesgo, se seguiría un enfoque de “riesgo equilibrado” que se centre en apalancar hacia arriba o hacia abajo las diferentes asignaciones a cada clase de activo para obtener contribuciones de riesgo comparables de cada una. O, si no podemos hacer ninguna suposición sobre el futuro, incluso sobre las correlaciones y la volatilidad (nuestros otros dos desafíos), una implementación de acuerdo con el principio de diversificación tendría como objetivo eludir estos parámetros.

Es importante no tratar la cuestión de la incertidumbre ligada a los supuestos de los parámetros como blanco o negro: no es que sepamos (exactamente) o no sepamos en absoluto, y, por lo tanto, debemos construir nuestras carteras sin usar estos parámetros. Para que un modelo de este tipo sea eficaz, debe complementarse con una evaluación más profunda de la naturaleza y el alcance de la incertidumbre. No podemos evitarlo si no queremos recurrir a planteamientos de modelización demasiado simplistas frente a los retos del mercado. Tenemos que comprender mejor cómo afecta la incertidumbre de las previsiones a las variables consideradas, y también queremos ser lo más explícitos posible sobre las áreas en las que tenemos menos confianza en nuestra evaluación y, por lo tanto, tratar de evitar apuestas fuertes sobre supuestos débiles. Creemos que esta es una mejor manera de lograr una construcción de cartera robusta, que adherirse a enfoques más comunes que abordan el desafío de la incertidumbre a través de evaluaciones cualitativas, sin la transparencia analítica proporcionada por una diferenciación explícita y cuantitativa entre la confiabilidad de las diferentes previsiones. Al incluir supuestos de incertidumbre en nuestro proceso de inversión, podemos hacer juicios más informados y coherentes sobre las compensaciones clave para los inversores: el equilibrio entre la búsqueda de la “eficiencia de la inversión” (es decir, lograr el máximo rendimiento esperado para un riesgo estimado determinado y aceptable, suponiendo que nuestros supuestos del mercado de capitales sean exactamente correctos) y el deseo de “robustez” (lograr un impacto negativo mínimo en los rendimientos futuros de las carteras que, a priori, tienen un riesgo estimado similar, en caso de que, a posteriori, nuestros supuestos resulten erróneos).

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en mayo de 2025.



¿Qué significa para el inversor un proceso de inversión sólido?

Existen seis aspectos clave del sólido proceso de optimización que utilizamos para determinar nuestra SAA, que en conjunto conducen a nuestro deseo de seguir un enfoque de inversión resiliente que proporciona una sólida participación en todas las fases del mercado:

1. Tomar decisiones sólidas: evitar apuestas fuertes sobre supuestos débiles. Cada decisión se basa en supuestos, lo que puede resultar erróneo. Un proceso de decisión sólido reduce sistemáticamente el impacto adverso de los supuestos inciertos en el logro de los objetivos.
2. La inversión robusta tiene en cuenta la incertidumbre de las previsiones. Podemos explicar explícitamente el nivel de incertidumbre atribuido a cualquier parámetro individual previsto (rendimientos, volatilidades, correlaciones).
3. Optimizar los resultados para supuestos erróneos. Perseguimos las asignaciones de cartera que proporcionan las pérdidas más moderadas cuando el mercado se desvía desfavorablemente de nuestros pronósticos.
4. La robustez se compara con la eficiencia. Las asignaciones eficientes proporcionan los mejores rendimientos para supuestos específicos, pero su confiabilidad es baja. Una mayor robustez justifica una eficiencia ligeramente inferior, es decir, resultados claramente mejores para supuestos erróneos, con desventajas mínimas en caso de previsiones correctas.
5. Mejorar la robustez NO significa evitar el riesgo. Los conceptos de robustez y mitigación del riesgo no deben confundirse. Para un determinado riesgo aceptable de cartera, nuestro objetivo es la asignación más robusta.
6. Aspiramos a obtener buenos resultados de forma consistente, no siendo los mejores una sola vez. Es poco probable que una asignación sólida proporcione el mayor rendimiento en un año determinado, pero es probable que proporcione sistemáticamente un rendimiento relativo sólido a lo largo del tiempo.

Comprender la naturaleza de la incertidumbre

La incertidumbre es la falta de un conocimiento completo sobre los acontecimientos futuros. Cuando la incertidumbre es alta, esperaríamos un rango más amplio de valores de los distintos parámetros con una probabilidad significativa, frente a los momentos donde la incertidumbre es baja. En el contexto de nuestro sólido proceso de inversión, creamos distribuciones de probabilidad¹¹ para cada uno de los parámetros: Combinamos datos históricos, la situación actual, la incertidumbre estimada y las restricciones relevantes para dicho parámetro¹², para crear nuestra estimación de la distribución probable de cada parámetro a estimar. Estas estimaciones de distribución completas se utilizan en nuestro sólido proceso de optimización, en lugar del uso común de estimaciones de parámetros únicos y específicos. Como consecuencia, nuestra optimización implica cantidades muy grandes de datos, ya que incluimos las distribuciones de probabilidad para cada retorno, volatilidad y correlación. (Por ejemplo, un proceso de optimización que abarque 14 clases de activos distintas utilizaría las distribuciones de probabilidad para 119 parámetros: 14 rentabilidades esperadas, 14 volatilidades esperadas y 91 correlaciones esperadas entre cada par de activos.)

Un beneficio clave de un proceso de inversión robusto es la capacidad de centrarse en la robustez como un factor clave para la asignación de activos: Nos gustaría saber cómo el alcance de los valores potenciales de un parámetro (por ejemplo, una suposición diferente en el valor del parámetro o en la incertidumbre estimada) afectaría la asignación de activos resultante. A través de nuestro análisis, podemos detectar si los cambios potenciales en los supuestos podrían conducir a cambios importantes en la estructura de la cartera óptima robusta. Un fenómeno así podría ser un indicio de fragilidad: una fuerte apuesta por una suposición débil -que deseamos evitar-. El robusto proceso de optimización es una herramienta versátil para descubrir y trabajar en torno a la fragilidad en la construcción de carteras.

Esta transparencia también se aplica a la compensación entre robustez y eficiencia. En cualquier decisión de inversión, los inversores intentan equilibrar sus opciones: ¿con qué confianza quieren apostar a la validez de sus supuestos con el objetivo de maximizar sus expectativas de rentabilidad en caso de que sus estimaciones sean correctas? Y, a la inversa, ¿cuánto escepticismo quieren incorporar a las estimaciones para brindar cierta resiliencia en las carteras en caso de sorpresas no deseadas?

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en mayo de 2025.



Tanto la confianza como el escepticismo vienen acompañados de beneficios y desventajas, que son complementarios -pero, curiosamente, su compensación no es simétrica-. De hecho, es posible diseñar carteras que muestren un grado significativamente mayor de solidez que la cartera más eficiente, y que sean solo ligeramente menos eficientes. La inversión robusta, tal como la entendemos, no solo apunta a maximizar la solidez, sino a proporcionar claridad sobre el equilibrio entre robustez y eficiencia, y a respaldar consistentemente las opciones elegidas que permitan tener casi el mismo beneficio que la cartera eficiente cuando los mercados se comportan en línea con nuestras expectativas, y una mayor resiliencia cuando no lo hacen.

En resumen: a largo plazo, es crucial tomar decisiones conscientes y coherentes sobre el equilibrio entre robustez y eficiencia. Para permitir este proceso de toma de decisiones, tenemos en cuenta toda la información y opiniones disponibles sobre los parámetros del mercado (lo que da lugar a nuestras opiniones sobre el mercado), pero también estimamos el grado de incertidumbre sobre el nivel de los parámetros individuales. Mediante un intrincado proceso de optimización, podemos utilizar este conocimiento para estructurar una SAA que no se base demasiado en parámetros inciertos, al tiempo que nos proporciona un sólido potencial al alza cuando nuestras previsiones se materializan. La transparencia de nuestro sólido proceso de inversión es una contribución esencial para el éxito a largo plazo de nuestros inversores, que les permite “mantener el rumbo” en cualquier circunstancia del mercado.

Los SAA evolucionan

Un último punto que vale la pena hacer sobre SAA: Aunque se pretende que la SAA se mantenga a largo plazo, puede evolucionar. Con el tiempo, las clases de activos cambian en importancia relativa y también en términos de composición. Nuestro modelo de SAA debe reflejar esto. Por lo tanto, revisamos regularmente nuestro SAA.

Por ejemplo, la magnitud de las caídas de 2022 en varios segmentos del mercado de renta fija (en particular, los bonos estatales conservadores), resultado de los rápidos aumentos de los tipos de interés tras la guerra de Ucrania (realizados con el fin de mitigar el fuerte aumento de las presiones inflacionistas), indujo a una reevaluación de nuestra forma de modelizar los riesgos. Como resultado, la duración en nuestro SAA se redujo, con el fin de reflejar la recalibración de nuestras estimaciones de riesgo a la baja para estas clases de activos.

Recuadro 3: Dadas todas las incertidumbres y el éxito de los ETF, ¿no es mejor que un inversor simplemente siga los índices en lugar de una SAA?

Las respuestas a esta pregunta están directamente vinculadas a consideraciones sobre la robustez de la cartera, y se pueden resumir de la siguiente manera:

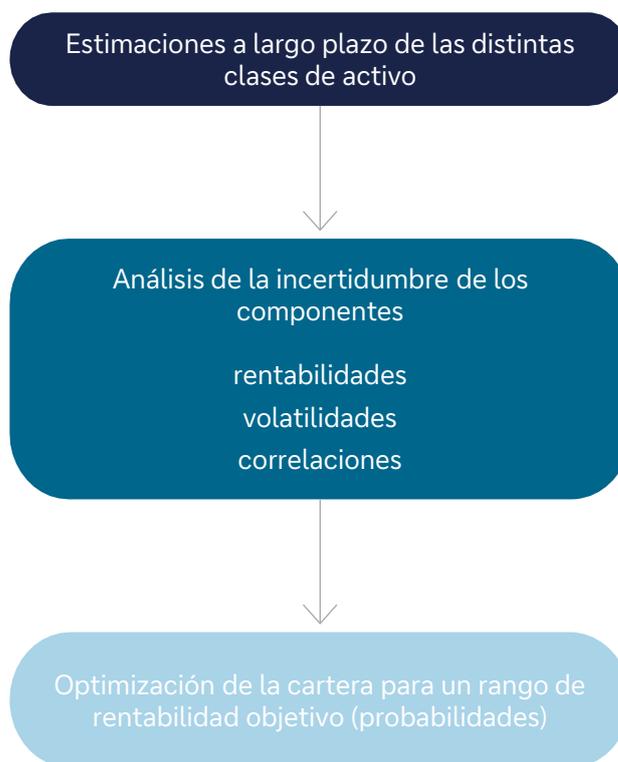
- Muchos inversores utilizan como referencia el índice MSCI All Country World porque se sienten cómodos siguiendo un proceso de inversión ponderado por capitalización. Compran así en base a lo que consideran respaldado por la mayoría de los inversores.
- Sin embargo, este enfoque de inversión supone invertir con una perspectiva retrospectiva, asignando más capital a aquellas industrias que han tenido un buen desempeño en el pasado. Por lo tanto, es uno de los factores que contribuyen a la eventual acumulación de valoraciones excesivas, que en última instancia pueden alimentar y acelerar las correcciones del mercado.
- Los inversores basados en USD, que dominan el panorama de inversión global, obtienen menos beneficios de diversificación al agregar la exposición en EUR a sus carteras, que los que obtienen los inversores en EUR al agregar USD a su exposición. En general, para los inversores en USD, el yen japonés y, en cierta medida, el franco suizo, tienden a ser monedas clave para controlar el riesgo, mientras que una de las principales monedas para diversificar el riesgo para los inversores en EUR tiende a ser el USD.
- Por lo tanto, los inversores en USD tienen incentivos limitados para expandir su exposición en EUR. Este puede ser uno de los factores que contribuyen a la baja asignación a las acciones en euros, por ejemplo, en el índice MSCI All Country World.



- Seguir una asignación de cartera en base a estos índices basados a la capitalización puede dar lugar a una desventaja en una inversión ajustada al riesgo:
 - Prever la continuación de los patrones de evolución pasados tiende a ser una apuesta fuerte sobre una suposición débil, que eventualmente puede conducir a carteras excesivamente concentradas.
 - La exposición excesiva a las divisas añade a la cartera un riesgo indebido, que no se recompensa adecuadamente por el lado de las rentabilidades.
 - La diferencia de rentabilidad entre los índices en USD y EUR se ha visto cada vez más impulsada por pocas empresas muy dominantes, con un riesgo idiosincrásico (no diversificable) significativo y, por lo tanto, un factor que induce a la fragilidad.

En resumen, hacemos hincapié en que un enfoque ponderado por el mercado no está libre de suposiciones: simplemente se toman de manera implícita en lugar de explícita. El objetivo clave de un enfoque robusto es obtener, para un riesgo determinado, una cartera que sea lo más resiliente posible frente a la adversidad (es decir, en un contexto de mercado que resulta ser diferente del escenario base del inversor), al tiempo que se acerca lo más posible a la rentabilidad de la cartera que habríamos construido si estuviéramos perfectamente seguros de nuestros supuestos.

Figura 3: Creando SAA



Fuente: Deutsche Bank AG. Datos a abril de 2025.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en mayo de 2025.



02

Pasos adicionales

Complementar SAA con la asignación táctica de activos (TAA)

Como señalamos anteriormente, encontrar la asignación estratégica de activos (SAA) adecuada es clave para el éxito a largo plazo del inversor; puede representar más del 90% del rendimiento de la cartera. La definición de SAA está pensada para ser diseñada a largo plazo y debe adaptarse a diferentes niveles de tolerancia al riesgo, requisitos cambiarios, sesgos geográficos y otras necesidades y limitaciones individuales de los inversores.

La SAA es fundamental para nuestro proceso de asignación de activos y para estar preparados para el futuro. Pero también puede ser necesario cambiar temporalmente las ponderaciones de asignación de activos en las carteras para reflejar la evolución del mercado a más corto plazo. Esto es lo que llamamos asignación táctica de activos (TAA)¹³ y normalmente implicaría decisiones de inversión tomadas en un horizonte temporal de 1-3 meses o, a veces, más. El TAA no debe confundirse con ideas comerciales a muy corto plazo. Las opiniones de TAA, en lugar de ser una previsión a largo plazo de los rendimientos y los riesgos, reflejan una evaluación a corto plazo de la dirección del mercado y de las distintas clases de activos. Por lo tanto, la forma en que evaluamos las opciones de TAA debe combinar la evaluación cualitativa y cuantitativa de una manera bastante diferente.

En el caso de TAA, apostamos por un enfoque de tres pilares. En primer lugar, nos basamos en las opiniones de nuestros expertos internos, de forma individual, sobre los posibles cambios en el TAA. Esto nos permite aprovechar la experiencia de nuestros expertos en varias dimensiones, ya sean geográficas, de las distintas clases de activos o basadas en sus funciones. En segundo lugar, revisamos la ponderación de los distintos activos, que examina una serie de indicadores económicos y de mercado de forma estructurada para ayudarnos a identificar la dinámica y las tendencias futuras en cada uno de ellos. Los factores macroeconómicos, las valoraciones y el análisis técnico¹⁴ están bajo el microscopio. En tercer lugar, tenemos una evaluación de escenarios de riesgo: mantenemos modelos sobre el entorno macro, “sorpresas” de datos (cumplir/faltar expectativas), percepciones de riesgo y, de manera bastante diferente, un indicador de “régimen” que debería alertar a los asignadores de activos sobre cambios estructurales importantes en el entorno de inversión.

Estos tres pilares se agregan para establecer cambios en el TAA que luego se pueden implementar en carteras individuales (por ejemplo, sobreponderar o infraponderar un activo particular de una subclase de activos). En la práctica, estos TAA pueden mantenerse en carteras durante varios meses o más.

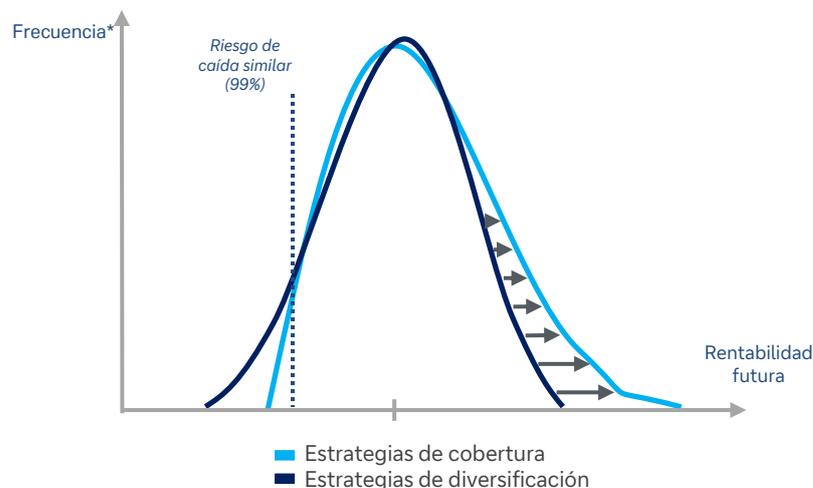
Mejorar aún más la relación entre la rentabilidad y el riesgo

Existe otro enfoque complementario para aumentar la solidez de las carteras, en otras palabras, para mejorar la compensación entre los rendimientos esperados y el riesgo de pérdida. Se puede diseñar un proceso de cobertura sistemática y eficiente, en términos de costes, que permita una mayor asignación de activos de mayor rendimiento para un riesgo de bajada determinado. Para lograrlo, volvemos al desafío de evaluar las probabilidades de rentabilidad futuras y utilizarlas para permitir un mejor control de los riesgos estructuralmente inherentes a las estrategias de inversión. Los modelos que prevén rentabilidades futuras deben capturar características significativas de los mercados reales, como las “riesgo de cola” (resultados extremos del mercado, tanto negativos como positivos) y las correlaciones inestables entre las clases de activos. Las estrategias de cobertura ofrecen entonces nuevas oportunidades, especialmente para los inversores con horizontes temporales a largo plazo. Por ejemplo, una cobertura sistemática eficiente – diseñada por la “ingeniería de retorno de riesgo” – puede permitir a los inversores expandir sustancialmente la exposición a acciones dentro de una cartera, manteniendo al mismo tiempo un riesgo comparable de pérdida en las caídas extremas del mercado. En el entorno de mercado actual, con altas presiones inflacionistas que exigen una inversión suficiente en activos reales y fases prolongadas de menor volatilidad implícita y realizada (histórica) en los mercados de renta variable, este enfoque puede ser especialmente interesante.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en mayo de 2025.



Figura 4: Utilizar la cobertura para mejorar las expectativas de rentabilidad futuras



Fuente: Deutsche Bank AG. Datos a abril de 2025.

* Escala logarítmica: Solo con fines ilustrativos. No se puede garantizar que se alcance ninguna previsión o objetivo.

Mejora continua mediante controles de calidad independientes

Más allá del rendimiento general de las carteras individuales, sigue siendo importante medir los resultados y las implicaciones de las decisiones de asignación táctica de activos (TAA). Tenemos que evaluar los resultados de decisiones de asignación anteriores y también los posibles riesgos asociados con los cambios de asignación actualmente en consideración: los cambios pueden, a veces involuntariamente, concentrar el riesgo en clases de activos particulares. También contamos con una función independiente de gestión de la calidad de la inversión (IQM), fuera del proceso de inversión, para monitorear el desempeño y los procesos tanto en todas las regiones como para carteras individuales.

La transparencia es clave en todas las etapas del proceso de inversión, para permitir abordar, corregir o reemplazar aquellas partes que están fallando (en los modelos o por fallos humanos). En parte, esto es como un problema de ingeniería civil, mirando el apoyo y las tensiones en estructuras complejas; a veces, sin embargo, puede ser más como tratar de extraer lecciones como si fuera una evolución biológica. Las relaciones en el mercado cambiarán y cualquier asignación de activos, como un organismo biológico, tendrá que adaptarse para hacerles frente. La intención es crear un bucle de retroalimentación continuo, para asegurarnos de capturar y resolver cualquier problema potencial y permitir que todos aprendan y mejoren. Esto es válido desde los responsables originales de la toma de decisiones de la SAA hasta el resto de involucrados en el proceso de inversión.



03

Conclusión

La asignación estratégica de activos (SAA) es la piedra angular de cualquier proceso de inversión que pueda ofrecer un rendimiento sostenido. La SAA consiste, en esencia, en establecer el “conjunto de oportunidades”³ óptimo de activos invertibles para un inversor. Cuando hablamos de un “conjunto de oportunidades” implicamos una visión sobre el futuro que debe ser, por su propia naturaleza, imprecisa e incierta.

Sin embargo, la falta de un conocimiento perfecto sobre el futuro aumenta la necesidad de una SAA efectivo, en lugar de hacerlo redundante. De hecho, la SAA puede representar alrededor del 90% de los retornos de largo plazo de una cartera. Esto significa que el proceso de SAA debe tratar de comprender la incertidumbre y sus implicaciones. Así pues, lo que hacemos es, en primer lugar, establecer un marco para los rendimientos de la clase de activos a largo plazo y, en segundo lugar, tener explícitamente en cuenta la incertidumbre misma. El punto clave es que, si bien no podemos estar completamente seguros sobre el futuro, algunas consecuencias de la incertidumbre se pueden analizar de manera efectiva y los resultados se pueden utilizar para ejecutar un proceso de optimización de SAA robusto, diseñado para tener una alta probabilidad de ofrecer retornos relativos sólidos en todas las circunstancias del mercado. La transparencia sobre el impacto de la incertidumbre también sugerirá áreas en las que es imprudente comprometerse en exceso sobre la base de las opiniones de inversión. La clave, como en muchas áreas de la vida, es detectar y comprender el impacto tanto de nuestras percepciones como de nuestra falta de conocimiento.

La asignación robusta de activos debe estar impulsada por un enfoque riguroso y consistente, y es importante aplicar este enfoque riguroso y consistente a la incertidumbre, así como a las relaciones de inversión más conocidas. También es necesario que se aplique de manera que sea lo suficientemente flexible como para satisfacer una serie de necesidades regionales o individuales. Nuestro proceso estratégico de asignación de activos está diseñado para hacer exactamente esto.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en mayo de 2025.



Referencias

- ¹ Strategic Asset Allocation (SAA) es la asignación a largo plazo de las inversiones de una cartera entre diferentes clases de activos de una manera que se pretende que sea óptima para el inversor individual a través de la entrega del mejor nivel posible de rentabilidad para un nivel dado de riesgo.
- ² Véase por ejemplo Gary P. Brinson, L. Randolph Hood and Gilbert L. Beebower: Determinants of Portfolio Performance: Financial Analysts Journal, enero-febrero 1995.
- ³ Un “conjunto de oportunidades” se refiere a las diversas combinaciones posibles de activos en la cartera; uno de estos ofrecerá la base óptima de riesgo/rentabilidad para un inversor.
- ⁴ Las razones de la importancia del SAA pueden resumirse de la siguiente manera. En primer lugar, las decisiones tácticas (a corto plazo) pueden ser correctas o incorrectas. Pero si seguimos alineados con el SAA, estas decisiones tácticas pueden compensarse entre sí en gran medida con el tiempo. En segundo lugar, los errores relativos de estimación de los retornos esperados tienden a ser menores con el tiempo, en esencia porque los retornos aumentan con el tiempo, mientras que la volatilidad solo aumenta con la raíz cuadrada del tiempo. (Brevemente, la varianza de precios en un movimiento aleatorio es proporcional al tiempo; la volatilidad, es decir, la desviación estándar, es la raíz cuadrada de la varianza, por lo tanto, proporcional a la raíz cuadrada del tiempo). En tercer lugar, la estimación de los parámetros del mercado puede ser más sólida en las clases de activos más amplias (como suelen utilizarse en un SAA), ya que los errores en torno a definiciones de clases de activos más estrechas pueden anularse. Como se ha mencionado anteriormente, el método de cálculo que subyace a la estimación del 90% puede encontrarse en Gary P. Brinson, L. Randolph Hood and Gilbert L. Beebower: Determinants of Portfolio Performance: Financial Analysts Journal, enero-febrero 1995.
- ⁵ Consideremos, por ejemplo, el riesgo sistemático de volatilidad (debido a los movimientos generales del mercado) y el riesgo a la baja (riesgo de pérdidas de cartera en el contexto de caídas sustanciales del mercado), conceptos diferentes que deben abordarse con enfoques adecuados de gestión del riesgo. Véase la sección 2.
- ⁶ El rendimiento de una inversión es el beneficio neto durante un período determinado, ya sea bruto o neto de costes.
- ⁷ La volatilidad es el grado de variación de una clase de activos o un valor individual durante un período de tiempo: puede ser histórico o esperado.
- ⁸ La correlación es cómo se observan o se espera que se muevan dos clases de activos o valores individuales entre sí. Una correlación de 1 o -1 significa que se mueven exactamente de la misma manera o de la manera opuesta. La correlación cero significa que no se puede observar una relación significativa.
- ⁹ La frontera eficiente se visualiza en un gráfico que traza el retorno esperado de las inversiones en un eje frente a la desviación estándar (como medida del riesgo) en el otro. En la frontera eficiente, una cartera no puede ofrecer mayores rendimientos sin un aumento del riesgo.
- ¹⁰ La cartera global consiste, en teoría, en todas las diferentes clases de activos en el mundo, ponderadas por el tamaño de cada clase de activos en todos los mercados financieros globales. En la práctica, es imposible invertir en esta cartera de mercado global.
- ¹¹ Nos gustaría enfatizar la distinción entre los términos «probabilidad» y «posibilidad». La primera se refiere a la creación de un modelo, mientras que la segunda se refiere a la utilización de un modelo. Cuando discutimos la probabilidad de un fenómeno, lo describimos a través de un modelo, que se creó sobre la base de los datos observados, como si estuviera sujeto a parámetros estadísticos específicos. Por ejemplo, haríamos la afirmación «la probabilidad de lanzar el número uno con este dado es 1/6» bajo la premisa de que el dado es justo, porque esta suposición está en línea con nuestras observaciones hasta ahora: sobre la base de tiradas de dados pasadas, consideramos probable que estadísticamente los seis números aparezcan con la misma frecuencia. Por otro lado, cuando emitimos una hipótesis sobre el comportamiento futuro de un fenómeno, no simplemente tomamos nuestras suposiciones de probabilidad como un hecho; entendemos que son suposiciones de modelo con cierta incertidumbre inherente. Desde esta perspectiva, diremos «Supongo que, para el próximo lanzamiento de dados, debería confiar igualmente en la apariencia de cada número, pero podría estar equivocado, ya que potencialmente no he extraído conclusiones adecuadas sobre la constitución de los dados de mis observaciones anteriores.»
- ¹² La distribución de la probabilidad de posibles escenarios futuros varía en términos de alcance e implicaciones resultantes. En un contexto de inversión, la incertidumbre de la hipótesis de parámetros individuales varía entre los activos individuales y las combinaciones de activos. Dependiendo de la naturaleza del parámetro relevante, las distribuciones de los valores potenciales para los retornos esperados, la volatilidad (que no puede ser negativa) y las correlaciones (que oscilan entre -1 y +1 y no son independientes entre sí) están sujetas a diferentes restricciones.
- ¹³ La asignación táctica de activos (TAA, por sus siglas en inglés) hace cambios a corto y medio plazo en la asignación estratégica de activos de un inversor en un intento de obtener ganancias en base a la evolución esperada del mercado. Los cambios en el SAA se relacionan con el SAA existente y, con el tiempo, las asignaciones deberían regresar a las del SAA.
- ¹⁴ El análisis técnico analiza los datos del mercado pasados (en torno al precio o el volumen) en un intento de predecir la evolución futura a corto plazo.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en mayo de 2025.



Glosario

El modelo **Black-Litterman**, presentado por primera vez en 1990, es un enfoque analítico ampliamente utilizado para la asignación de activos en carteras, que aborda el problema de cómo incorporar las opiniones de los inversores sobre los futuros rendimientos de la clase de activos.

La **correlación** es una medida estadística de cómo se mueven dos valores (u otras variables) entre sí.

La **frontera eficiente** está determinada por el conjunto de carteras que ofrecen el nivel más alto de rentabilidad esperada para un nivel dado de riesgo o el nivel más bajo de riesgo para un nivel dado de rentabilidad esperada.

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

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

Una **calificación de grado de inversión (IG)** de una agencia de calificación como Standard & Poor's indica que un bono tiene un riesgo de impago relativamente bajo.

En este texto, el concepto de **riesgo** se entiende como una característica de los eventos no deseados, que se pueden medir cuantitativamente. Para los inversores, asumir un riesgo excesivo significa que su estrategia de inversión no está en consonancia con su tolerancia al riesgo (definida a continuación), ya que los posibles rendimientos de su inversión pueden mostrar una probabilidad inaceptablemente alta de ser tan baja que el inversor cambiaría su asignación de activos como consecuencia. Por el contrario, asumir muy poco riesgo implica que el inversor pierda oportunidades al alza de las que podría beneficiarse, dada su tolerancia al riesgo.

La **tolerancia al riesgo** es el nivel de riesgo que un inversor está dispuesto a asumir para lograr un potencial retorno deseado.

Un **enfoque de inversión se caracteriza por ser robusto** cuando su perfil de riesgo-rentabilidad depende lo menos posible de supuestos inciertos (como, por ejemplo, la fiabilidad de los datos subyacentes). La solidez de las estrategias de inversión aumenta si los errores adversos afectan en menor medida su perfil de riesgo-rentabilidad. En este sentido, el equilibrio entre la eficiencia (¿cómo puedo mejorar mis expectativas de rentabilidad suponiendo que mis supuestos sean válidos?) y la solidez (¿con qué fuerza confío en la validez de mis supuestos?) constituye una dimensión importante para el diseño de las estrategias de inversión.

Un **proceso de asignación estratégica de activos** implica establecer asignaciones preferidas para las clases de activos en un horizonte temporal de medio a largo plazo.

Un **enfoque táctico de asignación de activos** cambia las asignaciones para beneficiarse de los movimientos del mercado a más corto plazo.

En este texto, usamos la palabra **incertidumbre** para describir la circunstancia de que los eventos reales pueden desviarse potencialmente de las expectativas. Para los inversores, la aceptación de estar sujetos a la incertidumbre de los rendimientos financieros, al tiempo que tratan de comprender y cuantificar esta incertidumbre lo mejor posible, puede ser útil para ayudar a dar forma a su estrategia de inversión.

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



Nota importante

General

El presente documento no podrá distribuirse en Canadá ni en Japón. Este documento va dirigido exclusivamente a clientes minoristas o profesionales. Este documento es distribuido de buena fe por Deutsche Bank Aktiengesellschaft, sus sucursales (según lo permitido en cada jurisdicción competente), sus empresas afiliadas y sus directivos y empleados (conjuntamente, «Deutsche Bank»).

Este material es solo para su información y no pretende constituir una oferta, recomendación ni propuesta de oferta para comprar o vender ninguna inversión, valor, instrumento financiero ni otro producto específico, así como tampoco para concluir una transacción, para prestar ningún servicio de inversión o de asesoramiento sobre inversiones ni para ofrecer ningún estudio, estudio sobre inversiones ni recomendación sobre inversiones en ninguna jurisdicción. Esta información no sustituye un asesoramiento personalizado ajustado a las circunstancias individuales de cada inversor.

Deberán revisarse íntegramente todos los materiales de la presente comunicación.

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

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

A menos que se indique expresamente lo contrario en este documento, todas las opiniones expresadas reflejan la evaluación actual de Deutsche Bank, y pueden ser objeto de modificación en cualquier momento. Deutsche Bank no asume ninguna obligación de actualizar la información que se incluye en el presente documento ni de informar a los inversores sobre la disponibilidad de información actualizada. La información incluida en el presente documento podría sufrir variaciones sin previo aviso y basarse en una serie de supuestos, estimaciones, opiniones, modelos hipotéticos o análisis que, si bien el Banco considera fundamentados en información adecuada, podrían no resultar válidos o correctos, y podrían ser diferentes de las conclusiones expresadas por otros departamentos de Deutsche Bank. Si bien la información incluida en el presente documento se ha recabado de fuentes consideradas fiables, Deutsche Bank no garantiza la integridad, el carácter razonable ni la exactitud de la misma, por lo que no debería confiarse en ella como tal. En el presente documento podrían mencionarse sitios web u otras fuentes externas para comodidad del inversor. Deutsche Bank no asume responsabilidad alguna respecto a su contenido, el cual no forma parte del presente documento. El inversor accederá a tales fuentes externas bajo su responsabilidad.

En la medida en que lo permitan las leyes y normativas aplicables, este documento tiene únicamente una finalidad de análisis y no pretende generar ninguna obligación jurídicamente vinculante para Deutsche Bank. Deutsche Bank no actúa ni como su asesor financiero ni en calidad de fiduciario, salvo acuerdo expreso escrito por parte de Deutsche Bank. Previamente a tomar cualquier decisión de inversión, los inversores deben plantearse, con o sin ayuda de un profesional financiero, si las inversiones y estrategias descritas o facilitadas por Deutsche Bank resultan adecuadas considerando las propias necesidades de inversión, objetivos y circunstancias financieras particulares de los inversores, así como los posibles riesgos y ventajas de dicha decisión de inversión. Al tomar una decisión de inversión, los posibles inversores no deberían basarse en este documento sino únicamente en el contenido de la documentación de oferta final relativa a la inversión. Como proveedor internacional de servicios financieros, Deutsche Bank se enfrenta en ocasiones a conflictos de intereses reales y potenciales. La política de Deutsche Bank es adoptar todas las medidas necesarias para mantener y aplicar mecanismos administrativos u organizativos efectivos destinados a identificarlos y gestionarlos. La dirección ejecutiva de Deutsche Bank se encarga de velar por que los sistemas, controles y procedimientos del banco sean adecuados para identificar y gestionar los conflictos de intereses. Deutsche Bank no ofrece asesoramiento fiscal ni jurídico, tampoco en el presente documento, por lo que nada de lo incluido en el mismo debería interpretarse como un asesoramiento sobre inversiones por parte de Deutsche Bank a nadie. Los inversores deben solicitar asesoramiento a sus propios expertos fiscales, abogados y asesores sobre inversiones al considerar las inversiones y estrategias descritas por Deutsche Bank. Excepto notificación en contrario en un caso concreto, los instrumentos de inversión no están asegurados por ninguna entidad gubernamental, ni sujetos a sistemas de garantía de depósitos, y tampoco están garantizados, ni siquiera por Deutsche Bank. Queda prohibida la reproducción o distribución del presente documento sin la autorización expresa por escrito de Deutsche Bank. Deutsche Bank prohíbe expresamente la distribución y cesión de este material a terceros. Deutsche Bank no asume ninguna responsabilidad, de ningún tipo, derivada del uso o la distribución del presente material, ni relativa a ninguna acción emprendida o decisión tomada respecto de las inversiones mencionadas en este documento que el inversor pueda haber realizado o pueda realizar en el futuro.

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

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en mayo de 2025.



Nota importante

Deutsche Bank AG es una sociedad por acciones («Aktiengesellschaft») constituida en virtud de las leyes de la República Federal de Alemania, con sede principal en Fráncfort del Meno. Está inscrita en el registro del tribunal de distrito («Amtsgericht») de Fráncfort del Meno con el número HRB 30 000 y posee licencia para realizar actividades bancarias y prestar servicios financieros. Las autoridades de supervisión son el Banco Central Europeo («BCE»), Sonnemannstrasse 22, 60314 Fráncfort del Meno, Alemania (www.ecb.europa.eu) y la Autoridad Federal Alemana de Supervisión Financiera («Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» o «BaFin»), Graueindorfer Strasse 108, 53117 Bonn y Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Fráncfort del Meno (www.bafin.de), así como el Banco Central de Alemania («Deutsche Bundesbank»), Wilhelm-Epstein-Strasse 14, 60431 Fráncfort del Meno (www.bundesbank.de).

Este documento no ha sido sometido ni revisado por ninguna de las autoridades de control antes mencionadas, o que puedan mencionarse a continuación, ni ha sido aprobado por ellas.

Para residentes en los Emiratos Arabes

Este documento es estrictamente privado y confidencial y se distribuye a un número limitado de inversores; no podrá proporcionarse a ninguna persona que no sea el destinatario original ni reproducirse ni utilizarse para ningún otro fin. Mediante la recepción de este documento, la persona o entidad a la que se le ha enviado comprende, reconoce y acepta que este documento no ha sido aprobado por el Banco Central de los EAU, la Autoridad de Valores y Productos Básicos de los EAU, el Ministerio de Economía de los EAU ni por ninguna otra autoridad de los EAU. No se han comercializado ni se comercializarán productos ni servicios financieros, ni podrán suscribirse fondos, valores, productos ni servicios financieros dentro de los Emiratos Árabes Unidos. Este documento no constituye una oferta pública de valores en los Emiratos Árabes Unidos de conformidad con la Ley de Sociedades Mercantiles, Ley Federal n.º 2 de 2015 (en su versión modificada) u otra. Este documento puede ser únicamente distribuido a «Inversores profesionales», según se define en el Libro de reglas sobre actividades financieras y mecanismo de conciliación de la Autoridad de Valores y Productos Básicos de los EAU (en su versión modificada).

Para residentes en Kuwait

Este documento ha sido enviado al destinatario a petición de este. Esta presentación no está destinada a la difusión general entre el público de Kuwait. Ni la Autoridad de los Mercados de Capitales de Kuwait ni ningún otro organismo gubernamental pertinente de este país ha otorgado licencia alguna para ofrecer las Participaciones en Kuwait. Por lo tanto, queda restringida la oferta de las Participaciones en Kuwait sobre la base de una colocación privada u oferta pública de acuerdo con el Decreto Ley núm. 31 de 1990 y su reglamento de ejecución (según texto modificado), así como con la Ley n.º 7 de 2010 y las disposiciones legislativas secundarias de esta (según texto modificado). No se va a realizar en Kuwait ninguna oferta pública ni privada de las Participaciones, ni se formalizará en dicho país ningún acuerdo relativo a la venta de las Participaciones. No se procederá a la realización de actividades de promoción comercial, proposición ni incentivación para ofrecer o comercializar las Participaciones en Kuwait.

Para residentes en el Reino de Arabia Saudí

Este documento no podrá distribuirse en el Reino de Arabia Saudí salvo a aquellas personas autorizadas conforme a las Regulaciones sobre fondos de inversión publicadas por la Autoridad del Mercado de Capitales. La Autoridad del Mercado de Capitales no se responsabiliza de ninguna manera respecto a la precisión o exhaustividad de este documento, y renuncia expresamente a cualquier tipo de responsabilidad por cualquier pérdida derivada, o en relación con el uso, de cualquier parte de este documento. Los suscriptores potenciales de los valores ofrecidos deberán realizar sus propias comprobaciones sobre la precisión de cualquier información relativa a los valores. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado.

Para residentes de Qatar

Este documento no se ha registrado con el Banco Central de Qatar, la Autoridad de los Mercados Financieros de Qatar, la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Qatar ni ningún otro organismo gubernamental o mercado de valores catari correspondiente o conforme a alguna ley del Estado de Qatar, ni ha sido revisado o aprobado por ninguno de ellos. Este documento no constituye una oferta pública y se dirige exclusivamente a la parte a quien se ha facilitado. No se celebrará ninguna transacción en Qatar y cualquier consulta o solicitud debe recibirse, y las asignaciones realizarse, fuera de Qatar.

Para residentes en el Reino de Baréin

este documento no constituye ninguna oferta de venta de valores, derivados o fondos comercializados en Baréin, ni de participación en los mismos, según el significado incluido en el Reglamento de la Agencia Monetaria de Baréin. Todas las solicitudes de inversión deberían proceder de fuera de Baréin y cualquier asignación debería realizarse fuera de ese país. El presente documento se ha elaborado con carácter informativo privado exclusivamente para los inversores a los que va destinado, que serán instituciones. No se realizará ninguna invitación para el público del Reino de Baréin y este documento no se emitirá, trasladará ni pondrá a disposición del público en general. El Banco Central (CBB) no ha revisado ni aprobado el presente documento ni tampoco la comercialización de dichos valores, derivados o fondos en el Reino de Baréin.

Para residentes de Sudáfrica

Este documento no constituye ni forma parte de ninguna oferta, propuesta ni promoción en Sudáfrica. Este documento no se ha registrado, no ha sido revisado ni aprobado por el Banco de la Reserva de Sudáfrica, la Autoridad de Conducta Financiera del Sector ni ante ninguna otra bolsa ni entidad gubernamental sudafricana, como tampoco de conformidad con 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 en Bruselas. Deutsche Bank AG es una sociedad anónima («Aktiengesellschaft») constituida en virtud de las leyes de la República Federal de Alemania, y autorizada para llevar a cabo actividades bancarias y prestar servicios financieros, sujeta a la supervisión y el control del Banco Central Europeo («BCE») y de la Autoridad Federal Alemana de Control Financiero («BaFin»). Deutsche Bank AG, oficina de Bruselas, está asimismo supervisado en Bélgica por la Autoridad de Mercado y Servicios Financieros (FSMA, www.fsma.be). El domicilio social de esta sucursal está situado en Marnixlaan 13-15, B-1000 Bruselas y está registrada con el número VAT BE 0418.371.094, RPM/RPR Bruselas. Puede solicitar o consultar más información en www.deutschebank.be.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en mayo de 2025.



Nota importante

Para residentes en el Reino Unido

Este documento es una promoción financiera según lo definido en la Sección 21 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros del 2000 y ha sido aprobado, y le ha sido comunicado, por DB UK Bank Limited. DB UK Bank Limited es miembro del Grupo Deutsche Bank, y está registrado en el Registro Mercantil de Inglaterra y Gales con el número de sociedad 315841 y domicilio social en: 21 Moorfields, Londres, Reino Unido, EC2Y 9DB. DB UK Bank Limited es una entidad autorizada por la Autoridad de Regulación Prudencial y está regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial. El número de inscripción de DB UK Bank Limited en el Registro de Servicios Financieros es el 140848.

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

Para residentes en Hong Kong

Este material está destinado a: inversores profesionales en Hong Kong. En consecuencia, su distribución debe dirigirse únicamente a sus destinatarios, quedando terminantemente prohibida cualquier otra distribución de este material. El presente documento y su contenido se facilitan únicamente a título informativo. Nada de lo incluido en este documento pretende constituir una oferta de inversión ni una propuesta ni recomendación para comprar o vender una inversión y, por lo tanto, no debería interpretarse como tal.

El contenido del presente documento no ha sido revisado por ninguna autoridad reguladora de Hong Kong. Se aconseja a los inversores que actúen con cautela en relación con las inversiones incluidas en el presente documento (en su caso). Si el inversor tiene alguna duda sobre cualquier contenido del presente documento, debería solicitar asesoramiento profesional independiente.

Este documento no ha sido aprobado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong ("SFC") ni se ha presentado ninguna copia del mismo ante el Registro Mercantil de Hong Kong, salvo especificación contraria. Las inversiones aquí contenidas podrán ser autorizadas o no autorizadas por la SFC. Las inversiones no podrán ofrecerse ni venderse en Hong Kong, por medio de ningún documento, salvo i) a "inversores profesionales", según la definición de este término que recoge la Ordenanza sobre Valores y Futuros (cap. 571 de la legislación de Hong Kong) ("OFS") y cualesquiera otras normas recogidas en el marco de la OFS, o (ii) en otras circunstancias que no den lugar a que el documento sea un "folleto", según la definición que recoge la Ordenanza sobre Sociedades (disolución y disposición varias) (cap. 32 de la legislación de Hong Kong) («WUMP») o que no constituyan una oferta al público según el significado que recoge la C(WUMP)O. Ninguna persona emitirá ni poseerá a efectos de emisión, ni en Hong Kong ni en otro lugar, ningún anuncio, invitación ni documento relativo a las inversiones dirigido al público de Hong Kong o a cuyo contenido pueda acceder el público (excepto cuando lo permitan las leyes sobre valores de Hong Kong), salvo con respecto a las inversiones que se comuniquen o estén destinadas a comunicarse exclusivamente a personas fuera de Hong Kong o solo a «inversores profesionales», según el significado que recoge la SFO y cualquier normativa promulgada en virtud de ella.

Para residentes de Singapur

Este material está destinado a: Inversores autorizados / Inversores institucionales en Singapur. En consecuencia, su distribución debe dirigirse únicamente a sus destinatarios, quedando terminantemente prohibida cualquier otra distribución de este material.

Para residentes de los Estados Unidos de América

En Estados Unidos se ofrecen servicios de intermediación a través de Deutsche Bank Securities Inc., un intermediario-agente y asesor de inversiones registrado que lleva a cabo actividades con valores en Estados Unidos. Deutsche Bank Securities Inc. es miembro de la FINRA, la NYSE y la SIPC. Se ofrecen servicios bancarios y crediticios a través de Deutsche Bank Trust Company Americas, miembro de la FDIC, y de otros miembros del Grupo Deutsche Bank. Con respecto a Estados Unidos, véanse las declaraciones anteriores incluidas en el presente documento. Deutsche Bank no realiza ninguna manifestación ni ofrece ninguna garantía de que la información incluida en el presente documento resulte apropiada o esté disponible para utilizarse en países fuera de Estados Unidos, ni de que los servicios comentados en el presente documento se encuentren disponibles o resulten apropiados para su venta o uso en todas las jurisdicciones o por todas las contrapartes. Salvo en caso de contar con un registro o licencia según lo permitido por la legislación aplicable, ni Deutsche Bank ni sus filiales ofrecen ningún servicio en Estados Unidos ni destinado a atraer a personas de Estados Unidos (como define dicho término la Norma S de la Ley de Valores [Securities Act] de Estados Unidos de 1933, según texto modificado). El aviso legal para Estados Unidos se regirá por las leyes del Estado de Delaware y se interpretará de acuerdo con ellas, independientemente de cualquier disposición relativa a conflictos de derecho que imponga la aplicación de las leyes de otra jurisdicción.

Para residentes de Alemania

Esta información es publicidad. Este contenido no cumple los requisitos legales para garantizar la imparcialidad de las recomendaciones sobre inversiones y estrategias de inversión ni de los análisis financieros. No se prohíbe al compilador ni a la empresa responsable de la compilación negociar con los respectivos instrumentos financieros antes o después de la publicación de estos documentos.

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

Ni la rentabilidad pasada ni la rentabilidad simulada son indicadores fiables de resultados futuros.

Para residentes en India

Las inversiones mencionadas en el presente documento no se ofrecen al público indio para su venta ni para su suscripción. Este documento no ha sido registrado ni aprobado por el Consejo de Valores y Bolsa de la India, el Banco de la Reserva de la India ni por ninguna otra autoridad reglamentaria o gubernamental de la India. Este documento no es un «folleto» según la definición que recogen las disposiciones de la Ley de sociedades de 2013 (18 de 2013) y, por lo tanto, no debería considerarse como tal. Tampoco se presentará ante ninguna autoridad reguladora de la India. En virtud de la Ley de Gestión de Divisas Extranjeras de 1999 y de la normativa promulgada en virtud de la misma, cualquier inversor residente en la India podría estar obligado a obtener un permiso previo especial del Banco de la Reserva de la India antes de efectuar inversiones fuera de la India, lo que incluye las inversiones mencionadas en el presente documento

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en mayo de 2025.



Nota importante

Para residentes de Italia

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

Para residentes de Luxemburgo

El presente informe es distribuido en Luxemburgo por Deutsche Bank Luxembourg S.A., un banco constituido con arreglo a las leyes del Gran Ducado de Luxemburgo en forma de sociedad anónima (Société Anonyme), sujeto a la supervisión y el control del Banco Central Europeo («BCE») y de la Commission de Surveillance du Secteur Financier («CSSF»). Su domicilio social se encuentra en 2, boulevard Konrad Adenauer, 1115 Luxembourg, Gran Ducado de Luxemburgo y está inscrito en el Registre de Commerce et des Sociétés («RCS») de Luxemburgo con el número B 9.164.

Para residentes de España

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal es una institución de crédito regulada por el Banco de España y la CNMV e inscrita en sus respectivos Registros Oficiales con el código 019. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal únicamente puede llevar a cabo aquellas actividades bancarias y de servicios financieros comprendidas en el alcance de su licencia actual. El establecimiento principal en España se encuentra sito en Paseo de la Castellana número 18, 28046 - Madrid. Entidad registrada en el Registro Mercantil de Madrid, volumen 28100, libro 0, Folio 1, Sección 8, Hoja M506294, Inscripción 2. NIF: A08000614. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal.

Para residentes de Portugal

Deutsche Bank AG, Sucursal de Portugal es una institución de crédito regulada por el Banco de Portugal y la Comisión de Valores Portuguesa (la «CMVM»), registrada con los números 43 y 349 respectivamente y con número de inscripción en el Registro Mercantil 980459079. Deutsche Bank AG, Sucursal de Portugal únicamente puede llevar a cabo aquellas actividades bancarias y de servicios financieros comprendidas en el alcance de su licencia actual. El domicilio social se encuentra sito en Rua Castilho, 20, 1250-069 Lisboa (Portugal).

Para residentes de Austria

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

Para residentes de los Países Bajos

Este documento es distribuido por Deutsche Bank AG, Sucursal en Ámsterdam, con domicilio social en De entree 195 (1101 HE), Amsterdam (Países Bajos), inscrita en el Registro Mercantil de los Países Bajos con el número 33304583 y en el registro con el sentido del Apartado 1:107 de la Ley de Supervisión Financiera de los Países Bajos («Wet op het financieel toezicht»). Este registro puede consultarse en www.dnb.nl.

Para residentes de Francia

Deutsche Bank AG es una institución de crédito autorizada y supeditada a la supervisión del Banco Central Europeo y a la Autoridad de Supervisión Financiera Federal alemana (BaFin). Algunas de las actividades de sus sucursales son supervisadas localmente por las autoridades bancarias competentes, tales como la Autoridad de Control Prudencial y de Resolución (Autorité de Contrôle Prudenciel et de Résolution, ACPR) y la Autoridad de los Mercados Financieros (Autorité des Marchés Financiers, AMF) de Francia.

Queda prohibida cualquier reproducción, representación, distribución o redistribución, total o parcial, del contenido de este documento en cualquier soporte o por cualquier procedimiento, así como cualquier venta, reventa, retransmisión o puesta a disposición de terceros por cualquier medio. Queda prohibida la reproducción o distribución de este documento sin nuestro expreso consentimiento por escrito.

© 2025 Deutsche Bank AG. Todos los derechos reservados.

056620 050525

05 Mayo, 2025

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia y el Pacífico, este material se considera material de marketing, pero este no es el caso de los Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o meta. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de precios y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede conducir a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de una inversión puede caer y aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo. Este documento se elaboró en mayo de 2025.