



PERSPECTIVES Viewpoint Fixed Income

El aumento de rentabilidades se vuelve global

17 de septiembre de 2026

Autores:

Dr. Dr. Ulrich Stephan, Chief Investment Officer Alemania

Dr. Dirk Steffen, Chief Investment Officer EMEA

Ahmed Khalid, Senior Investment Strategist

Kaniz Fatema Rupani, Investment Strategist

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



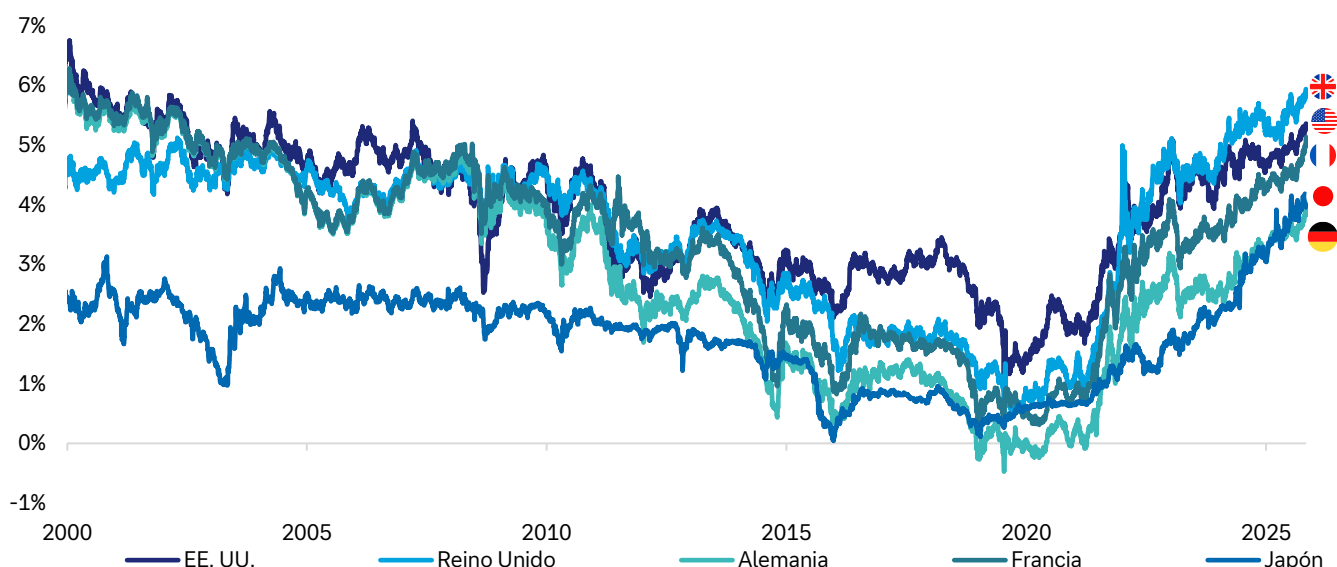
Puntos clave

- Los rendimientos de los bonos están subiendo a nivel global, con el foco en las expectativas monetarias, la expansión fiscal, la emisión y las primas por plazo.
- La inversión en IA y la creciente oferta son motores clave en Estados Unidos; la exposición a la energía importa más en Europa.
- El ciclo electoral pesa en Francia, la mayor disciplina apoya a Italia y el crecimiento económico refuerza a España.
- Japón sigue centrado en la normalización de la política monetaria; el Reino Unido se enfrenta a limitaciones de inflación y fiscales.

Introducción

En un momento en que los mercados de renta variable ofrecen rendimientos atractivos y la inteligencia artificial domina la narrativa de inversión, puede parecer contraintuitivo que los mercados de bonos estén atrayendo aún más atención. No se trata de una historia de un solo país, sino de un tema global. Aunque varias fuerzas subyacentes son comunes, cada región enfrenta sus propios desencadenantes. El aumento inusualmente sincronizado de los rendimientos globales supone tanto un riesgo para otras clases de activos como una oportunidad cada vez más atractiva para los inversores de renta fija. A corto plazo, creemos que esta oportunidad ofrece un mejor perfil de riesgo-rentabilidad en las duraciones cortas-medias, ante unos temores de la política monetaria en su punto máximo. No obstante, el extremo largo también debería considerarse a estos niveles de rentabilidad por inversores con un perfil de riesgo más alto y periodos de tenencia más largos.

Figura 1: Rendimientos de los bonos soberanos a 30 años



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 15 de septiembre de 2026.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de comercialización, pero no es así en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o objetivo. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no indica los rendimientos futuros. Por favor, consulte el rendimiento histórico en el apéndice. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias o 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 o subir y puede que no recuperes la cantidad originalmente invertida en ningún momento. Tu capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en septiembre de 2026.



Bonos del Tesoro de EEUU: El precio de la fortaleza

El lugar más obvio para empezar es el mayor mercado mundial de bonos soberanos: los bonos del Tesoro de EEUU. El Treasury a 2 años cotiza cerca del 4,7%, casi 118 pb. por encima de inicio de año. El 10 años ronda el 5,0%, más de 80 pb. por encima, mientras que el 30 años supera el 5,3%, casi 50 pb. más alto. No hay una única explicación para estos aumentos de las rentabilidades. Se acerca más a una tormenta perfecta de fuerzas monetarias, estructurales y fiscales, la mayoría de las cuales probablemente no se disiparán rápidamente.

Una forma de entender esta situación es segmentar las rentabilidades nominales en inflación descontada por el mercado y rendimientos reales. Dado el aumento de los precios de la energía, las expectativas de inflación pueden parecer el culpable evidente. Sin embargo, solo explican alrededor de una séptima parte del movimiento. Mucho más importante es el aumento de los rendimientos reales.

La primera y más obvia razón es el cambio drástico en las expectativas de política monetaria. A finales de febrero, los mercados descontaban unos tipos de los fondos federales en torno al 2,9% para junio de 2027. Hoy en día, está más cerca del 4,6%, una revalorización de aproximadamente 170 pb., equivalente a casi siete movimientos de tipos de 25 pb. El limitado efecto en las expectativas de inflación sugiere en parte la confianza en que la Fed controlará las presiones sobre los precios y evitará que las expectativas se desanclen. El rendimiento a 2 años se ha visto más afectado por esta revalorización de la trayectoria de la Fed. La presión se intensificó durante el verano a medida que los inversores reevaluaban el enfoque del banco central bajo la presidencia de Warsh. Al abandonar la política convencional de *forward guidance* (guía a los mercados), Warsh quiere que los mercados desempeñen un papel más importante a la hora de anticipar los movimientos de precios en lugar de limitarse a seguir las señales de la Fed. Pero esa libertad conlleva un precio. Con menos orientación y una función de reacción menos predecible, los inversores exigen una prima más alta por mantener duración. Los cambios en el mensaje de la Fed ilustran esta incertidumbre: la reunión del FOMC de junio fue vista como beligerante, la de julio como menos agresiva, y las declaraciones en Jackson Hole y la reunión del FOMC de septiembre como firmemente agresivas.

Luego está la IA. El tema de la IA y el fuerte auge de los beneficios en EEUU han convertido a las acciones en un imán para el capital, compitiendo con la renta fija. Pero también existe el problema de la deuda. Mientras el gasto de capital relacionado con la IA pone a prueba el flujo de caja operativo, los mercados de deuda valoran la carencia de capital. Gran parte de estas emisiones son además a largo plazo y provienen de empresas altamente valoradas. Para los inversores institucionales, la recuperación de la rentabilidad ofrece una alternativa atractiva a los bonos del

Tesoro. Luego están las preocupaciones casi perpetuas en torno a los déficits fiscales y el aumento de la deuda. Las noticias que afirman que la deuda estadounidense se acerca a los 40 bn.USD han aumentado estas preocupaciones. Las proyecciones de la Oficina de Presupuestos del Congreso de EEUU muestran déficits cercanos al 7% del PIB en la próxima década, lo que implica una mayor emisión de bonos soberanos. Pero, ¿por qué debería ser un problema el aumento de la deuda si no aumenta el riesgo de impago? No nos preocupa demasiado ese escenario. Pero los inversores exigen una prima más alta mucho antes de que se produzca un evento crediticio. De lo contrario, no habría diferencia de rendimiento entre los bonos calificados AAA y calificados AA. Por tanto, se justifica una prima adicional cuando la deuda y la oferta futura se expanden sin un camino creíble hacia la estabilización fiscal.

Hay un aspecto adicional más importante. Lo que financien estos déficits es clave. El gasto fiscal apoya el crecimiento y la demanda agregada. Se suele pasar por alto el hecho de que EEUU creció a un ritmo anualizado nominal de alrededor del 8% (6,6% anual) en el último trimestre, mientras que se pone el foco en la cifra más suave de crecimiento real, y en un gasto deficitario que eleva los riesgos inflacionistas. Por tanto, los inversores no solo se limitan a preocuparse por la oferta de deuda. También exigen que los rendimientos reflejen esta realidad para una economía que ya cuenta con un mercado laboral ajustado, un consumo resiliente y una posición central en el ciclo global de inversión en IA.

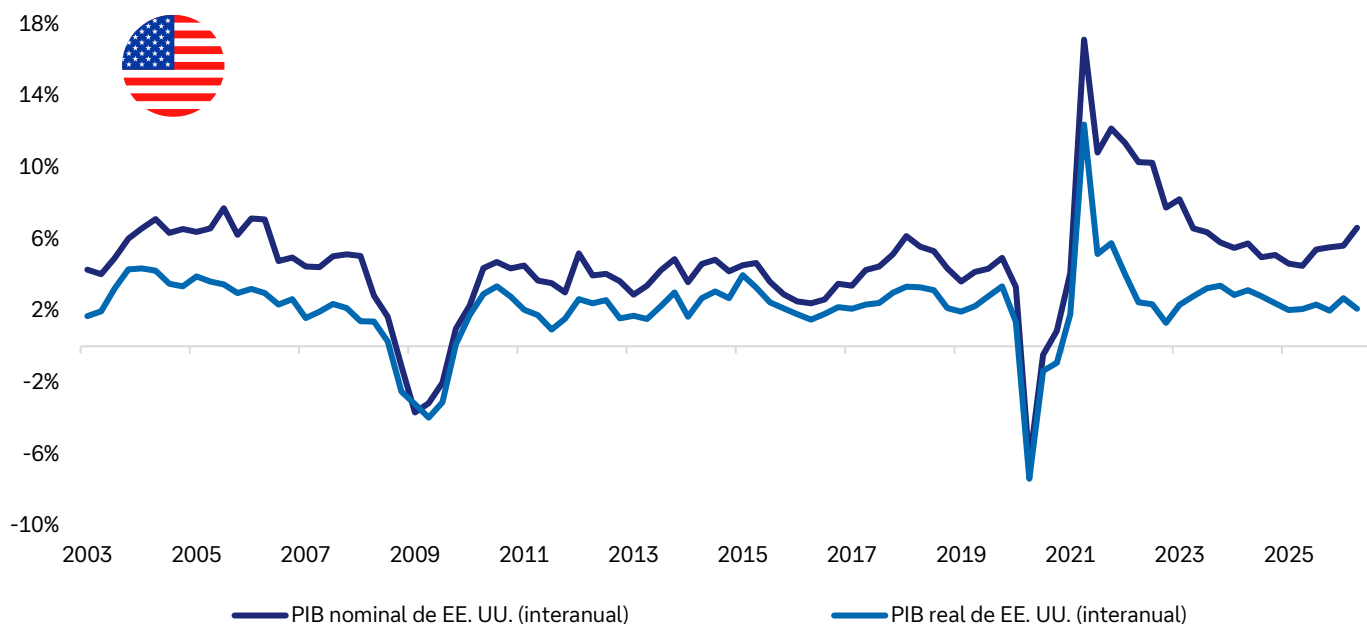
Otros factores, que van desde la demanda exterior hasta los límites de depender en gran medida de la financiación vía Letras del Tesoro también importan. Su importancia cambiará, pero es poco probable que las fuerzas que mantienen elevados los rendimientos desaparezcan de repente. Nuestras previsiones de rentabilidad del 4,0% para el 2 años, 4,5% para el 10 y 5,1% para el 30 años a un año vista reflejan nuestra expectativa de una Fed relativamente moderada en comparación con los precios de mercado, no la desaparición de estas presiones estructurales. Sin embargo, los rendimientos actuales siguen ofreciendo una atractiva oportunidad de ingresos y, si nuestras previsiones se materializan, cierta apreciación en el precio.

Nuestra convicción de “tipos altos por más tiempo” está bien fundamentada. Vemos el reciente movimiento de las rentabilidades como una normalización, no como un cambio significativo respecto a los fundamentos. El periodo entre la crisis financiera global y la pandemia fue la anomalía —no los tipos más altos actuales— cuando factores como tipos de interés monetarios casi nulos, la política de expansión cuantitativa, la baja inflación y la fuerte demanda de refugio comprimieron los rendimientos a niveles inusualmente bajos en relación con los fundamentos económicos y la oferta de bonos. En el entorno actual, las medidas del Tesoro estadounidense pueden proporcionar alivio a corto plazo ajustando la emisión, pero no pueden cambiar de forma

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de comercialización, pero no es así en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o objetivo. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. **El rendimiento pasado no indica los rendimientos** futuros. Por favor, consulte el rendimiento histórico en el apéndice. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias o 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 o subir y puede que no recuperes la cantidad originalmente invertida en ningún momento. Tu capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en septiembre de 2026.



Figura 2: Crecimiento nominal y real del PIB de EEUU



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 16 de septiembre de 2026.

sustancial la trayectoria de las rentabilidades. A diferencia de la Fed, el Tesoro no puede crear reservas como los bancos centrales. El gasto debe financiarse mediante impuestos y mayor emisión de deuda. Puede influir en cómo el mercado absorbe esa financiación, pero no puede hacer desaparecer este comportamiento de las rentabilidades.

Bunds: Resiliencia bajo la presión energética

Al cruzar el Atlántico hacia Alemania, los movimientos de las rentabilidades han sido igualmente llamativos. Para contextualizar, el rendimiento a 2 años cotiza por encima del 3,2%, subiendo más de 110 pb. en el año. El de 10 años está por encima del 3,5%, unos 65 pb. por encima, mientras que el de 30 años está cerca del 3,9%, casi 40 pb. por encima. Los movimientos globales justifican parte de este aumento, pero otros factores son específicos de la región.

En lo más alto de la lista está la energía. Los precios del petróleo pueden no alcanzar los niveles apocalípticos que se temían, pero siguen siendo significativamente elevados. El gas natural también se ha convertido en el talón de Aquiles de los responsables políticos europeos. EEUU ha evitado en gran medida este problema pese a que el gas natural representa alrededor del 40% de su generación eléctrica, pero Europa sigue siendo vulnerable. EEUU es autosuficiente, mientras que Europa importa alrededor del 88% de su gas natural. El GNL representa ahora alrededor del 45% de las importaciones europeas, lo que lo convierte en una fuente clave de energía. Aunque los precios actuales del gas siguen muy por debajo de los registrados tras la invasión rusa de Ucrania, siguen siendo un ~180% más altos este año. Los precios elevados de la energía alimentan los temores inflacionistas, mientras que el conflicto en Oriente

Medio nubla las perspectivas y añade una prima adicional a las rentabilidades. La exposición energética de Europa también justifica por qué las tasas de inflación descontadas en Europa explican en mayor medida el movimiento en las rentabilidades nominales en el extremo más corto de la curva alemana. En los bonos a más largo plazo, los rendimientos reales han sido el motor más importante. Aquí, la economía merece cierto crédito. El crecimiento puede no parecer espectacular, pero ha sido resiliente teniendo en cuenta los problemas energéticos y de cadena de suministro que Alemania ha sufrido. Los indicadores de actividad han mejorado, mientras que las medidas fiscales continúan apoyando a la economía. En general, los datos económicos han tenido un comportamiento mucho mejor de lo que se esperaba. Es importante destacar que, si el crecimiento nominal se utiliza como nivel de equilibrio para las rentabilidades, entonces no parecen especialmente fuera de lugar.

En el ámbito fiscal, poco ha cambiado recientemente. Las medidas que apoyan la economía alemana provienen de decisiones anteriores que en gran medida ya se habían presupuestado, más que de nuevas medidas. Sin embargo, sí que se ha producido un cambio: la disminución del estatus "especial" de los Bunds. Por ejemplo, durante el tiempo de la política de flexibilización cuantitativa, los Bunds eran especialmente valorados como garantía porque las compras del BCE absorbían una parte significativa de la oferta disponible. Ahora no hay escasez de emisiones alemanas y no hay demanda del BCE. Los Bunds aún conservan cierto grado de su estatus "especial", respaldado por la calificación AAA de Alemania, pero esta ventaja ha disminuido.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de comercialización, pero no es así en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o objetivo. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. **El rendimiento pasado no indica los rendimientos futuros.** Por favor, consulte el rendimiento histórico en el apéndice. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias o 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 o subir y puede que no recuperes la cantidad originalmente invertida en ningún momento. Tu capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en septiembre de 2026.



La política monetaria ha sido, probablemente, el principal motor de la subida de las rentabilidades, especialmente a medida que aumentan las expectativas de inflación y el crecimiento resiliente da al banco central menos motivos para rebajar los tipos. Los precios han variado significativamente desde que comenzó el conflicto iraní a finales de febrero. Aunque la incertidumbre persiste, esperamos que las disrupciones en los mercados energéticos disminuyan en los próximos 12 meses, lo que aliviará las preocupaciones por la inflación.

Por tanto, esperamos que el BCE mantenga los tipos en los niveles actuales a 12 meses vista. Dado que los mercados están valorando una trayectoria de tipos más agresiva de lo que esperamos, debería disminuir la presión alcista, permitiendo que las rentabilidades del Bund se relajen hacia el 2,6% para el 2 años, 3,1% para el 10 años y 3,7% para el 30 años a 12 meses vista.

Francia, Italia y España: Política, energía y finanzas públicas

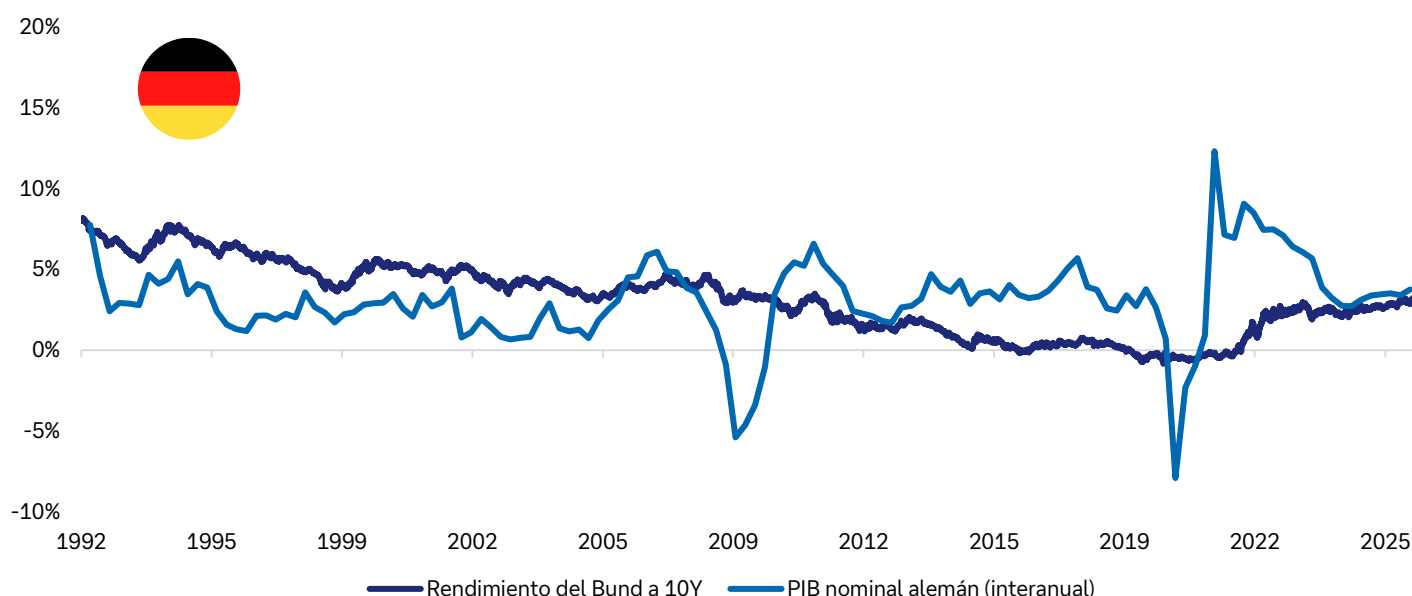
Francia, el mayor mercado de bonos soberanos de la Eurozona, ha vuelto a estar bajo presión. El diferencial OAT-Bund a 10 años superó recientemente los 90 pb. por primera vez desde 2012, su nivel más alto desde la crisis de la deuda de la Eurozona. Ha tenido dificultades para volver a bajar de 50 pb., el nivel existente antes de que se intensificaran las preocupaciones fiscales y Francia entrara en el Procedimiento de Déficit Excesivo de la UE. El aumento de los rendimientos globales ha agudizado el foco en las trayectorias fiscales, poniendo

aún más la atención en los desafíos de Francia. Las normas de la UE exigen que el déficit caiga por debajo del 3% del PIB para 2029. El gobierno francés espera que baje al 5% este año, mientras que el FMI proyecta un 4,5% para 2028, lo que pone de manifiesto la difícil tarea que enfrenta el país. Una mayor consolidación se enfrenta a importantes obstáculos políticos, y las próximas elecciones presidenciales añaden incertidumbre sobre la dirección de la política fiscal.

Los mercados ya han reflejado gran parte de esta preocupación en la ampliación de los diferenciales franceses. Aun así, un escrutinio minucioso de las propuestas de política económica de cara a las elecciones probablemente generará volatilidad recurrente a lo largo del ciclo electoral, dificultando un endurecimiento fiscal significativo y sostenido. Tras una serie de rebajas de calificaciones el año pasado, la revisión de Moody's del 23 de octubre será clave. Moody's tiene a Francia con una perspectiva negativa y es la única de las tres grandes agencias que aún le otorga una calificación AA.

Pasando a **Italia**, los diferenciales de los BTP han sido volátiles desde que resurgieron las presiones sobre los precios de la energía en febrero. Italia tiene la mayor exposición de la UE al gas natural como cuota del suministro total de energía en todas las actividades, lo que la convierte en uno de los países con mayor beta a shocks energéticos. Fuera del sector energético, la mejora fiscal ha sido significativa. Se prevé que el déficit cumpla con la regla del 3% de la UE este año, abriendo la

Figura 3: Rendimiento del Bund a 10a vs crecimiento del PIB nominal alemán



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 16 de septiembre de 2026.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de comercialización, pero no es así en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o objetivo. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. **El rendimiento pasado no indica los rendimientos futuros.** Por favor, consulte el rendimiento histórico en el apéndice. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias o 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 o subir y puede que no recuperes la cantidad originalmente invertida en ningún momento. Tu capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en septiembre de 2026.



posibilidad de que Italia salga del Procedimiento de Déficit Excesivo.

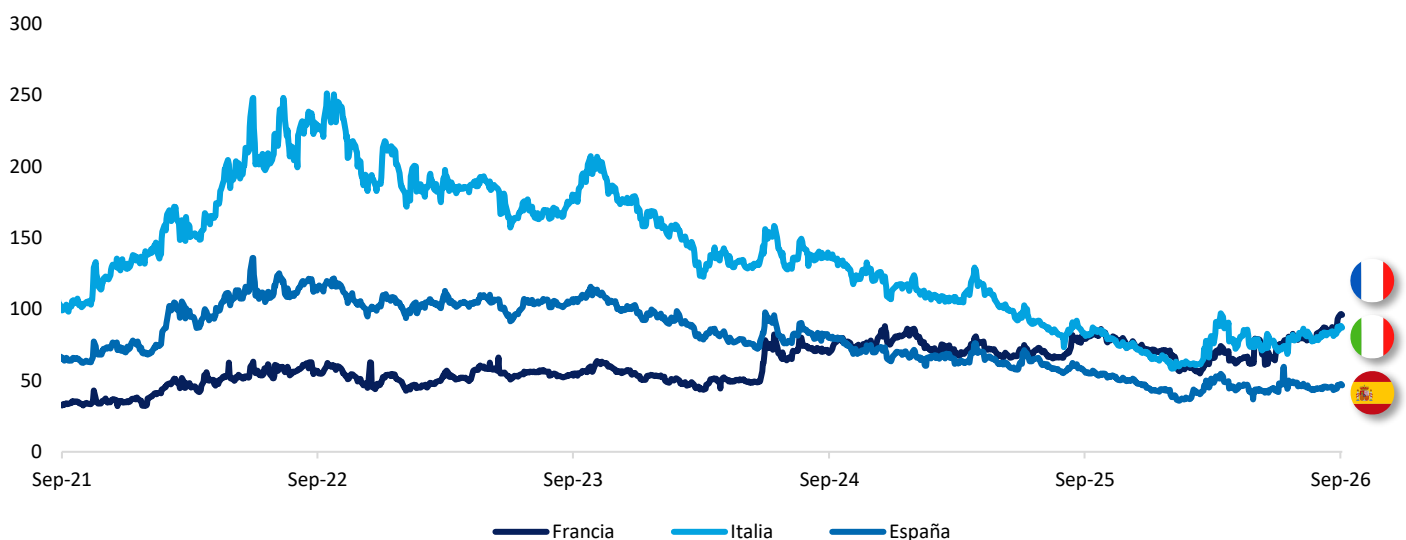
Sin embargo, persisten riesgos significativos. Italia representaba el 33,9% del compromiso de subvenciones y préstamos del Fondo de Recuperación y Resiliencia de la UE a finales de agosto de 2026, equivalente a 194.400 mn.EUR, de los cuales aproximadamente 72.000 mn.EUR son en subvenciones. Esto la convierte en el mayor beneficiario del programa, y su vencimiento este año ha generado preocupaciones sobre el apoyo económico futuro. La financiación de Security Action for Europe, o SAFE, proporcionará solo un apoyo limitado, dado su techo relativamente pequeño de 14.900 mn.EUR.

El impacto favorable del superbonus¹ sobre las necesidades de financiación podría reducirse exponencialmente el próximo año, afectando al saldo fiscal. Para crear margen fiscal adicional sin poner en peligro la consolidación, Italia ha solicitado la activación de la Cláusula Nacional de Escape de la UE. Esto permite a los países exceder temporalmente la senda de gasto acordada para financiar un mayor gasto en defensa sin infringir las normas fiscales de la UE. La flexibilidad está limitada a un 1,5% acumulado del PIB hasta 2028 para el gasto relacionado con defensa y energía. Italia también se enfrenta a elecciones generales en otoño de 2027, lo que podría afectar la planificación presupuestaria. Sin embargo, los beneficios de una mayor disciplina fiscal y una prima de riesgo política más baja probablemente limiten cualquier desviación de la senda favorable de los últimos años.

Esta mejora ya se refleja en una calificación crediticia positiva y en la mejora de las perspectivas. S&P sitúa a Italia en una perspectiva positiva, en comparación con las perspectivas estables de las demás grandes agencias. Con su próxima revisión prevista para noviembre, una mejora supondría la primera vez desde 2013 que una agencia de calificación importante asigna a Italia una calificación de "A". Por lo tanto, esperamos que el diferencial BTP-Bund a 10 años vuelva a rondar los 65 pb. una vez que las presiones energéticas disminuyan.

En comparación con Italia, los **diferenciales españoles** frente a los Bunds han sufrido relativamente poca presión desde finales de febrero. Los Bonos a 10 años están solo 5 pb. por encima de su nivel de finales de febrero y 10 pb. por encima de su mínimo de enero. La menor dependencia de España del gas natural puede explicar en parte esta resiliencia, pero su mayor crecimiento económico también ha sido importante. Tras sufrir una contracción durante la pandemia más profunda que las otras grandes economías de la Eurozona, España ha superado consistentemente tanto al resto de economías como a la Eurozona en su conjunto. También tiene el déficit fiscal más bajo dentro de este grupo, con un déficit que se espera que se reduzca aún más el próximo año. El fuerte crecimiento ha ayudado a reducir la ratio deuda/PIB, un logro cada vez más raro, y se espera que baje del 100% este año. Estas condiciones económicas y fiscales proporcionan un sólido apoyo a los diferenciales relativamente ajustados frente los Bunds.

Figura 4: Primas de riesgo europeas a 10 años (en pb.)



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 16 de septiembre de 2026.

Nota: ¹Superbonus de Italia fue un incentivo para la renovación introducido en 2020, que ofrecía créditos fiscales transferibles de hasta el 110% de los costes elegibles. Aunque en gran medida se reconocieron de inmediato en el déficit, los créditos generalmente se utilizaron durante cuatro o cinco años, con algunos elegibles para uso a diez años. Su uso reduce los ingresos fiscales futuros en efectivo, lo que resulta en mayores necesidades de financiación en esos años.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de comercialización, pero no es así en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o objetivo. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. **El rendimiento pasado no indica los rendimientos futuros.** Por favor, consulte el rendimiento histórico en el apéndice. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias o 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 o subir y puede que no recuperes la cantidad originalmente invertida en ningún momento. Tu capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en septiembre de 2026.



Sin embargo, persisten vulnerabilidades. El panorama político español está fragmentado y el gobierno no ha aprobado un nuevo presupuesto desde 2023. España, al igual que Italia, también ha sido una de las principales beneficiarias del RRF. A finales de agosto de 2026, se le habían asignado 102.600 mn.EUR, incluidos casi 80.000 mn.EUR en subvenciones. Sin un nuevo presupuesto, planificar la transición hacia un entorno de financiación post-RRF será más difícil.

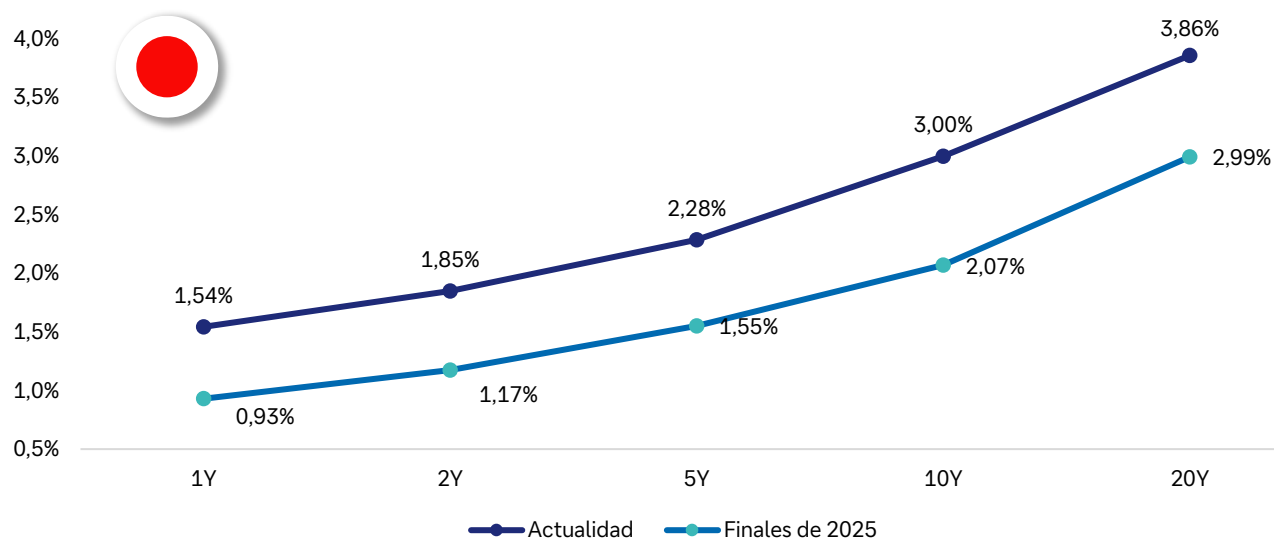
Japón: Rendimientos más altos, curva más plana

Desde principios de 2026, la curva de bonos públicos japoneses ha subido: el rendimiento a 2 años ha subido unos 67 pb. hasta el 1,85% y el rendimiento a 10 años aproximadamente 93 pb. hasta el 3,0%, ambos alcanzando máximos de varias décadas. La normalización de la política monetaria del BoJ ha elevado las rentabilidades a corto plazo, mientras que la inflación persistente, la reducción de la compra de bonos, las primas por plazo más altas y las preocupaciones fiscales han impulsado el largo plazo. Las medidas gubernamentales pueden reducir temporalmente la inflación, pero las presiones subyacentes deberían mantenerse firmes ante la subida de los salarios y los costes de producción. El crecimiento económico podría suavizarse a corto plazo a medida que los altos costes energéticos pesen sobre la demanda. Sin embargo, el aumento de los ingresos reales, el apoyo fiscal y la recuperación del gasto de capital deberían sentar las bases de la recuperación. Una inflación por encima del objetivo y el impulso del crecimiento deberían proporcionar al BoJ suficiente margen para continuar la.

Normalización monetaria. Esperamos tres subidas adicionales, llevando los tipos de interés oficiales al 1,75% a un año vista. Aun así, con un endurecimiento sustancial ya previsible, el rendimiento del JGB a 2 años debería aumentar solo modestamente hasta el 2,0% desde el 1,8% actual. A largo plazo, la reducción de las compras del BoJ y la política fiscal expansiva mantendrían elevadas las primas por plazo. Sin embargo, el saldo fiscal primario casi equilibrado de Japón, el saludable crecimiento nominal del PIB y la propiedad mayoritariamente nacional de la deuda pública deberían mantener la dinámica de la deuda manejable. La demanda también podría fortalecerse si los responsables políticos logran fomentar una mayor inversión interna en los JGB mediante mayores asignaciones desde fondos de pensiones y compras minoristas directas bajo el esquema de Cuenta de Ahorro Individual de Nippon. Además, posibles cambios en la asignación por parte de los principales inversores globales, incluido el fondo soberano noruego, podrían proporcionar un apoyo adicional.

El principal riesgo al alza para las rentabilidades es la política fiscal expansiva. Las solicitudes presupuestarias para el año fiscal 2027 alcanzaron un récord de 931.000 mn.USD (143,1 bn.JPY), lo que implica un mayor endeudamiento y emisión de JGB. No obstante, la demanda nacional y global debería absorber gran parte de la oferta adicional y limitar el aumento de los rendimientos a largo plazo. En general, es probable que las rentabilidades de los JGB se mantengan elevadas, pero parece poco probable otro aumento pronunciado. Esperamos que el rendimiento a 2 años suba al 2,0% y que el 10 años se establezca cerca del 3,0% a sept-2027, lo que implica un aplanamiento moderado de la curva.

Figura 5: Curva de rendimientos de Japón



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 16 de septiembre de 2026.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de comercialización, pero no es así en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o objetivo. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. **El rendimiento pasado no indica los rendimientos futuros.** Por favor, consulte el rendimiento histórico en el apéndice. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias o 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 o subir y puede que no recuperes la cantidad originalmente invertida en ningún momento. Tu capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en septiembre de 2026.



Reino Unido: Se mantiene la presión

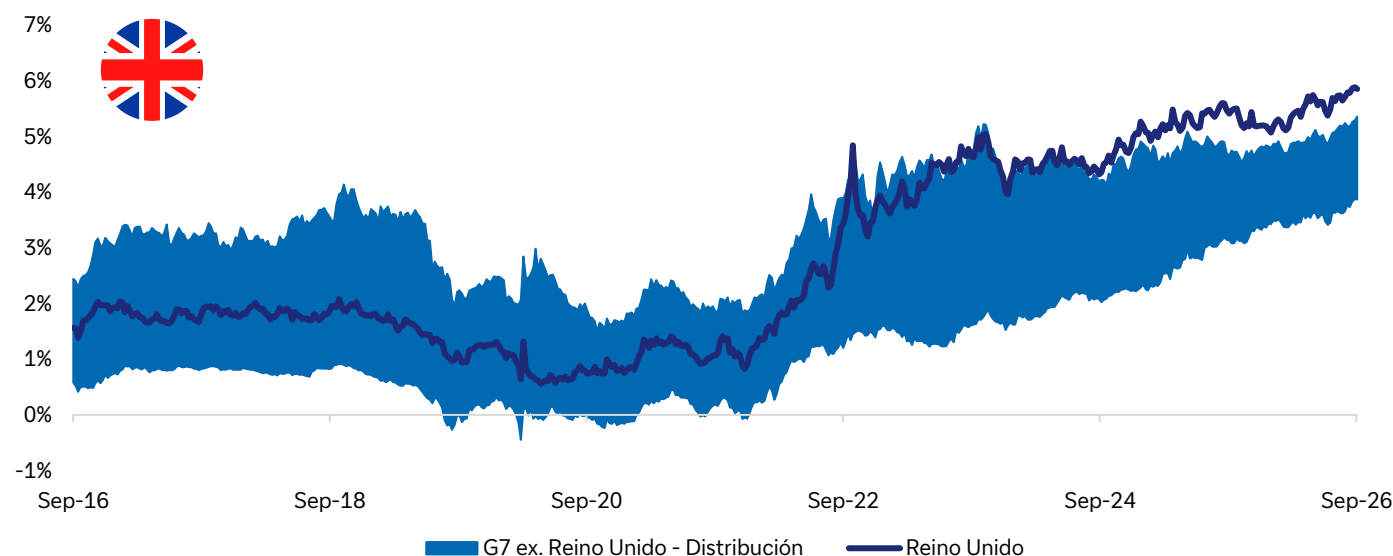
La presión sobre los rendimientos de los gilts no es nueva. La hemos visto desde el desafortunado presupuesto de septiembre de 2022. Anteriormente, los rendimientos del Reino Unido se negociaban en línea con las otras economías avanzadas. Desde 2022, han superado ese rango. El 2 años cotiza cerca del 4,8%, el tercero más alto del mundo desarrollado; el 10 años al 5,3%, también el tercero más alto; y el 30 años, en el 5,9%, el más alto. Como en Europa continental, los precios de la energía han impulsado las rentabilidades al alza. Los precios del gas natural en Reino Unido han subido al ritmo de los precios europeos, lo que ha aumentado la presión inflacionista. Las expectativas de inflación a 5 años están alrededor del 3,8%, y los mercados descuentan una respuesta contundente del Banco de Inglaterra.

Sin embargo, existen factores atenuantes. Las señales de menor presión en el mercado laboral se reforzaron en el 2º trimestre. El crecimiento de los ingresos del sector privado se ralentizó aún más, mientras que las vacantes cayeron a su nivel más bajo en más de cinco años. Excluyendo la pandemia, es el nivel más bajo desde 2014. Los salarios del sector privado, una medida muy vigilada del BoE sobre la inflación interna, aumentaron un 2,9% anual en los tres meses hasta julio, la tasa más lenta desde octubre de 2020. A medida que el shock energético se alivie, un mercado laboral más débil debería ayudar a contener los efectos de segunda ronda. Por lo tanto, esperamos que el BoE evite una agresividad

excesiva que afecte a la economía y, en cambio, rebaje incluso ligeramente los tipos de interés, proporcionando cierto alivio a las rentabilidades.

Pero eso es solo una parte de la ecuación. Incluso con el nuevo gobierno, la pregunta sigue siendo: ¿cómo puede maximizar el gasto y apoyar el crecimiento sin erosionar la situación fiscal? Las normas fiscales autoimpuestas del Reino Unido exigen que el gasto día a día esté cubierto por ingresos y que las obligaciones financieras netas del sector público disminuyan en relación con el PIB en el año objetivo. "Headroom" o "margen" es lo que el mercado mide para confirmar que se cumplen estas normas. Los inversores se centran en él porque un margen pequeño deja al gobierno vulnerable a mayores costes de financiación o a un crecimiento más débil, lo que podría forzar subidas de impuestos, recortes de gasto o endeudamiento adicional. Y con los aumentos de impuestos aún políticamente difíciles, parece cada vez más probable la opción del endeudamiento, lo que plantea dudas sobre la credibilidad fiscal. El déficit hasta julio ya está por delante de la previsión de marzo de la Oficina de Responsabilidad Presupuestaria. Por tanto, el próximo presupuesto será muy seguido. Puede calmar los nervios de los inversores, pero es poco probable que resuelva los miedos de los tenedores de bonos, dejando cierta presión sobre las rentabilidades. En última instancia, la política monetaria es la que más contribuye a nuestra expectativa de que el rendimiento de los gilts a 10 años se reduzca hasta el 4,4% a un año vista.

Figura 6: Rendimiento del Reino Unido a 30Y



Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 16 de septiembre de 2026.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de comercialización, pero no es así en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o objetivo. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. **El rendimiento pasado no indica los rendimientos futuros.** Por favor, consulte el rendimiento histórico en el apéndice. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias o 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 o subir y puede que no recuperes la cantidad originalmente invertida en ningún momento. Tu capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en septiembre de 2026.



Apéndice

Glosario

El **Banco de Inglaterra (BoE)** determina la política monetaria del Reino Unido y se espera que baje ligeramente su tipo de interés a medida que se alivien las presiones del mercado laboral.

El **Banco de Japón (BoJ)** está normalizando la política monetaria mediante tipos de interés más altos y la reducción de la compra de bonos gubernamentales.

Un **punto básico (pb)** equivale a una centésima de punto porcentual y se utiliza comúnmente para expresar cambios en los rendimientos o los diferenciales.

La **emisión de bonos** es la venta de nuevos valores de deuda a inversores para financiar necesidades de financiación gubernamental o corporativa.

La **inflación descontada** refleja la tasa de inflación implícita por la diferencia entre los rendimientos nominales y los rendimientos de los bonos vinculados a la inflación.

Un **BTP** es un bono del gobierno italiano cuyo spread de rendimiento a los bunds alemanes indica la evaluación del mercado sobre el riesgo soberano italiano.

Un **Bund** es un bono del Estado alemán que sirve como referencia principal para los rendimientos y diferenciales soberanos en la Eurozona.

El **gasto de capital** abarca inversiones en activos a largo plazo, incluyendo la infraestructura y la tecnología necesarias para la inteligencia artificial.

Las **reservas de bancos centrales** son fondos creados por un banco central para apoyar el sistema financiero e implementar la política monetaria.

La **relación deuda-PIB** compara la deuda pública con la producción económica e indica cuán manejable puede ser la carga de la deuda.

Una **postura de política monetaria menos agresiva** prioriza el apoyo económico y, en general, favorece tipos de interés más bajos.

La **duración** mide la sensibilidad de un bono a los cambios en los tipos de interés, siendo los bonos de mayor duración que suelen experimentar mayores movimientos de precio.

El **Banco Central Europeo (BCE)** establece la política monetaria para la Eurozona y anteriormente apoyó la demanda del Bund mediante la compra de bonos.

El **tipo de interés de fondos federales** es el tipo de interés nocturno clave de EE. UU. influenciado por la política monetaria de la Reserva Federal.

Un **gilt** es un bono del gobierno británico cuyo rendimiento refleja las expectativas de política monetaria, inflación y fiscal.

Una **postura monetaria agresiva** pone mayor énfasis en controlar la inflación y, en general, apoya tipos de interés más altos.

Un **bono del Estado japonés (JGB)** financia la deuda pública japonesa y está predominantemente en manos de inversores nacionales.

El **gas natural licuado (GNL)** es gas natural enfriado hasta convertirse en forma líquida para su transporte y se ha convertido en una fuente marginal de energía importante para Europa.

La **Cláusula Nacional de Escape** permite a los países de la UE superar temporalmente los caminos de gasto acordados para gastos específicos en defensa y energía.

El **crecimiento del PIB nominal** mide la expansión económica a los precios actuales y, por tanto, incluye tanto el crecimiento real como la inflación.

Un **rendimiento nominal** es el rendimiento declarado de un bono antes de ajustar por inflación.

Un **OAT** es un bono del gobierno francés cuyo spread a los Bunds refleja las percepciones de riesgo fiscal y político en Francia.

La **flexibilización cuantitativa (QE)** es una política mediante la cual un banco central compra valores para aumentar la liquidez y suprimir los costes de endeudamiento.

Un **rendimiento real** es el rendimiento de un bono tras tener en cuenta la inflación esperada.

Un **impulso reflacionario** es una presión ascendente renovada sobre el crecimiento y la inflación, a menudo generada por estímulos fiscales o una demanda más fuerte.

El **Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (RRF)** es un programa de la UE que otorga subvenciones y préstamos para apoyar la inversión y la recuperación económica.

La **Acción de Seguridad para Europa (SAFE)** proporciona apoyo financiero de la UE para inversiones relacionadas con la seguridad, aunque su contribución a Italia es relativamente limitada.

Un **bono soberano** es un valor de deuda emitido por un gobierno nacional para financiar el gasto público.

Un **diferencial** mide la diferencia entre dos rendimientos de bonos y a menudo representa diferencias en el riesgo crediticio, de liquidez o político.

Una **prima temporal** compensa a los inversores por la incertidumbre y el riesgo de tipos de interés asociados a mantener bonos de mayor vencimiento.

Un **Tesoro de EE. UU.** es un valor de deuda emitido por el gobierno federal de EE. UU. y sirve como referencia global para los costes de endeudamiento soberano.

El **aplanamiento de la curva** ocurre cuando la diferencia entre los rendimientos de los bonos a largo y corto plazo se reduce.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de comercialización, pero no es así en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o objetivo. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El **rendimiento pasado no indica los rendimientos** futuros. Por favor, consulte el rendimiento histórico en el apéndice. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias o 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 o subir y puede que no recuperes la cantidad originalmente invertida en ningún momento. Tu capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en septiembre de 2026.



Apéndice

Evolución histórica

	15.9.2021 - 15.9.2022	15.9.2022 - 15.9.2023	15.9.2023 - 15.9.2024	15.9.2024 - 15.9.2025	15.9.2025 - 15.9.2026
2Y US government bonds	-5.16%	-2.95%	2.02%	-0.14%	-1.83%
5Y US government bonds	-11.77%	-4.13%	4.29%	-0.70%	-4.88%
10Y US government bonds	-17.54%	-7.02%	5.29%	-2.79%	-6.91%
30Y US government bonds	-30.76%	-16.00%	6.97%	-10.93%	-10.43%
2Y German government bonds	-3.15%	-2.09%	0.49%	-0.34%	-1.54%
10Y German government bonds	-16.48%	-7.02%	4.67%	-4.19%	-6.04%
30Y German government bonds	-35.38%	-23.45%	9.84%	-15.71%	-10.83%
2Y Japanese government bonds	-0.15%	-0.15%	-0.36%	-0.63%	-1.42%
10Y Japanese government bonds	-1.33%	-0.97%	-0.54%	-5.57%	-10.50%
30Y Japanese government bonds	-13.96%	-7.43%	-9.52%	-20.53%	-16.62%
2Y UK government bonds	-3.54%	-1.69%	2.97%	1.37%	-1.68%
10Y UK government bonds	-18.17%	-8.50%	5.78%	-6.43%	-4.46%
30Y UK government bonds	-38.10%	-18.89%	10.02%	-18.22%	-7.13%
2Y French government bonds	-4.54%	-1.96%	3.88%	1.69%	-1.48%
10Y French government bonds	-16.74%	-6.91%	4.06%	-4.07%	-6.82%
30Y French government bonds	-36.30%	-19.60%	5.41%	-14.78%	-12.28%
2Y Italian government bonds	-5.26%	-0.35%	3.09%	-0.10%	-2.14%
10Y Italian government bonds	-23.95%	-0.94%	9.20%	0.60%	-5.58%
30Y Italian government bonds	-37.60%	-12.39%	14.66%	-3.98%	-8.60%
2Y Spanish government bonds	-5.55%	-2.78%	2.14%	-0.05%	-1.56%
10Y Spanish government bonds	-19.42%	-5.57%	7.42%	-1.68%	-5.15%
30Y Spanish government bonds	-37.03%	-16.88%	15.52%	-7.11%	-6.16%

Fuente: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream. Datos a 16 de septiembre de 2026.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de comercialización, pero no es así en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o objetivo. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. **El rendimiento pasado no indica los rendimientos** futuros. Por favor, consulte el rendimiento histórico en el apéndice. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias o 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 o subir y puede que no recuperes la cantidad originalmente invertida en ningún momento. Tu capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en septiembre de 2026.



Apéndice

Nota importante

Aviso de Transparencia en Inteligencia Artificial (IA)

Este documento fue preparado con la ayuda de herramientas de inteligencia artificial (IA). El contenido ha sido revisado, validado y aprobado por empleados responsables de la Oficina Principal de Inversiones de Deutsche Bank. Deutsche Bank AG sigue siendo la única responsable del contenido, las opiniones y las evaluaciones expresadas en este documento.

General

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

Este documento es solo 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 investigación, investigación de inversión o recomendación de inversión, en ninguna jurisdicción. La información aquí contenida no sustituye el asesoramiento adaptado a las circunstancias individuales del inversor.

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

Si un tribunal de jurisdicción competente considera inaplicable alguna disposición de esta renuncia, las disposiciones restantes permanecerán en pleno vigor. 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 tales riesgos se materializan, los inversores pueden incurrir en pérdidas, incluyendo (sin limitación) una pérdida total del capital invertido. El valor de las inversiones puede caer o incluso subir y un inversor no puede recuperar la cantidad originalmente invertida en ningún momento. Este documento no identifica todos los riesgos (directos o indirectos) ni 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 contenida en este documento o emitida en conjunto con este documento. En la medida en que sea permitido por las leyes y regulaciones aplicables, Deutsche Bank no hace ninguna declaración sobre 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, suficiencia, integridad, fiabilidad, actualidad o disponibilidad de este documento ni de cualquier información contenida y renuncia expresamente a la responsabilidad por errores u omisiones aquí contenidos (si las hay). Las declaraciones prospectivas implican elementos significativos de juicios y análisis subjetivos, y los cambios 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, respecto a los resultados aquí contenidos.

Salvo que se indique lo contrario en este documento, todas las declaraciones de opinión reflejan la evaluación actual de Deutsche Bank, que puede cambiar en cualquier momento. Deutsche Bank no asume ninguna obligación de actualizar la información contenida en este documento ni de informar a los inversores sobre la información disponible y actualizada. La información contenida en este documento puede cambiar sin previo aviso y basada en una serie de suposiciones, 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 válidas o resultar ser precisas o correctas en el futuro y pueden diferir de las conclusiones expresadas por otros departamentos dentro de Deutsche Bank. Aunque la información contenida en este documento proviene de fuentes que Deutsche Bank considera fiables y fiables, Deutsche Bank no garantiza la integridad, equidad o exactitud de la información y no debe confiar en ello como tal. Este documento puede proporcionar, para su comodidad, referencias a sitios web y otras fuentes externas. Deutsche Bank no se hace responsable de su contenido y 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 jurídicamente vinculantes sobre 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 alguna inversión y estrategia descrita o proporcionada por Deutsche Bank es adecuada a la luz de las necesidades particulares de inversión, objetivos, circunstancias financieras o los posibles riesgos y beneficios de dicha decisión de inversión.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de comercialización, pero no es así en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o objetivo. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. **El rendimiento pasado no indica los rendimientos** futuros. Por favor, consulte el rendimiento histórico en el apéndice. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias o 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 o subir y puede que no recuperes la cantidad originalmente invertida en ningún momento. Tu capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en septiembre de 2026.



Apéndice

Al tomar una decisión de inversión, los posibles inversores no deben basarse en este documento, sino únicamente en lo contenido en 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 adecuadas para mantener y operar arreglos organizativos y administrativos efectivos que identifiquen y gestionen estos conflictos.

Deutsche Bank no ofrece asesoramiento fiscal ni legal, incluido este documento, y nada en este documento debe interpretarse como que Deutsche Bank preste asesoramiento de inversión a cualquier persona. Los inversores deben consultar a sus propios expertos fiscales, abogados y asesores de inversiones para considerar inversiones y estrategias descritas por Deutsche Bank. Salvo 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 están 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 asume 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, 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 desempeño pasado no garantiza resultados futuros; nada de lo contenido constituirá representación, garantía o predicción sobre el rendimiento futuro. Se puede obtener más información bajo 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.

Para residentes de los Emiratos Árabes Unidos

Este documento es estrictamente privado y confidencial, se distribuye a un número limitado de inversores y no debe ser entregado a nadie que no sea el destinatario original, y no podrá 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 comercializado ni se realizará ningún producto o servicio financiero desde dentro de los Emiratos Árabes Unidos y ninguna suscripción a fondos, valores, productos o servicios financieros puede o será consumado 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 de 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 le ha sido enviado a su propia solicitud. Esta presentación no está destinada a la circulación general al público en Kuwait. Las inversiones descritas aquí no han sido autorizadas para su oferta en Kuwait por la Autoridad de Mercados de Capitales de Kuwait ni por ninguna otra agencia gubernamental kuwaití relevante. Por lo tanto, la oferta de cualquier inversión en Kuwait basada en una colocación privada o oferta pública está restringida conforme al Decreto-Ley n° 31 de 1990 y los reglamentos de aplicación correspondientes (con su enmendada) y 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 comercialización, solicitud o incentivo para ofrecer o comercializar inversiones en Kuwait.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de comercialización, pero no es así en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o objetivo. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. **El rendimiento pasado no indica los rendimientos** futuros. Por favor, consulte el rendimiento histórico en el apéndice. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias o 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 o subir y puede que no recuperes la cantidad originalmente invertida en ningún momento. Tu capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en septiembre de 2026.



Apéndice

Para los residentes del Reino de Arabia Saudí

Este documento no podrá distribuirse en el Reino salvo a las personas permitidas por el Reglamento de Fondos de Inversión emitido por la Autoridad del Mercado de Capitales. La Autoridad de Mercados de Capitales no asume ninguna responsabilidad por el contenido de este documento, no hace ninguna declaración sobre su exactitud o integridad, y exime expresamente cualquier responsabilidad por cualquier pérdida derivada o incurrida en la confianza en cualquier parte de este documento.

Los futuros suscriptores de las inversiones descritas en este caso deben realizar su propia diligencia sobre la exactitud de cualquier información relacionada con ellas. Si no entiende el contenido de este documento, debe consultar con 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 ha entregado. No se concluirá ninguna transacción en Catar y se deben recibir consultas o solicitudes, y realizar asignaciones, fuera de Catar.

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 en el sentido del Reglamento de la Agencia Monetaria de Baréin. Todas las solicitudes de cualquier inversión deben ser recibidas y cualquier asignación debe realizarse, en cada caso desde fuera de Baréin. Este documento ha sido preparado solo para fines informativos privados 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 cualquiera de estos valores, derivados o fondos en el Reino de Baréin.

Para los residentes de Lebanon

Al aceptar esta documentación, el Cliente declara que (i) esta documentación le fue enviada por Deutsche Bank en respuesta a una solicitud no solicitada por él, (ii) que ha firmado o ejecutará cualquier documento asociado a cualquier transacción descrita en este documento (una "Transacción") fuera de la República Libanesa 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) ha entrado 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 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 relevante de Sudáfrica, 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 actividad bancaria 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.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de comercialización, pero no es así en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o objetivo. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. **El rendimiento pasado no indica los rendimientos** futuros. Por favor, consulte el rendimiento histórico en el apéndice. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias o 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 o subir y puede que no recuperes la cantidad originalmente invertida en ningún momento. Tu capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en septiembre de 2026.



Apéndice

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 registrado en Companies House en Inglaterra y Gales con el número de empresa 315841 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.

Para los residentes de Hong Kong

Este documento está destinado a inversores profesionales en Hong Kong. Además, este documento se proporciona únicamente al destinatario, y la distribución adicional de este documento está estrictamente prohibida. 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 le recomienda que actúe con cautela respecto a las inversiones aquí contenidas (si las hay). Si tiene alguna duda sobre el contenido de este documento, debe 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 en el Registro 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(WUMPO)") o que no constituyan una oferta al público en el sentido de la C(WUMPO). 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 esté dirigido a, o cuyo contenido probablemente sea accedido o leído por, el público de Hong Kong (salvo si se le permite hacerlo según las leyes de valores de Hong Kong) salvo en lo relativo a inversiones que sean o estén destinadas a ser destinadas únicamente 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 realiza actividades de valores en Estados Unidos. Deutsche Bank Securities Inc. es miembro de FINRA, NYSE y SIPC. Los servicios bancarios y de préstamo se ofrecen a través de Deutsche Bank Trust Company Americas, la FDIC miembro y otros miembros del Deutsche Bank Group. Respecto a Estados Unidos, véanse declaraciones anteriores en este documento. Deutsche Bank no hace declaraciones ni garantías de que la información contenida aquí sea apropiada o esté disponible para su uso en países fuera de Estados Unidos, ni que los servicios tratados en este documento estén disponibles o apropiados para su venta o uso en todas las jurisdicciones, o por todas las contrapartes. A menos que estén registrados, licenciados de otra manera conforme a la ley aplicable, ninguno de Deutsche Bank ni sus filiales ofrece servicios en Estados Unidos ni diseñados para atraer a personas estadounidenses (según la definición de dicho término bajo el Reglamento S de la Ley de Valores de Estados Unidos de 1933, según su enmienda). 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 conflictiva 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 de inversión y estrategias de inversión o análisis financieros. No existe prohibición para que el compilador ni la empresa responsable de la compilación negocien 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.

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

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de comercialización, pero no es así en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o objetivo. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. **El rendimiento pasado no indica los rendimientos futuros.** Por favor, consulte el rendimiento histórico en el apéndice. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias o 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 o subir y puede que no recuperes la cantidad originalmente invertida en ningún momento. Tu capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en septiembre de 2026.



Apéndice

Para residentes de India

Las inversiones mencionadas en este documento no se ofrecen al público indio para 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 conformidad con la Ley de Gestión de Divisas de 1999 y las regulaciones emitidas en virtud de la misma, cualquier inversor residente en India podrá estar obligado a obtener un permiso especial previo del Banco de Reserva de India antes de realizar inversiones fuera de India, incluidas las inversiones mencionadas en este documento.

Para residentes de Italia

Este informe se distribuye en Italia por Deutsche Bank S.p.A., un banco constituido y registrado bajo la legislación 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 registrado en la Cámara de Comercio de Milán, IVA y código fiscal número 001340740156, parte del fondo interbancario de protección de depósitos, inscrito en el Registro Bancario y responsable del Grupo Bancario Deutsche Bank, inscrito en el registro de los Grupos Bancarios conforme al Decreto Legislativo 1 de septiembre de 1993 n. 385 y sujeto a la dirección y coordinación de Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main (Alemania).

Para residentes de Luxemburgo

Este informe se distribuye 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 de la Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF"). Su sede social se encuentra en el número 2 del boulevard 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 vigente. Su sede registrada en España se encuentra en el Paseo de la Castellana número 18, 28046 - Madrid. Registrada 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 en 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. Sucursal de Deutsche Bank AG, Sucursal en Portugal, solo podrá realizar los servicios financieros y actividades bancarias que estén dentro del alcance de su licencia vigente. 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 entrée 195 (1101 HE) en Ámsterdam, Países Bajos, y registrado en el registro comercial neerlandés bajo el número 33304583 y en el registro conforme al apartado 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.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de comercialización, pero no es así en Estados Unidos. No se puede garantizar que se pueda alcanzar ninguna previsión o objetivo. Las previsiones se basan en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. **El rendimiento pasado no indica los rendimientos** futuros. Por favor, consulte el rendimiento histórico en el apéndice. El rendimiento se refiere a un valor nominal basado en las ganancias o 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 o subir y puede que no recuperes la cantidad originalmente invertida en ningún momento. Tu capital puede estar en riesgo. Este documento fue elaborado en septiembre de 2026.



Apéndice

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.

058268 091726

Fecha/código de aprobación de cumplimiento: 091626

AK/RD