

PERSPECTIVAS

PREVISIONES ECONÓMICAS Y POR CLASE DE ACTIVO

Junio 2025

MACROECONOMÍA
Reajuste bilateral y
gasto deficitario

RENTA FIJA
Los factores fiscales
en el punto de mira

BOLSAS
Rebote finalizado; se
mantiene el potencial al alza





Carta a los inversores

Nuevo empuje a los inversores



Christian Nolting
CIO Global

Un dinamismo económico robusto, perspectivas de inflación moderadas y un consumo interno sólido: no hace mucho tiempo todos estos factores se habrían asociado con EEUU. Pero los tiempos han cambiado: la economía más grande del mundo se enfrenta ahora a múltiples desafíos propios. Por el contrario, las perspectivas para la Eurozona han mejorado -aunque también allí, y especialmente en Alemania, es probable que las exportaciones se vean afectadas por los aranceles estadounidenses más altos.

Si bien el pico de incertidumbre sobre la futura política comercial de EEUU debería haber quedado atrás, su impacto concreto en las economías y los mercados de capitales está lejos de ser claro. En este contexto, esperamos que el ritmo de crecimiento en Europa y EEUU converja desde diferentes direcciones. Si bien no hay ganadores en las disputas comerciales globales, es probable que EEUU se vea particularmente afectado por sus aranceles.

Está surgiendo una visión más equilibrada en los mercados: todos los principales índices bursátiles han logrado recuperarse de las pérdidas en las que incurrieron como resultado de la declaración del presidente Trump de “aranceles recíprocos” a principios de abril, tras su eliminación temporal anunciada apenas una semana después. Lo mismo es válido para la bolsa de EEUU, que se caracteriza por el impulso de las ganancias de las empresas de alta tecnología que están menos afectadas por los aranceles que la economía real. De cara a los próximos 12 meses, esperamos ver más ganancias, en torno a un rango de medio dígito/un dígito en los mercados de valores de EEUU, Europa, Japón y las economías emergentes, aunque con altos niveles de volatilidad.

¿Y qué significa esto para los inversores? Básicamente, pensamos que podría tener sentido para ellos reconsiderar la composición de sus carteras. Esto se debe a que es probable que las fuertes entradas de capital en el mercado de EEUU en los últimos años se desaceleren y, por lo tanto, proporcionen margen para una diversificación regional más amplia, por ejemplo, en el marco de una asignación estratégica de activos a largo plazo que incluya la gestión activa de la duración. La atención podría centrarse, por ejemplo, en las acciones de Alemania y las acciones tecnológicas de EEUU, así como en los bonos corporativos en euros con buenas calificaciones crediticias.

Permítanos desarrollar su estrategia personal.

Christian Nolting
CIO Global



Macroeconomía: Reajuste bilateral y gasto deficitario

- Crecimiento: La economía de EEUU se desacelera, la zona del euro se pone al día.
- Aranceles: Todavía hay poca claridad, no hay ganadores, pero los consumidores estadounidenses son los más afectados.
- Política fiscal: No es momento de austeridad.

En el primer trimestre, la economía de **EEUU** se contrajo a una tasa anualizada del 0,2 %, una brusca reversión del sólido crecimiento del 2,8 % del año pasado. El aumento de las importaciones contribuyó a la desaceleración, ya que las empresas y los consumidores almacenaron bienes en previsión de mayores aranceles. Es probable que el pico de incertidumbre sobre la política comercial haya quedado atrás, pero aún falta claridad sobre su impacto económico. El debilitamiento del sentimiento entre los hogares y las empresas debido a los aranceles intermitentes del presidente Trump sugiere una desaceleración del impulso en el futuro. Tras los prometedores acuerdos comerciales preliminares con el Reino Unido y China, recientemente ha habido desacuerdos en las conversaciones con otros socios comerciales clave. Es más, la atención se ha desplazado hacia el proyecto de ley de presupuesto del presidente Trump. De ser aprobado por el Congreso, se espera que el gasto deficitario ayude a estabilizar el crecimiento del PIB en el 1,2 % en 2025 y el 1,3 % en 2026.

Esperamos que las presiones sobre los precios aumenten en el segundo semestre de 2025 a medida que los aranceles más altos se transmitan a la economía. Esto podría llevar la inflación al 3,3 % en 2025 y mantenerla en el 3,2 % en 2026. Suponiendo que el mercado laboral se mantenga robusto, la Fed debería mantenerse cautelosa (para controlar las expectativas de inflación y evitar efectos de segunda vuelta) y reducir gradualmente sus tipos de interés hasta el 3,25 %-3,50 % para fines de junio de 2026.

El PIB de la **Eurozona** creció un 0,3 % en el primer trimestre. La sólida demanda interna, respaldada por una menor inflación y menores costes de endeudamiento deberían seguir sentando las bases para un mayor crecimiento. Si bien las tensiones en el inicio de las conversaciones comerciales entre Bruselas y Washington están afectando el sentimiento empresarial, la expansión fiscal ligada a la iniciativa de defensa de la UE y la relajación de las restricciones fiscales por parte de Alemania deberían impulsar el crecimiento gradualmente en los próximos trimestres, con un crecimiento del PIB del 1,1 % en 2025 y el 1,4 % en 2026. La reducción de los costes energéticos y un euro más fuerte deberían ayudar a mantener la inflación cerca del objetivo del 2 % del BCE este año y el próximo, permitiendo dos recortes más en los próximos cuatro trimestres, es decir, reduciendo el tipo de la facilidad de depósito al 1,75 %.

Se espera que la economía de **Japón** se recupere lentamente durante el resto del año. Un crecimiento salarial sólido debería apuntalar la demanda interna y contrarrestar una caída de la demanda externa. Proyectamos un aumento del 0,9 % del PIB y una inflación del IPC del 3,0 % para 2025, lo que permitirá al Banco de Japón aumentar sus tipos de interés del 0,5 % al 1,0 % a mediados de 2026. Unos mayores costes de endeudamiento deberían ayudar a reducir la inflación al 2,0 % en 2026, a expensas de un crecimiento más lento del PIB (0,7 %).

En **China**, la reciente desescalada de la disputa comercial ha alimentado las esperanzas de un acuerdo final con Washington. Para mitigar el impacto de los aranceles más altos de EEUU y reforzar el consumo interno, Pekín cuenta con un fuerte impulso fiscal y una flexibilización monetaria moderada. Sin embargo, es probable que estas medidas obstaculicen los esfuerzos por reducir la sobreoferta de bienes y limitar la dinámica de precios y crecimiento. En este contexto, alcanzar la meta de crecimiento del 5 % de este año parece un desafío. Esperamos que el crecimiento del PIB se sitúe en el 4,0 % en 2025 y se desacelere aún más hasta el 3,8 % en 2026.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya a alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en junio de 2025.



Renta Fija: Los factores fiscales en el punto de mira

- Las rentabilidades de los bonos soberanos se mantendrán altas en medio de la presión fiscal y el aumento de las primas a plazo.
- Los mercados de crédito se mantienen firmes con fundamentos sólidos y rendimientos atractivos.
- Los diferenciales de los mercados emergentes pueden ampliarse ante unos riesgos geopolíticos que siguen estando infravalorados.

La rentabilidad de los **Treasuries de EEUU** se ha elevado a medida que el último proyecto de ley fiscal que se debate en EEUU confirma la incapacidad del gobierno para frenar los déficits, lo que plantea preocupaciones sobre la deuda a largo plazo. Se espera que los inversores en bonos permanezcan activos, lo que aumentará las rentabilidades en respuesta a los altos déficits fiscales. La elevada volatilidad de los tipos de interés añade más incertidumbre, ensombreciendo las expectativas de política monetaria. Mientras tanto, la prima por plazo ha comenzado a aumentar, lo que refleja una mayor compensación exigida por los inversores por tener deuda de más larga duración en medio de riesgos fiscales e inflacionistas. Esto sugiere que las rentabilidades seguirán siendo elevadas y que el mercado de Treasuries se mantendrá en un entorno más volátil (junio de 2026, objetivo de rendimiento a 10 años: 4,50 %; objetivo de rendimiento a 2 años: 3,75 %).

Las sólidas rentabilidades con cobertura cambiaría a disposición de los inversores estadounidenses en **Bunds alemanes** de larga duración, junto con las persistentes dudas sobre los Treasuries de EEUU como el “refugio global”, pueden impulsar a los inversores internacionales a dirigirse a los Bunds alemanes. Pese a ello, las rentabilidades de los Bunds seguirán siendo elevadas debido al aumento de las emisiones para financiar el gasto fiscal en defensa, infraestructura e iniciativas de transformación (objetivo de rentabilidad a junio de 2026 para el Bund a 10 años: 2,50 %; objetivo para el 2 años: 1,60 %).

Las rentabilidades de los **bonos italianos** seguirán beneficiándose de una fuerte cooperación de la UE en medio de tensiones geopolíticas. Junto con una economía doméstica resiliente, las perspectivas se mantienen estables, lo que respalda las bajas primas de riesgo para la deuda italiana.

El **crédito Grado de Inversión (IG)** se ha recuperado bien de la ampliación de los diferenciales ligados a los aranceles. Las atractivas rentabilidades y los sólidos aspectos técnicos siguen respaldando el mercado de crédito IG en USD. En Europa, el crédito IG en EUR sigue siendo atractivo en un contexto de sólidas perspectivas de crecimiento, especialmente en Alemania. Ambos mercados están bien respaldados, con un sentimiento de los inversores impulsado por fundamentos estables y la alta calidad de este espacio. La atractiva oportunidad de ingresos debe seguir siendo muy valorada por los inversores.

El mercado de **crédito High Yield (HY)** ha repuntado después del Día de la Liberación, con una fuerte emisión y demanda tanto en EEUU como en Europa. El HY en USD se apoya en los rendimientos del 7,5 % y en los vencimientos manejables, mientras que el EUR HY se enfrenta a riesgos políticos y sectoriales específicos. Se espera que las tasas de impago aumenten modestamente. Si bien los diferenciales pueden ampliarse desde los niveles ajustados actuales debido a la incertidumbre económica, las rentabilidades siguen siendo históricamente atractivas.

Los diferenciales de los **bonos soberanos emergentes** siguen siendo vulnerables, ya que la impredecible política arancelaria del presidente Trump introduce una persistente incertidumbre geopolítica y económica. Los niveles actuales parecen demasiado ajustados para reflejar los riesgos a corto plazo, lo que sugiere un potencial de ampliación a medida que los inversores reevalúen los fundamentos y la dirección de la política arancelaria.



Bolsas: Rebote finalizado; se mantiene el potencial al alza

- Las perspectivas del mercado siguen siendo positivas, pero volátiles.
- Las ganancias en EEUU son elevadas, con recompras de acciones récord y capex impulsado por la IA.
- Subidas en Europa, mercados emergentes y Japón – principalmente por los beneficios.

Los principales mercados bursátiles han repuntado con fuerza desde que el gobierno de EEUU suspendió sus llamados aranceles recíprocos el 9 de abril. El menor riesgo de una desaceleración económica impulsada por los aranceles, la mejora de las condiciones financieras, la menor volatilidad del mercado de valores y una temporada de ganancias sólida llevaron a los inversores a pasar de posiciones bajas a posiciones neutrales. Mientras tanto, todos los principales índices se han recuperado de las pérdidas provocadas por el “Día de la Liberación”.

Vemos una subida adicional en los próximos 12 meses, aunque el camino puede ser volátil, con riesgos de una nueva escalada del conflicto comercial y un resurgimiento de los temores de recesión si los datos reales se debilitan significativamente. Por lo tanto, los inversores deberían estar preparados para mercados turbulentos en las próximas semanas y meses. Las valoraciones actuales no reflejan ningún problema importante de crecimiento. En consecuencia, vemos poco margen para una mayor expansión de los múltiplos. Dicho esto, el reciente aumento de la confianza de los consumidores ilustra que la frágil situación puede ir en ambos sentidos. Por lo tanto, recomendamos una importante diversificación entre regiones y sectores.

En EEUU, las ganancias corporativas demostraron una vez más resiliencia en el primer trimestre. Las ganancias del **S&P 500** crecieron un 14 % anual, superando las expectativas en un 6,5 %, y tres de cada cuatro empresas superaron las estimaciones. Muchas firmas reafirmaron sus planes de

inversión, particularmente los hiperescaladores, que no solo mantuvieron sino que en algunos casos ampliaron sus inversiones relacionadas con la IA. Las sólidas posiciones financieras también condujeron a recompras récord de acciones. En el espacio de tres meses se anunció un total de recompras por valor de 500 mil millones de dólares. Por lo tanto, confiamos en que las empresas del S&P 500 puedan registrar un crecimiento de las ganancias de un dígito alto en los próximos 12 meses, y elevamos nuestro objetivo para el S&P 500 a 6.100.

Las acciones europeas han tenido un mejor comportamiento relativo en lo que va de año, impulsadas por la mejora del impulso económico, los recortes de tipos del BCE, la caída de los precios de la energía y las expectativas de un mayor gasto fiscal. Vemos un alza adicional, especialmente porque las acciones europeas todavía se negocian con grandes descuentos frente a sus pares estadounidenses, lo que creemos que ya no está justificado. Nuestro nuevo objetivo para el **STOXX Europe 600** es de 570 puntos.

Los mercados emergentes también ofrecen un potencial alcista, respaldado por un dólar más débil y más acuerdos comerciales con EEUU. Esperamos que el **MSCI Emerging Markets** alcance los 1.220 puntos en 12 meses. Pasando a Japón, que ha liderado las revisiones de las ganancias globales recientemente, vemos un alza más tenue por delante. Creemos que factores como la apreciación del JPY, el aumento de las rentabilidades de los bonos gubernamentales y la mayor inflación compensarán parcialmente el factor positivo ligado a la fortaleza de las ganancias empresariales. Por lo tanto, vemos un leve aumento en el **MSCI Japan**, con un objetivo de 1.720 puntos.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya a alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en junio de 2025.



Materias primas: El oro mantiene su potencial

- El oro se ve reforzado por los conflictos comerciales y las preocupaciones sobre la deuda pública.
- Las preocupaciones comerciales pesan sobre el potencial alcista del cobre.
- La OPEP+ reduce sus recortes voluntarios de producción, pero los precios del petróleo alcanzan un suelo.

Después de alcanzar un máximo histórico de 3.500 USD/onza el 22 de abril, el precio del **oro** cayó alrededor del 12 % cuando se produjo una desescalada temporal en el conflicto comercial entre EEUU y China. En particular, las posiciones largas en los mercados de futuros de EEUU se redujeron significativamente. Sin embargo, continúa la fuerte demanda de los bancos centrales y los inversores asiáticos. La incertidumbre actual sobre los aranceles tras la ‘pausa arancelaria’ y su impacto en la economía mundial, así como las preocupaciones recientes sobre la sostenibilidad de la deuda pública, particularmente en EEUU, siguen atrayendo fondos que buscan un “refugio seguro”. En el futuro, todavía puede haber ocasionales tomas de beneficios y reveses de precios puntuales. Sin embargo, es probable que la función del oro como cobertura contra las desaceleraciones en otros segmentos de los mercados financieros mantenga alta la demanda. Nuestra previsión es de 3.700 USD/oz para junio de 2026.

Los precios del **cobre** se han distorsionado significativamente en los últimos meses, ya que los potenciales aranceles sobre las importaciones de cobre a EEUU han llevado a que los precios en los mercados de EEUU se comercien más alto que el cobre de referencia en el LME. Dejando a un lado estas anomalías, los precios del cobre en LME se han estado negociando bajo la sombra del impacto potencial sobre el crecimiento mundial de las restricciones comerciales de EEUU a pesar de que los indicadores de demanda física apuntan a una fuerte demanda subyacente en la actualidad. El USD más débil y la ajustada oferta son factores positivos

(objetivo para el precio del cobre a junio de 2026: 9.590 USD/t).

Los precios del **petróleo** siguen siendo moderados, ya que las perspectivas de crecimiento de la demanda se han visto debilitadas por la agitación del comercio mundial causada por los aranceles de EEUU. La OPEP+ ha aumentado la presión sobre los precios al reducir sus recortes voluntarios de producción de alrededor de 2,2 mn. de barriles/día y realizar adiciones mensuales a las cuotas de producción. Los precios del petróleo han caído a niveles de equilibrio para una gran parte de los productores de petróleo de EEUU, lo que reprime significativamente su capacidad para expandir la producción. Esto debería desacelerar el crecimiento de la oferta fuera de la OPEP+ desde los niveles extremadamente robustos observados el año pasado. Sin embargo, es poco probable que esto impida un exceso de oferta en el mercado petrolero mundial este año y el próximo. El suministro iraní sigue siendo una incógnita, con un flujo de noticias recientemente equilibrado entre un resultado positivo y negativo para su producción de petróleo (objetivo Brent a junio de 2026: 63 USD/bbl).

Al igual que otros activos de riesgo, los precios del **carbón** también se vieron sometidos a una presión significativa después del 2 de abril a medida que los precios de los combustibles fósiles disminuyeron. No obstante, esperamos que el precio vaya subiendo lentamente con respecto a los niveles actuales en preparación para el próximo año, cuando es probable que el excedente de oferta de créditos empiece a disminuir, ya que los sectores cubiertos por el mecanismo de ajuste fronterizo del carbono verán su asignación gratuita eliminada gradualmente. Además, el período de introducción gradual del sector marítimo finalizará y tendrán que entregar el 100 % de sus derechos (en lugar del 70 % anterior).

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en junio de 2025.



Divisas: Persisten los vientos en contra para el USD

- USD: bajo presión debido a la política arancelaria y las preocupaciones fiscales.
- EUR: crece la demanda a pesar del conflicto comercial con EEUU.
- JPY: sigue siendo “refugio”. China se resiste a una fuerte depreciación del CNY.

USD: En contra de lo normal, el USD no se fortaleció después de la implementación de los aranceles estadounidenses. Las preocupaciones sobre los impactos negativos de dichos aranceles en el sentimiento de los consumidores y la economía de EEUU pesaron más que las tasas de inflación potencialmente más altas. Además, está la reforma tributaria de EEUU, que, si se implementa según lo planeado, aumentaría significativamente la deuda nacional de este país. Por lo tanto, los inversores han exigido cada vez una prima de riesgo más alta para los Treasuries de EEUU a largo plazo. La rentabilidad de los Treasuries a 30 años aumentó al 5,15%. Lo que creen los inversores es que EEUU preferirá un USD más débil para estimular las exportaciones y que, por lo tanto, los inversores extranjeros podrían reducir sus tenencias de Treasuries de EEUU.

El **EUR** podría beneficiarse de esta diversificación. Además, como resultado del paquete de infraestructura alemán, están surgiendo esperanzas de un repunte económico más fuerte en la Eurozona a partir de 2026. No es de esperar que el USD pierda su papel como “la moneda de reserva del mundo” en el futuro previsible, ni que haya una depreciación extrema del USD. Sin embargo, es probable que las fuertes entradas en USD en los últimos años den lugar a una mayor diversificación por parte de los inversores. Vemos EUR/USD en niveles de 1,18 a finales de junio de 2026.

GBP: En el Reino Unido, los datos económicos del primer trimestre superaron las expectativas, pero la inflación también está demostrando ser más persistente de lo previsto. Por lo tanto, es probable que el Banco de Inglaterra

actúe con cautela con respecto a nuevos recortes de tipos. El Reino Unido también fue el primer país en acordar un acuerdo comercial con EEUU, lo que ha reducido los riesgos de una escalada en el conflicto arancelario. De cara a junio de 2026, el cambio GBP/USD debería apreciarse a niveles de 1,40.

JPY: Como Japón es uno de los países que podría verse más afectado por los aranceles de EEUU, un acuerdo en esta materia sería por lo tanto importante. Los sólidos aumentos salariales, los ingresos récord del turismo y la tasa de inflación más alta de cualquier país del G10 en la actualidad abogarían por nuevas subidas de los tipos de interés por parte del BoJ. Sin embargo, sus comentarios recientes han sido muy cautelosos. Mientras tanto, las rentabilidades de los JGB a 30 y 40 años han alcanzado un máximo histórico. Esto podría resultar en que los inversores japoneses potencialmente repatrien fondos desde EEUU, lo que podría ejercer una presión alcista adicional sobre el JPY junto con su condición de moneda “refugio”. Esperamos unos niveles de USD/JPY en 130 a fines de junio de 2026.

CNY: China impidió una fuerte devaluación del CNY, incluso durante la fase en que EEUU impuso aranceles a la importación del 145% a los productos chinos. Aparentemente, Pekín no quiere intimidar a los inversores extranjeros. Recientemente, el CNY se recuperó a un máximo de seis meses. Los datos económicos siguen siendo mixtos, razón por la cual es probable que Pekín lance más estímulo fiscal en los próximos meses. No obstante, el CNY debería depreciarse ligeramente. Nuestro objetivo para finales de junio de 2026 para el USD/CNY es 7,30.



Apéndice

Previsiones macroeconómicas

| | 2025 | 2026 | Consensus 2025 (BBG*) |
|-----------------------------------|------|------|-----------------------|
| Crecimiento del PIB (en %) | | | |
| EEUU ¹ | 1,2 | 1,3 | 1,4 |
| Eurozona | 1,1 | 1,4 | 0,8 |
| Alemania | 0,3 | 1,6 | 0,0 |
| Francia | 0,6 | 1,2 | 0,9 |
| Italia | 0,4 | 0,8 | 0,8 |
| España | 2,2 | 2,0 | 1,8 |
| Japón | 0,9 | 0,7 | 1,0 |
| China | 4,0 | 3,8 | 4,2 |
| Mundo | 2,8 | 2,9 | 2,8 |
| IPC (%) | | | |
| EEUU | 3,3 | 3,2 | 3,2 |
| Eurozona | 2,1 | 2,0 | 2,1 |
| Alemania | 2,3 | 2,1 | 2,2 |
| Japón | 3,0 | 2,0 | 2,7 |
| China | 0,0 | 1,0 | 0,4 |
| Tasa de paro (%) | | | |
| EEUU | 4,4 | 4,7 | 4,4 |
| Eurozona | 6,3 | 6,3 | 6,4 |
| Alemania | 6,1 | 5,8 | 6,3 |
| Japón | 2,4 | 2,4 | 2,5 |
| China ² | 5,3 | 5,1 | 5,1 |
| Saldo fiscal (% del PIB) | | | |
| EEUU | -6,8 | -6,8 | -6,5 |
| Eurozona | -3,4 | -4,0 | -3,3 |
| Alemania | -2,5 | -3,2 | -2,9 |
| Japón | -3,5 | -3,0 | -3,6 |
| China ³ | -9,0 | -8,0 | -5,6 |

* Consenso de Bloomberg. ¹ En el caso de EEUU, el crecimiento del PIB en el 4T/4T es del 2,2 % en 2025 y del 1,7 % en 2026. ² Tasa de desempleo urbano (final del período), no comparable con los datos del consenso. ³ El déficit fiscal de China se refiere al déficit del sector público del FMI. No es comparable con el consenso.

Fuente: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P. Datos al 27 de mayo de 2025.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya a alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en junio de 2025.



Apéndice

Previsión para los tipos de activo a junio de 2026

Rentabilidad actual (bonos soberanos) en %

| | |
|--|------|
| Estados Unidos (2-Year U.S. Treasury) | 3,75 |
| Estados Unidos (10-Year U.S. Treasury) | 4,50 |
| Estados Unidos (30-Year U.S. Treasury) | 4,70 |
| Alemania (2-Year German Bund) | 1,60 |
| Alemania (10-Year German Bund) | 2,50 |
| Alemania (30-Year German Bund) | 3,00 |
| Reino Unido (10-Year UK Government) | 4,20 |
| Japón (2-Year Japan Government) | 1,00 |
| Japón (10-Year Japan Government) | 1,80 |

Tipos oficiales (en %)

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| Estados Unidos (tipo federal funds) | 3,25–3,50 |
| Eurozona (facilidad de depósito) | 1,75 |
| Reino Unido (tipo repo) | 3,50 |
| Japón (tipo overnight) | 1,00 |
| China (tipo préstamos a 1 año) | 2,60 |

Divisas

| | |
|-------------|------|
| EUR vs. USD | 1,18 |
| USD vs. JPY | 130 |
| EUR vs. JPY | 153 |
| EUR vs. CHF | 0,95 |
| EUR vs. GBP | 0,84 |
| GBP vs. USD | 1,40 |
| USD vs. CNY | 7,30 |

Indices Bursátiles

| | |
|------------------------------------|--------|
| Estados Unidos (S&P 500) | 6.100 |
| Alemania (DAX) | 25.600 |
| Eurozona (EURO STOXX 50) | 5.600 |
| Europa (STOXX Europe 600) | 570 |
| Japón (MSCI Japan) | 1.720 |
| Suiza (SMI) | 12.500 |
| Reino Unido (FTSE 100) | 8.800 |
| Mercados Emergentes (MSCI EM) | 1.220 |
| Asia ex Japón (MSCI Asia ex Japan) | 790 |
| Australia (MSCI Australia) | 1.600 |

Materias primas en USD

| | |
|---------------------------------------|-------|
| Oro (oz) | 3.700 |
| Petróleo (Brent Spot, bl) | 63 |
| Cobre (tonelada métr.) | 9.590 |
| EU Carbon Allowances (Carbon Spot, t) | 75 |

Spreads (corporates & bonos EM) en pb.

| | |
|--------------|-----|
| EUR IG Corp | 90 |
| EUR HY | 360 |
| USD IG Corp | 90 |
| USD HY | 350 |
| Asia Credit | 150 |
| EM Sovereign | 360 |

Fuente: Deutsche Bank AG. Datos a 27 de mayo, 2025.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya a alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en junio de 2025.



Apéndice

Comportamiento histórico

| | 28.05.2020– 28.05.2021 | 28.05.2021– 28.05.2022 | 28.05.2022– 28.05.2023 | 28.05.2023– 28.05.2024 | 28.05.2024– 28.05.2025 |
|--------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Evolución | | | | | |
| S&P 500 | 38,8 % | -1,1 % | 1,1 % | 26,2 % | 11,0 % |
| STOXX Europe 600 | 26,3 % | -1,1 % | 3,9 % | 12,5 % | 5,8 % |
| MSCI EM | 47,1 % | -23,3 % | -6,7 % | 11,8 % | 7,0 % |
| EURO STOXX 50 | 31,5 % | -6,4 % | 13,9 % | 16,0 % | 6,9 % |
| SMI | 15,1 % | 1,9 % | -1,8 % | 3,7 % | 2,8 % |
| DAX | 31,7 % | -6,8 % | 10,5 % | 16,9 % | 28,7 % |
| FTSE 100 | 12,9 % | 8,0 % | 0,6 % | 8,2 % | 5,7 % |
| MSCI Japan | 25,2 % | -2,7 % | 13,2 % | 30,4 % | -1,2 % |
| MSCI Australia | 23,4 % | 0,3 % | -0,6 % | 9,9 % | 7,2 % |
| MSCI Asia ex Japan | 47,2 % | -22,3 % | -6,5 % | 11,6 % | 7,7 % |
| | | | | | |
| 2-Year U.S. Treasury | 0,2 % | -2,3 % | -0,8 % | 3,5 % | 5,7 % |
| 10-Year U.S. Treasury | -5,7 % | -9,0 % | -4,7 % | -2,2 % | 4,9 % |
| 30-Year U.S. Treasury | -14,8 % | -15,2 % | -13,6 % | -7,7 % | -1,1 % |
| 2-Year German Bund | -0,8 % | -1,7 % | -2,3 % | 2,0 % | 3,7 % |
| 10-Year German Bund | -1,9 % | -9,5 % | -10,8 % | 2,3 % | -4,2 % |
| 30-Year German Bund | -9,8 % | -20,8 % | -31,5 % | 0,5 % | -4,2 % |
| 10-Year UK Government | -5,3 % | -8,1 % | -16,2 % | 5,6 % | 1,3 % |
| 2-Year Japan Government | -0,1 % | -0,2 % | 0,0 % | -0,5 % | 0,0 % |
| 10-Year Japan Government | -0,4 % | -1,1 % | 1,8 % | -4,8 % | -3,3 % |
| | | | | | |
| EUR vs. USD | 10,1 % | -12,2 % | 0,1 % | 1,4 % | 3,9 % |
| USD vs. JPY | 2,0 % | 15,8 % | 10,6 % | 11,6 % | -7,7 % |
| EUR vs. JPY | 12,3 % | 1,6 % | 10,7 % | 13,3 % | -4,1 % |
| EUR vs. CHF | 2,8 % | -6,5 % | -5,4 % | 2,1 % | -5,7 % |
| EUR vs. GBP | -4,3 % | -1,2 % | 2,2 % | -2,0 % | -1,5 % |
| GBP vs. USD | 15,1 % | -11,2 % | -2,1 % | 3,5 % | 5,5 % |
| USD vs. CNY | -10,9 % | 5,2 % | 5,4 % | 2,6 % | -0,7 % |
| | | | | | |
| Oro (oz) | 10,0 % | -2,3 % | 4,8 % | 21,4 % | 40,0 % |
| Petróleo (Brent Spot, b) | 97,3 % | 71,5 % | -35,6 % | 9,4 % | -22,9 % |
| Cobre (tonelada métr.) | 93,2 % | -7,8 % | -14,3 % | 28,1 % | -7,4 % |

Fuente: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P., LSEG Datastream. Datos a 28 de mayo, 2025.

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en junio de 2025.



Glosario

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

El **Banco de Inglaterra (BoE)** es el banco central del Reino Unido.

El **Banco de Japón (BoJ)** es el banco central de Japón.

La **Bolsa de Metales de Londres (LME)** es un importante centro para el comercio de metales industriales.

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

El **Brent** es un grado de petróleo utilizado como referencia en la fijación de precios del petróleo.

Los **Bunds** son bonos federales, es decir, bonos del gobierno alemán.

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

CHF es el código de la divisa del Franco Suizo.

CNY es el código de la moneda del yuan chino.

El **DAX** es un índice bursátil que consta de las 40 principales empresas alemanas que cotizan en la Bolsa de Fráncfort; otros índices DAX incluyen una gama más amplia de empresas.

Los **efectos de segunda vuelta** (en el contexto de la inflación) se refieren a los efectos indirectos de un aumento de los precios, por ejemplo, en los futuros niveles salariales.

EUR es el código del euro, la moneda de la zona del euro.

El índice **EURO STOXX 50** hace un seguimiento del rendimiento de los blue chips en la zona del euro e incluye a los líderes del supersector en términos de capitalización de mercado.

El índice **FTSE 100** sigue el rendimiento de las 100 principales empresas que cotizan en la Bolsa de Londres.

El **G10** está compuesto por Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Países Bajos, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos.

GBP es el código de la divisa de la libra esterlina.

Los **hiperescaladores** son centros de datos a gran escala que utilizan sistemas informáticos para proporcionar a las empresas servicios empresariales de forma flexible y escalable.

El **Índice del Mercado Suizo (SMI)** incluye 20 acciones grandes y de mediana capitalización.

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

JGB se refiere al bono del gobierno de Japón

JPY es el código de del yen japonés.

El **mecanismo de ajuste fronterizo del carbono (CBAM, por sus siglas en inglés)** es una herramienta política que está introduciendo la UE para prevenir la fuga de carbono mediante la imposición de un precio del carbono a los bienes importados de países con políticas climáticas menos estrictas. Garantiza que los productos importados soporten un coste similar a los cubiertos por el régimen de comercio de derechos de emisión (RCDE) de la UE.

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 todos los criterios del mercado desarrollado.

El índice **MSCI Asia ex Japón** refleja la representación de las grandes y medianas empresas en 2 de los 3 países de mercados desarrollados (excluido Japón) y 8 países de mercados emergentes en Asia.



Glosario

El índice **MSCI Australia** rastrea el desempeño de las acciones de gran y mediana capitalización en Australia.

El índice **MSCI EM** refleja la representación de las grandes y medianas empresas en 23 países de mercados emergentes.

El **MSCI Japan** Index mide el rendimiento de alrededor de 323 acciones grandes y de mediana capitalización que representan alrededor del 85 % de la capitalización de mercado japonesa.

La **Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP)** es una organización internacional con el mandato de “coordinar y unificar las políticas petroleras” de sus 12 miembros. La llamada **OPEP+** atrae a Rusia y a otros productores.

La **posición a largo plazo** describe lo que un inversor compra al comprar un valor o derivado con la esperanza de que su valor aumente.

La **prima por plazo** mide la diferencia en el rendimiento hasta el vencimiento de un bono a más largo plazo en comparación con uno a más corto plazo.

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

El **punto de equilibrio (breakeven)** se refiere al nivel en el que los costes y los ingresos de un producto son iguales.

La **Reserva Federal (Fed)** es el banco central de los Estados Unidos. Su **Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC)** se reúne para determinar la política de tipos de interés.

El índice **S&P 500** incluye 500 empresas líderes de EEUU que capturan aproximadamente el 80 % de la cobertura de la capitalización de mercado.

Un **spread** o **diferencial** es la diferencia en el rendimiento de dos inversiones, más comúnmente utilizado para comparar el rendimiento de los bonos.

El índice **STOXX Europe 600** incluye 600 empresas de 18 países de la Unión Europea.

El **tipo de interés de los fondos de la Reserva Federal** es el tipo de interés al que las entidades depositarias prestan a un día a otras entidades depositarias.

Los **Treasuries** son bonos emitidos por el gobierno de EEUU.

USD es el código del dólar estadounidense.

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

La **zona del euro** está formada por 20 Estados miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro como su moneda común y única moneda de curso legal.



Información importante

General

Este documento no puede ser distribuido en Canadá o Japón. Este documento está dirigido exclusivamente a clientes minoristas o profesionales. Este documento se distribuye de buena fe por Deutsche Bank Aktiengesellschaft, sus sucursales (según lo permitido en cualquier jurisdicción pertinente), empresas afiliadas y sus directivos y empleados (colectivamente, "Deutsche Bank").

Este material es únicamente para su información y no pretende ser una oferta, ni una recomendación o solicitud de una oferta para comprar o vender cualquier inversión, valor, instrumento financiero u otro producto específico, para concluir una transacción, o para proporcionar cualquier servicio de inversión o asesoramiento de inversión, o para proporcionar cualquier investigación, estudio de inversión o recomendación de inversión, en cualquier jurisdicción, sino que está destinado únicamente con fines informativos. La información no sustituye al asesoramiento adaptado a las circunstancias individuales del inversor.

Todos los materiales contenidos en esta comunicación deben ser examinados en su totalidad.

En caso de que un tribunal competente considere inaplicable alguna de las disposiciones de la presente cláusula de exención de responsabilidad, el resto de las disposiciones seguirán en pleno vigor y efecto. Este documento se ha elaborado como un comentario general sobre el mercado sin tener en cuenta las necesidades de inversión, los objetivos o las circunstancias financieras de ningún inversor en particular. Las inversiones están sujetas a riesgos de mercado que se derivan del instrumento o son específicos del instrumento o vinculados al emisor concreto. Si tales riesgos se materializan, los inversores pueden sufrir pérdidas, incluida (sin limitación) la pérdida total del capital invertido. El valor de las inversiones puede tanto bajar como subir y es posible que no recupere el importe invertido originalmente en cualquier momento. Este documento no identifica todos los riesgos (directos o indirectos) u otras consideraciones que puedan ser importantes para un inversor a la hora de tomar una decisión de inversión.

Este documento y toda la información incluida en el mismo se facilitan "tal cual", "según disponibilidad", y el Deutsche Bank no ofrece ninguna declaración ni garantía de ningún tipo, ya sea expresa, implícita o legal, en relación con cualquier declaración o información contenida en este documento o en relación con el mismo. En la medida en que lo permitan las leyes y reglamentos aplicables, no hacemos ninguna declaración sobre la rentabilidad de ningún instrumento financiero o medida económica. Todas las opiniones, precios de mercado, estimaciones, declaraciones prospectivas, declaraciones hipotéticas, previsiones de rentabilidad u otras opiniones que conduzcan a conclusiones financieras contenidas en este documento reflejan el juicio subjetivo de Deutsche Bank en la fecha de este documento. Sin limitación, Deutsche Bank no garantiza la exactitud, adecuación, integridad, fiabilidad, puntualidad o disponibilidad de esta comunicación o de cualquier información contenida en este documento y rechaza expresamente cualquier responsabilidad por errores u omisiones en el mismo. Las declaraciones prospectivas implican elementos significativos de juicios y análisis subjetivos y los cambios en los mismos y/o la consideración de factores diferentes o adicionales podrían tener un impacto material en los resultados indicados. Por lo tanto, los resultados reales pueden variar, quizás materialmente, de los resultados aquí contenidos.

Salvo que se indique lo contrario en este documento, todas las manifestaciones de opinión reflejan la valoración actual de Deutsche Bank, que puede cambiar en cualquier momento. Deutsche Bank no asume ninguna obligación de actualizar la información contenida en este documento ni de informar a los inversores sobre la información actualizada disponible. La información contenida en este documento está sujeta a cambios sin previo aviso y se basa en una serie de supuestos, estimaciones, opiniones y modelos o análisis hipotéticos que -aunque, desde el punto de vista actual del Banco se basan en información adecuada- pueden no resultar válidos o resultar en el futuro exactos o correctos y pueden diferir de las conclusiones expresadas por otros departamentos del Deutsche Bank. Aunque la información contenida en este documento se ha obtenido de fuentes que el Deutsche Bank considera fidedignas y fiables, el Deutsche Bank no garantiza la integridad, imparcialidad o exactitud de la información y no debe confiarse en ella como tal. Este documento puede proporcionar, para su comodidad, referencias a sitios web y otras fuentes externas. Deutsche Bank no se hace responsable de su contenido y éste no forma parte de este documento. El acceso a dichas fuentes externas corre por su cuenta y riesgo.

En la medida en que lo permitan las leyes y reglamentos aplicables, este documento tiene únicamente fines informativos y no pretende crear ninguna obligación jurídicamente vinculante para el Deutsche Bank, y el Deutsche Bank no actúa como su asesor financiero ni en calidad de fiduciario, salvo que el Deutsche Bank acuerde expresamente lo contrario por escrito. Antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben considerar, con o sin la asistencia de un profesional financiero, si las inversiones y estrategias descritas o proporcionadas por Deutsche Bank son apropiadas, a la luz de las necesidades de inversión particulares del inversor, sus objetivos, circunstancias financieras, los posibles riesgos y beneficios de dicha decisión de inversión. A la hora de tomar una decisión de inversión, los inversores potenciales no deben basarse en este documento, sino únicamente en lo contenido en la documentación final de oferta relativa a la inversión. Como proveedor global de servicios financieros, el Deutsche Bank se enfrenta de vez en cuando a conflictos de intereses reales y potenciales. La política del Deutsche Bank consiste en adoptar todas las medidas adecuadas para mantener y aplicar medidas organizativas y administrativas eficaces para identificar y

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en junio de 2025.



Información importante

gestionar dichos conflictos. La alta dirección del Deutsche Bank es responsable de garantizar que los sistemas, controles y procedimientos del Deutsche Bank sean adecuados para identificar y gestionar los conflictos de intereses. Deutsche Bank no presta asesoramiento fiscal o jurídico, ni siquiera en este documento, y nada de lo contenido en el mismo debe interpretarse como que Deutsche Bank presta a ninguna persona asesoramiento en materia de inversión. Los inversores deben solicitar asesoramiento a sus propios expertos fiscales, abogados y asesores de inversión a la hora de considerar las inversiones y estrategias descritas por el Deutsche Bank. Salvo que se notifique lo contrario en un caso concreto, los instrumentos de inversión no están asegurados por ninguna entidad gubernamental, no están sujetos a sistemas de protección de depósitos y no están garantizados, ni siquiera por el Deutsche Bank. Queda prohibida la reproducción o difusión de este documento sin la autorización expresa y por escrito del Deutsche Bank. El Deutsche Bank prohíbe expresamente la distribución y transferencia de este material a terceros. Deutsche Bank no acepta responsabilidad alguna derivada del uso o distribución de este material o por cualquier acción o decisión tomada con respecto a las inversiones mencionadas en este documento que el inversor haya realizado o pueda realizar en el futuro.

La forma de circulación y distribución de este documento puede estar restringida por la legislación o la normativa de determinados países, incluidos, entre otros, los Estados Unidos. Este documento no está dirigido a ninguna persona o entidad que sea ciudadana o residente de una localidad, estado, país u otra jurisdicción en la que dicha distribución, publicación, puesta a disposición o uso sea contraria a la ley o a la normativa, o que someta al Deutsche Bank a algún requisito de registro o licencia en dicha jurisdicción que no se cumpla en la actualidad. Las personas a las que pueda llegar este documento están obligadas a informarse de dichas restricciones y a respetarlas. Los resultados pasados no son garantía de resultados futuros; nada de lo aquí contenido constituirá representación, garantía o predicción alguna en cuanto a resultados futuros. Si el inversor lo solicita, puede obtener más información.

Deutsche Bank AG es una sociedad anónima ("Aktiengesellschaft") constituida con arreglo a las leyes de la República Federal de Alemania, con sede en Fráncfort del Meno. Está registrada en el tribunal de distrito ("Amtsgericht") de Fráncfort del Meno con el número HRB 30 000 y tiene licencia para llevar a cabo actividades bancarias y prestar servicios financieros. Las autoridades supervisoras 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"), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn y Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Fráncfort del Meno (www.bafin.de), y por el Banco Central Alemán ("Deutsche Bundesbank"), Wilhelm-Epstein-Straße 14, 60431 Fráncfort del Meno (www.bundesbank.de).

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

Para residentes en los Emiratos Árabes Unidos

Este documento es estrictamente privado y confidencial, se distribuye a un número limitado de inversores y no debe facilitarse a ninguna persona distinta del destinatario original, y no puede reproducirse ni utilizarse para ningún otro fin. Al recibir este documento, la persona o entidad destinataria 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 de los EAU. En los Emiratos Árabes Unidos no se ha comercializado ni se comercializará ningún producto o servicio financiero, y en los Emiratos Árabes Unidos no puede realizarse ni se realizará ninguna suscripción de fondos, valores, productos o servicios financieros. Esto no constituye una oferta pública de valores en los Emiratos Árabes Unidos de conformidad con la Ley de Sociedades Comerciales, la Ley Federal N.º 2 de 2015 (modificada de vez en cuando) o de otra manera. Este documento solo puede distribuirse a "Inversores profesionales", tal y como se definen en el Rulebook on Financial Activities and Reconciliation Mechanism of the UAE Securities and Commodities Authority (en su versión modificada periódicamente).

Para residentes en Kuwait

Este documento le ha sido enviado a petición propia. Esta presentación no es para circulación general al público en Kuwait. Los Intereses no han sido autorizados para su oferta en Kuwait por la Autoridad de Mercados de Capitales de Kuwait ni por ningún otro organismo gubernamental kuwaití competente. La oferta de los Intereses en Kuwait sobre la base de una colocación privada u oferta pública está, por lo tanto, restringida de conformidad con el Decreto Ley n.º 31 de 1990 y sus reglamentos de aplicación (en su versión modificada) y la Ley n.º 7 de 2010 y sus estatutos (en su versión modificada). No se está realizando ninguna oferta privada o pública de los Intereses en Kuwait, y no se celebrará ningún acuerdo relativo a la venta de los Intereses en Kuwait. No se están realizando actividades de marketing, captación o incitación para ofrecer o comercializar las Participaciones en Kuwait.

Para residentes en el Reino de Arabia Saudí

Este documento no puede ser distribuido en el Reino salvo a aquellas personas que estén autorizadas en virtud del Reglamento de Fondos de Inversión emitido por la Autoridad del Mercado de Capitales. La Autoridad del Mercado de Capitales no asume ninguna responsabilidad por el contenido de este documento, no hace ninguna declaración en cuanto a su exactitud o integridad, y renuncia expresamente a cualquier responsabilidad por cualquier pérdida derivada de, o incurrida en la confianza en, cualquier parte de este documento. Los suscriptores potenciales de los valores deben

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en junio de 2025.



Información importante

llevar a cabo su propia diligencia debida sobre la exactitud de cualquier información relativa a los valores. Si no comprende el contenido de este documento, debe consultar a un asesor financiero autorizado.

Para residentes en Qatar

Este documento no ha sido presentado, revisado ni aprobado por el Banco Central de Qatar, la Autoridad de Mercados Financieros de Qatar, la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Qatar ni ningún otro organismo gubernamental o bolsa de valores de Qatar, ni en virtud de ninguna ley del Estado de Qatar. Este documento no constituye una oferta pública y se dirige únicamente a la parte a la que se ha entregado. No se realizará ninguna transacción en Qatar y cualquier consulta o solicitud deberá ser recibida, y las adjudicaciones efectuadas, fuera de Qatar.

Para los residentes en el Reino de Bahrein

El presente documento no constituye una oferta de venta ni de participación en valores, derivados o fondos comercializados en Bahrein en el sentido del Reglamento de la Agencia Monetaria de Bahrein. Todas las solicitudes de inversión deberán recibirse y todas las adjudicaciones deberán efectuarse, en cada caso, desde fuera de Bahrein. Este documento se ha preparado con fines de información privada únicamente para los inversores previstos, que serán instituciones. No se hará ninguna invitación al público en el Reino de Bahrein y este documento no se emitirá, transmitirá ni pondrá a disposición del público en general. El Banco Central (CBB) no ha revisado ni aprobado este documento ni la comercialización de dichos valores, derivados o fondos en el Reino de Bahrein.

Para residentes en Sudáfrica

Este documento no constituye ni forma parte de ninguna oferta, solicitud o promoción en Sudáfrica. El presente documento no ha sido registrado, 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 sudafricanos pertinentes, ni en virtud de ninguna ley de la República de Sudáfrica.

Para residentes en Bélgica

Este documento ha sido distribuido en Bélgica por Deutsche Bank AG a través de su sucursal de Bruselas. Deutsche Bank AG es una sociedad anónima ("Aktiengesellschaft") constituida con arreglo a las leyes de la República Federal de Alemania y autorizada para ejercer la actividad bancaria y prestar servicios financieros sujeta a la supervisión y el control del Banco Central Europeo ("BCE") y de la Autoridad Federal de Supervisión Financiera alemana ("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 domicilio social en Marnixlaan 13-15, B-1000 Bruselas y está registrada con el número de IVA BE 0418.371.094, RPM/RPR Bruselas. Puede solicitar más información en www.deutschebank.be.

Para residentes en el Reino Unido

Este documento es una promoción financiera, tal y como se define en el artículo 21 de la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000, y ha sido aprobado y comunicado por DB UK Bank Limited. DB UK Bank Limited es miembro del grupo Deutsche Bank y está inscrita en el Registro Mercantil de Inglaterra y Gales con el número de sociedad 315841 y domicilio social en: 21 Moorfields, London, United Kingdom, 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 residentes en Hong Kong

Este material está destinado a: Inversores profesionales de Hong Kong. Además, este material se facilita únicamente a su destinatario, quedando estrictamente prohibida su distribución ulterior. Este documento y su contenido se facilitan únicamente a título informativo. Nada en este documento pretende ser una oferta de inversión o una solicitud o recomendación para comprar o vender una inversión y no debe interpretarse como una oferta, solicitud o recomendación.

El contenido de este documento no ha sido revisado por ninguna autoridad reguladora de Hong Kong. Le aconsejamos que actúe con cautela en relación con las inversiones contenidas en el presente documento (si las hubiere). Si tiene alguna duda sobre el contenido de este documento, le recomendamos que obtenga asesoramiento profesional independiente.

Este documento no ha sido aprobado por la Securities and Futures Commission de Hong Kong ("SFC"), ni su copia ha sido registrada por el Registro Mercantil de Hong Kong, salvo que se especifique lo contrario. Las inversiones aquí contenidas pueden o no estar autorizadas por la SFC. Las inversiones no podrán ofrecerse ni venderse en Hong Kong, mediante documento alguno, salvo (i) a "inversores profesionales", tal como se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros (Securities and Futures Ordinance) (Cap. 571 of the Laws of Hong Kong) ("SFO") y cualquier norma dictada en

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en junio de 2025.



Información importante

virtud de la SFO, o (ii) en otras circunstancias que no den lugar a que el documento sea un “folleto” según se define en la Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance (Cap. 32 of the Laws of Hong Kong) (the “C(WUMP)O”) o que no constituyan una oferta al público en el sentido de la C(WUMP)O. Ninguna persona emitirá o poseerá con fines de emisión, ya sea en Hong Kong o en cualquier otro lugar, ningún anuncio, invitación o documento relativo a las inversiones, que esté dirigido al público de Hong Kong o cuyo contenido pueda ser consultado o leído por dicho público (excepto si se permite hacerlo en virtud de la legislación sobre valores de Hong Kong), salvo en lo que respecta a las inversiones que estén destinadas a ser enajenadas únicamente a personas fuera de Hong Kong o únicamente a “inversores profesionales”, tal y como se definen en la SFO y en cualquier normativa elaborada en virtud de la SFO.

Para residentes en Singapur

Este material está destinado a: Inversores Acreditados / Inversores Institucionales en Singapur. Además, este material se facilita únicamente al destinatario, quedando estrictamente prohibida su distribución ulterior.

Para residentes en los Estados Unidos de América

En los Estados Unidos, los servicios de corretaje se ofrecen a través de Deutsche Bank Securities Inc. un agente de bolsa y asesor de inversiones registrado, que lleva a cabo actividades de valores en los Estados Unidos. Deutsche Bank Securities Inc. es miembro de FINRA, NYSE y SIPC. Los servicios bancarios y de préstamo se ofrecen a través de Deutsche Bank Trust Company Americas, miembro de la FDIC, y otros miembros del Grupo Deutsche Bank. Con respecto a Estados Unidos, véanse las declaraciones anteriores realizadas en este documento. Deutsche Bank no declara ni garantiza que la información aquí contenida 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 sean apropiados para su venta o uso en todas las jurisdicciones, o por todas las contrapartes. Salvo que esté registrado o autorizado de conformidad con la legislación aplicable, ni el Deutsche Bank ni sus filiales ofrecen servicios en los Estados Unidos ni están diseñados para atraer a personas estadounidenses (tal y como se define este término en el Reglamento S de la Ley de Valores de 1933 de los Estados Unidos, en su versión modificada). Esta cláusula de exención de responsabilidad específica de los Estados Unidos se registrará e interpretará de conformidad con la legislación del Estado de Delaware, sin tener en cuenta los conflictos de disposiciones legales que obligarían a la aplicación de la legislación de otra jurisdicción.

Para residentes en Alemania

Esta información es publicidad. Los textos no cumplen todos los requisitos legales para garantizar la imparcialidad de las recomendaciones sobre inversiones y estrategias de inversión o de los análisis financieros. No existe ninguna prohibición para el compilador o para la empresa responsable de la compilación de operar 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 la hoja informativa “Riesgos de las operaciones a plazo”, que el cliente puede solicitar gratuitamente al Banco.

Las rentabilidades pasadas o simuladas no son un indicador fiable de rentabilidades futuras.

Para residentes en la India

Las inversiones mencionadas en este documento no se ofrecen al público indio para su venta o suscripción. Este documento no ha sido registrado ni aprobado por el Securities and Exchange Board de la India, el Banco de la Reserva de la India ni ninguna otra autoridad gubernamental o reguladora de la India. Este documento no es y no debe ser considerado como un “prospecto” tal como se define en las disposiciones de la Ley de Sociedades de 2013 (18 de 2013) y el mismo no se presentará ante ninguna autoridad reguladora en la India. De conformidad con la Ley de Gestión de Divisas de 1999 y los reglamentos emitidos en virtud de la misma, cualquier inversor residente en la India puede estar obligado a obtener un permiso especial previo del Banco de la Reserva de la India antes de realizar inversiones fuera de la India, incluida cualquier inversión mencionada en este documento.

Para los residentes en Italia

Este informe es distribuido en Italia por Deutsche Bank S.p.A., un banco constituido y registrado de conformidad con la legislación italiana, sujeto a la supervisión y el control de Banca d'Italia y CONSOB. Su domicilio social se encuentra en Piazza del Calendario 3 - 20126 Milán (Italia) y está inscrito en la Cámara de Comercio de Milán, CIF y NIF 001340740156, forma parte del fondo interbancario de protección de depósitos, inscrito en el Registro Bancario y es la cabecera del Deutsche Bank Banking Group, inscrito en el registro de los Grupos Bancarios de conformidad con el Decreto Legislativo de 1 de septiembre de 1993 n. 385 y sujeto a la actividad de dirección y coordinación del Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main (Alemania).

Para los residentes en 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

En Europa, Oriente Próximo y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material comercial, pero no en Estados Unidos. No puede asegurarse que se vaya alcanzar ninguna previsión u objetivo. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que podrían resultar ser incorrectos. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. En función del nivel actual de inflación, esto podrá provocar una pérdida del valor real, incluso si la rentabilidad nominal de la inversión es positiva. Las inversiones conllevan riesgos. El valor de la inversión puede subir o bajar, y es posible que no pueda recuperar el importe de su inversión inicial en algún momento dado. Su capital puede estar en riesgo. Este documento ha sido realizado en junio de 2025.



Información importante

("CSSF"). Su domicilio social se encuentra en 2, Boulevard Konrad Adenauer, 1115 Luxembourg, Gran Ducado de Luxemburgo y está inscrita en el Registre de Commerce et des Sociétés ("RCS") de Luxemburgo con el número B 9.164.

Para residentes en España

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal es una entidad 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 sólo puede llevar a cabo los servicios financieros y las actividades bancarias que entran dentro del ámbito de su licencia vigente. El domicilio social en España se encuentra en Paseo de la Castellana número 18, 28046 - Madrid. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 28100, Libro 0, Folio 1, Sección 8, Hoja M506294, Inscripción 2. NIF: A08000614. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal.

Para residentes en Portugal

Deutsche Bank AG, Sucursal en Portugal es una entidad de crédito regulada por el Banco de Portugal y la Comisión de Valores Mobiliarios portuguesa ("CMVM"), registrada con los números 43 y 349, respectivamente, y con número de registro mercantil 980459079. Deutsche Bank AG, Sucursal en Portugal sólo puede llevar a cabo los servicios financieros y las actividades bancarias que entran dentro del ámbito de su licencia vigente. El domicilio social es Rua Castilho, 20, 1250-069 Lisboa, Portugal.

Para residentes en Austria

Este documento ha sido distribuido por Deutsche Bank AG Sucursal de Viena, inscrita en el registro mercantil del Tribunal de Comercio de Viena con el número FN 140266z. La sucursal de Viena de Deutsche Bank AG también está supervisada por la Autoridad Austriaca de los Mercados Financieros (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Viena. El presente documento no ha sido sometido a las citadas autoridades supervisoras ni aprobado por ellas.

Para residentes en los Países Bajos

Este documento ha sido distribuido por Deutsche Bank AG, sucursal de Ámsterdam, con domicilio social en De entre 195 (1101 HE) en Ámsterdam, Países Bajos, e inscrita en el registro mercantil de los Países Bajos con el número 33304583 y en el registro en el sentido del artículo 1:107 de la Ley de Supervisión Financiera de los Países Bajos (Wet op het financieel toezicht). Este registro puede consultarse a través de www.dnb.nl.

Para residentes en Francia

Deutsche Bank AG es una entidad de crédito autorizada, sujeta a la supervisión global del Banco Central Europeo y de BaFin, la Autoridad Federal de Supervisión Financiera alemana. Sus distintas sucursales son supervisadas localmente, para determinadas actividades, por las autoridades bancarias competentes, como la Autoridad de Control Prudencial y Resolución (Autorité de Contrôle Prudentiel de Résolution, "ACPR") y la Autoridad de los Mercados Financieros (Autorité des Marchés Financiers, "AMF") en Francia.

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

© 2025 Deutsche Bank AG. Todos los derechos reservados.

Fecha de publicación: 2 de junio de 2025

Crédito de la imagen: SerPak (Adobe Stock) – AI-generated

056774 060225