



La guía definitiva para Inversión a largo plazo

27 de octubre de 2025

Introducción

Casi todos los que leen esto tienen un motivo para invertir a largo plazo: ya sea para ahorrar para la jubilación, planificar una jubilación anticipada, financiar la educación de sus hijos, ayudarles a comprar una vivienda o simplemente guardar algo para imprevistos. A nivel profesional, comprender el comportamiento de los activos financieros a largo plazo es fundamental para la asignación estratégica de activos, la inversión a largo plazo y la previsión económica.

Este estudio examina el desempeño de las distintas clases de activos en diversos entornos macroeconómicos, políticos y de valoración. A partir de datos que en algunos casos se remontan al siglo XVIII, analizamos tanto la rentabilidad nominal como la real para comprender el comportamiento de los diferentes activos bajo diversas condiciones. Exploramos las correlaciones con factores clave como el crecimiento del PIB real y nominal, la inflación, las tasas de interés, los rendimientos de los bonos, los niveles de deuda y déficit, entre otros. con el objetivo de ayudar a los inversores a inclinar la balanza a su favor.

En definitiva, este informe pretende ofrecer información que podría ayudarle a jubilarse unos años antes, aumentar su fondo de pensiones, darles a sus hijos un mejor comienzo o, simplemente, superar a sus compañeros a lo largo de su carrera profesional.

Como siempre, no dude en citar y referenciar el informe. En tal caso, le agradeceríamos que lo atribuyera al Instituto de Investigación del Deutsche Bank. Puede compartir este informe y muchos otros en www.dbresearch.com/research-institute.



Autores

[Jim Reid](#)

Director global de macroeconomía y
Investigación temática

[Henry Allen](#)

Estratega macro

[Galina Pozdnyakova](#)

Analista de investigación

Deutsche Bank
Research Institute



viñetas de resumen

Las variables clave que importan

Este informe se basa en datos de 56 economías, algunos con una antigüedad de más de 200 años, y muchos de más de un siglo.

Nuestra serie mediana de 200 años de rentabilidades globales ajustadas a la inflación en dólares estadounidenses muestra que las acciones generan una rentabilidad del 4,9% anual, una cartera 60/40 del 4,2%, los bonos gubernamentales del 2,6%, las letras del Tesoro del 1,9%, el oro del 0,4% y el efectivo del -2,0%. La historia demuestra que los inversores han obtenido recompensas constantes por asumir riesgos y capitalizar los dividendos y cupones disponibles en acciones y bonos.

A largo plazo, el oro ha tenido un rendimiento muy inferior al de los activos financieros que pagan dividendos o cupones. Sin embargo, en lo que va del siglo XXI, el oro supera a todos los demás activos con una rentabilidad anual del 7,45 %. En comparación, las acciones en EE. UU. (5,8 % anual), Alemania (3,9 % anual) y el Reino Unido (3,3 % anual) han tenido un rendimiento inferior en términos reales desde el año 2000, al igual que los bonos del Estado, que han ofrecido rentabilidades anuales reales del 0,9 %, el 0,8 % y el 0,6 %, respectivamente, en esos tres mercados.

A nivel internacional, los mejores lugares para invertir durante el último siglo fueron algunos de los más estables. En los últimos 100 años, Suecia registró la mayor rentabilidad en renta variable (7,5% anual), aunque Estados Unidos (7,2% anual) no se quedó muy atrás. Dinamarca lidera en bonos (3,5%). En contraste, Italia ha registrado el peor desempeño real tanto en acciones (2,5%) como en bonos (-1,1%) en nuestra muestra de los últimos 100 años. Ha experimentado una gran inestabilidad durante ese período, con repetidos cambios de gobierno. Sin embargo, en los últimos cinco años, las acciones italianas han sido las de mejor desempeño entre los mercados desarrollados de nuestra muestra, con una rentabilidad real anual del 12,2%.

Las economías que han experimentado una rentabilidad total real negativa para los bonos en los últimos 100 años presentan algunas de las cargas de deuda más elevadas. Entre ellas se encuentra Italia. (-1,1%), Japón (-1,1%) y Francia (-0,5%).

El crecimiento del PIB nominal es el indicador a largo plazo de la rentabilidad de las distintas clases de activos, ya que impulsa las ganancias corporativas, los ingresos de los hogares, las tasas de interés y los ingresos públicos. Nuestro conjunto de datos incluye un promedio ponderado del PIB nominal mundial (en USD) desde 1900, que ha crecido a una tasa anual promedio del 5,7 %.

Sin embargo, en los mercados desarrollados (MD), las últimas décadas han experimentado una fuerte caída del crecimiento nominal. En la década de 2010, este cayó a niveles que no se veían de forma consistente desde el siglo XIX.

A finales de 2024, la disminución del crecimiento nominal de los mercados desarrollados significó que la rentabilidad nominal acumulada a 25 años de las acciones de estos mercados fue la más baja desde 1877. El repunte de 2025 debe considerarse en ese contexto.

De cara al futuro, una preocupación desde la perspectiva de la rentabilidad es que los analistas, como el FMI, prevén que el crecimiento del PIB nominal en los mercados desarrollados promediará alrededor del 4% durante los próximos cinco años, por debajo de su promedio histórico. Sin embargo, cabe recordar que los analistas rara vez incorporan la inflación futura derivada de las políticas económicas en sus modelos a largo plazo. Desde 1971, ninguna economía ha registrado una inflación anual promedio inferior al 2%, ya que los responsables de la política monetaria expanden la base monetaria en épocas de crisis y no la reducen en épocas de bonanza.

El crecimiento del PIB real mundial también ha mostrado una tendencia a la baja en las últimas décadas, especialmente en las economías desarrolladas. De hecho, el crecimiento medio del PIB real de las economías desarrolladas se sitúa actualmente cerca del extremo inferior del rango observado a mediados y finales del siglo XIX, y por debajo de cualquier valor registrado en la segunda mitad del siglo XX.

Al igual que con los rendimientos nominales, el rendimiento real móvil a 25 años para las acciones de mercados desarrollados había



Ha caído a su nivel más bajo en un siglo a finales de 2024, lo que refuerza el fuerte vínculo entre el crecimiento económico real y la rentabilidad real de las inversiones.

En **cuanto** a la población, tanto los países desarrollados como los emergentes están experimentando algunas de las tasas de crecimiento demográfico más bajas de los últimos dos siglos. De las 56 economías de nuestra muestra, se prevé que 32 vean disminuir su población en edad laboral, y 21 probablemente experimentarán un descenso demográfico total para 2050.

Entre los 22 países de los que disponemos de más de un siglo de datos continuos, la prima de riesgo anualizada media de la renta variable es del 3,2%, con un rango que va desde el 7,0% en Alemania (desde 1835) hasta alrededor del 0,8% en España. Alemania se ve fuertemente influenciada por las extremas pérdidas en bonos derivadas de la hiperinflación y la Segunda Guerra Mundial.

Estados Unidos ocupa el tercer **lugar**, con una prima de riesgo de renta variable del 4,8%, lo que subraya su posición de larga data como uno de los mercados más confiables para un rendimiento superior de la renta variable a largo plazo en relación con los bonos.

De las 55 economías incluidas en nuestro conjunto de datos de divisas, solo tres —Suiza, Singapur y los Países Bajos— han experimentado una apreciación de sus monedas frente al dólar durante el último siglo. 25 de las 55 se han depreciado en más del 99 %.

¿Qué variables predicen mejor el rendimiento a largo plazo?

Las valoraciones iniciales son de suma importancia. La construcción de una cartera de acciones en economías con valoraciones altas (por encima de la mediana) y bajas (por debajo de la mediana), reequilibrada anualmente y medida en USD, muestra que la cartera de baja valoración supera a la de alta valoración en los ratios CAPE (PER ajustado cíclicamente), PER y rentabilidad por dividendo.

La **cartera con** baja relación precio/beneficio (P/E) ha generado una rentabilidad del 20,2% anual durante los últimos 70 años, con una alta rentabilidad.

Cartera con una relación precio-beneficio del 11,4% anual

La **cartera de dividendos altos** ha generado **una** rentabilidad del 12,8% anual durante los últimos 200 años, mientras que la cartera de dividendos bajos ha obtenido un 9,3%.

Estados Unidos **constituye** un caso de estudio interesante, ya que ha ofrecido rentabilidades sólidas recientemente, a pesar de sus elevados ratios PER y CAPE y sus históricamente bajos rendimientos por dividendo (las recompras de acciones han tenido mayor peso). Es la excepción, no la norma, tanto a nivel internacional como histórico. Pero incluso allí, las valoraciones han seguido siendo relevantes a largo plazo, y las rentabilidades del mercado de renta variable estadounidense durante el último cuarto de siglo se han quedado rezagadas con respecto a décadas anteriores, incluso aunque hayan superado a sus homólogos internacionales.

En el caso de los rendimientos nominales de los bonos a 25 años, la relación es sencilla: cuando los rendimientos iniciales, las tasas de política monetaria, el crecimiento del PIB nominal y la inflación son altos, los rendimientos posteriores tienden a ser más fuertes.

En el **caso** de la rentabilidad real de los bonos a 25 años, las relaciones son más débiles, pero siguen la misma lógica.

Los altos rendimientos iniciales y los tipos de interés elevados son los indicadores más fiables de una mayor rentabilidad real a largo plazo.

Resulta interesante que la rentabilidad real mediana de los bonos a 25 años haya rondado el cero cuando los tipos de interés nominales han comenzado por debajo del 4%. La rentabilidad solo se vuelve significativamente positiva una vez que los tipos de interés superan ese umbral; una reflexión preocupante dado que el tipo de interés del BCE se sitúa actualmente cerca del 2%, mientras que el de la Reserva Federal ronda el 4% y se espera que disminuya aún más este año.

De igual modo, al analizar la rentabilidad inicial a 10 años, la historia demuestra que las rentabilidades inferiores al 3% suelen conllevar rentabilidades reales negativas a 25 años, con rendimientos inferiores al 1% cuando las rentabilidades se sitúan entre el 3% y el 4%. A modo de referencia, la mayoría de los bonos soberanos de la zona euro cotizan actualmente entre el 2,5% y el 3,5%.



¿Qué tan arriesgado es invertir tu dinero?

En nuestro conjunto de datos de más de 200 años, las acciones nominales tienen solo un 0,8 % de probabilidad de obtener un rendimiento inferior al del dinero guardado (es decir, no generar rentabilidad) durante un período de 25 años. Sin embargo, esa probabilidad aumenta al 6,3 % en 10 años y al 13,6 % en cinco años.

En términos reales, la probabilidad de que la renta variable tenga un rendimiento inferior al esperado en un [plazo](#) de 25 años es del 7,5%, una cifra modesta pero significativa. Sin embargo, en un plazo de cinco años, la probabilidad aumenta al 25,8%. En otras palabras, existe aproximadamente una probabilidad de una entre cuatro de que la renta variable no supere la inflación en un plazo de cinco años.

En el caso de los bonos gubernamentales, la probabilidad de que su rendimiento sea inferior a la inflación se mantiene prácticamente constante en torno al 25 % en plazos de 5, 10 y 25 años. Este patrón sugiere que el rendimiento de los bonos tiende a moverse en ciclos largos: invertir cerca del punto equivocado del superciclo de renta fija puede resultar en períodos prolongados —no solo cíclicos— de bajos rendimientos reales.

En un período de 25 años, existe una probabilidad del 22,0 % de que los bonos superen el rendimiento de las acciones, y esta probabilidad aumenta al 36,8 % en un período de cinco años. Por lo tanto, en más de un tercio de los períodos de cinco años, los bonos han superado a las acciones. De todas las economías con al menos 100 años de datos, Estados Unidos es la única en la que nunca se ha registrado un rendimiento superior de los bonos respecto a las acciones en un período de 25 años.

Históricamente, una cartera con una ponderación del 60/40 sobre renta variable ha ofrecido la menor probabilidad de pérdidas nominales. La probabilidad de rentabilidades nominales negativas en 25 años es de tan solo el 0,1%.



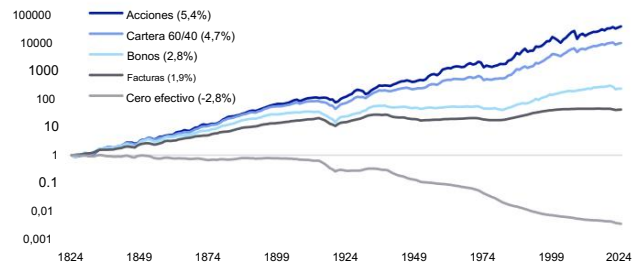
1. Breve historia del desempeño financiero

En este informe, utilizamos datos de 56 economías, con una cobertura que abarca más de dos siglos en algunos casos, y 22 de ellas cuentan con al menos 100 años de datos completos sobre acciones y bonos gubernamentales. El conjunto de datos completo incluye acciones, PIB, inflación, tasas de interés de los bancos centrales y rendimientos de bonos gubernamentales a 10 años, así como ratios de deuda pública/PIB y déficits fiscales.

En esta sección inicial, analizamos a grandes rasgos cómo han evolucionado estas variables clave a lo largo del tiempo. El objetivo es establecer un marco para comprender el ritmo a largo plazo de los mercados financieros globales: las fuerzas que dan forma a la rentabilidad, las primas de riesgo y los ciclos de valoración.

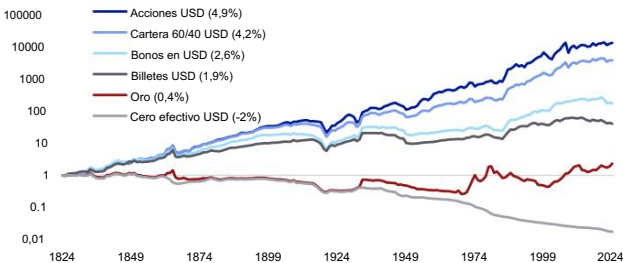
[La Figura 1](#) recopila nuestros datos globales y muestra la rentabilidad media en todos los países. Nos recuerda por qué los inversores mantienen sus inversiones a largo plazo en lugar de guardar el dinero en efectivo. La historia es clara: el efectivo que no genera intereses rara vez conserva su valor, salvo a corto plazo, mientras que las acciones han ofrecido consistentemente el mejor rendimiento para la acumulación de riqueza a largo plazo.

Figura 1: Rentabilidad real total global mediana en moneda local por clase de activo, acumulada desde 1824 (=1)



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank. Nota: hasta 2024, ajustado por los IPC locales.

Figura 2: Rentabilidad total real global mediana en USD por clase de activo, acumulada desde 1824 (=1)



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank. Nota: hasta 2024, ajustado por el IPC de EE. UU.

A largo plazo, la cartera mediana 60/40 ha ofrecido un sólido rendimiento, a menudo más cercano al de las acciones que el que implicaría un simple promedio ponderado de la rentabilidad de acciones y bonos. Esto refleja la correlación imperfecta entre ambas clases de activos, lo que proporciona beneficios de diversificación y reduce la volatilidad general. La mayor estabilidad de la rentabilidad de los bonos también favorece la capitalización a largo plazo, especialmente durante períodos en que las acciones sufren caídas significativas.

El oro es un activo fascinante. En los últimos 200 años, ha ofrecido una modesta rentabilidad real de tan solo el 0,4% anual, muy por debajo de los activos financieros que generan ingresos mediante dividendos o cupones. Su precio se mantuvo fijo durante largos períodos, lo que limitó su capacidad de rendimiento. Sin embargo, en lo que va del siglo XXI, nuestros datos (véase la sección posterior para más información) muestran que el oro ha generado una sorprendente rentabilidad real del 7,45% anual. En comparación, las acciones en EE. UU. (5,8% anual), Alemania (3,9% anual) y el Reino Unido (3,3% anual), por ejemplo, han tenido un rendimiento inferior en términos reales durante el mismo período, al igual que los bonos del Estado, que ofrecieron una rentabilidad real anual del 0,9%.



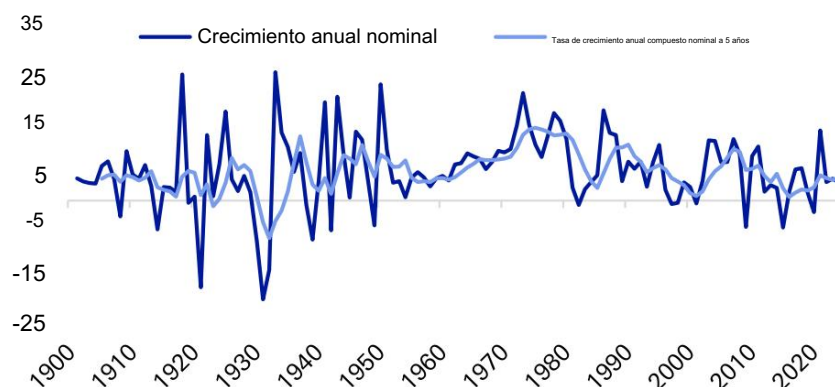
0,8% y 0,6% respectivamente en esos tres mercados.

Si bien los datos históricos sobre bonos corporativos son limitados, especialmente fuera de los Estados Unidos. Los bonos corporativos estadounidenses a largo plazo han generado rentabilidades reales del 2,8 % anual en lo que va del siglo XXI. Si bien este informe se centra principalmente en acciones y bonos gubernamentales debido a la mayor disponibilidad de datos históricos, actualmente los inversores pueden mejorar la rentabilidad de la renta fija incorporando exposición a diferenciales de crédito de maneras que históricamente no fueron posibles, sobre todo fuera de Estados Unidos. En la sección final de este informe, presentamos nuestra propia serie de rentabilidades de bonos corporativos estadounidenses desde la década de 1920, que se puede comparar con otros activos denominados en dólares estadounidenses.

A pesar del renovado atractivo del oro como inversión en las últimas décadas, la historia demuestra que los inversores han obtenido recompensas constantes por asumir riesgos y capitalizar los dividendos y cupones disponibles en acciones y bonos. La pregunta lógica es qué condiciones han sustentado estas tendencias históricas. Nuestro conjunto de datos incluye el PIB nominal mundial promedio ponderado (en USD) desde 1900, que ha crecido a una tasa anual promedio del 5,7 %. El crecimiento del PIB nominal es el pilar de la rentabilidad de las distintas clases de activos, ya que impulsa las ganancias corporativas, los ingresos de los hogares, las tasas de interés y los ingresos públicos. Los precios de los activos reflejan, en última instancia, las expectativas sobre el crecimiento del PIB nominal, pero la forma en que ese crecimiento se distribuye entre acciones y bonos —y entre la rentabilidad real y nominal— depende de la combinación de inflación y crecimiento de la producción real.

El crecimiento del PIB nominal alcanzó su punto máximo en las décadas cercanas a 1970, un período caracterizado por una alta inflación, un fuerte crecimiento real y la expansión demográfica más rápida de la historia. Exceptuando el período 1960-1989, el PIB nominal mundial ha tendido a oscilar en torno a un promedio anual de aproximadamente el 4,8 % desde 1900. El FMI proyecta actualmente un crecimiento del PIB nominal de alrededor del 5 % anual en dólares estadounidenses hasta 2030, cifra que se ajusta en líneas generales a los promedios históricos a largo plazo, una vez excluido el auge de las décadas de 1960 a 1980.

Figura 3: PIB nominal mundial en USD desde 1900 (%)



Fuente: Finaeon, Deutsche Bank. Nota: hasta 2024.

Para ampliar el alcance de los datos e incorporar un conjunto más amplio de variables económicas y clases de activos —distinguiendo entre mercados desarrollados (MD) y emergentes (ME)— construimos nuestra propia serie global en múltiples dimensiones. El uso de medianas en lugar de promedios ponderados ayuda a mitigar las distorsiones causadas por valores atípicos históricos y la variación de las ponderaciones económicas a lo largo del tiempo.

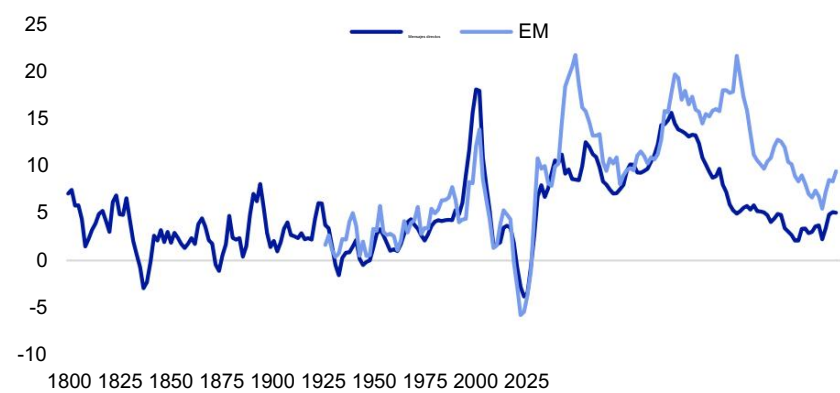
Dado que el conjunto de datos se centra en economías con mercados de renta variable y renta fija en los que se puede invertir,



Los resultados tal vez no reflejen completamente el universo más amplio de los mercados desarrollados o emergentes (en particular en lo que respecta a la demografía), pero reflejan mejor la economía global a la que los inversores están directamente expuestos.

Comenzamos ampliando el análisis del PIB nominal para crear series separadas para los países desarrollados (PD) y los mercados emergentes (ME). El perfil general refleja [la Figura 3](#) anterior, pero también muestra que, antes del siglo XX, el crecimiento del PIB nominal era considerablemente menor, debido principalmente a una inflación más débil, como se explica más adelante. A partir de la década de 1970, el crecimiento del PIB nominal de los ME comenzó a superar al de los PD, lo que refleja tanto una mayor inflación como una expansión más rápida del PIB real; una brecha que persiste en la actualidad. Por el contrario, el crecimiento nominal de los PD cayó a mínimos históricos durante la década de 2010, volviendo a tasas que no se veían desde la Gran Depresión y que solo se habían observado de forma consistente en el siglo XIX.

Figura 4: Tasa de crecimiento anual compuesta (TCAC) del PIB nominal mundial a 5 años (%), mediana por grupo económico (moneda local)



Fuente: Finaeon, Deutsche Bank. Nota: hasta 2024.

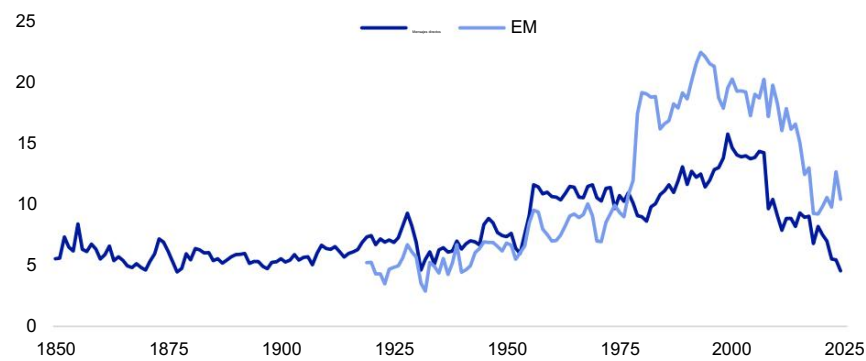
Es probable que este bajo crecimiento nominal motivara respuestas políticas extraordinarias, en particular una expansión cuantitativa a gran escala. Estas intervenciones, sin duda, respaldaron los precios de los activos durante una década de crecimiento moderado y desapalancamiento posterior a la crisis. Dado que los activos financieros representan derechos sobre el PIB nominal, la persistencia de un débil crecimiento nominal amenazaba con socavar la rentabilidad, lo cual resultaba especialmente preocupante en economías en desarrollo con un alto nivel de endeudamiento. La expansión cuantitativa subsanó esta deficiencia mientras el PIB nominal se recuperaba.

[La Figura 5](#) ilustra la mediana móvil de 25 años del rendimiento real para acciones de mercados desarrollados y emergentes. Los datos muestran la fuerte influencia de las tendencias del PIB nominal en la rentabilidad nominal: esta se disparó durante las décadas de alto crecimiento de mediados del siglo XX y volvió a su media al desacelerarse el PIB nominal. A finales de 2024, la rentabilidad nominal acumulada a 25 años de la renta variable de los mercados desarrollados alcanzó su nivel más bajo desde 1877. El fuerte repunte global de la renta variable en 2025 mejorará ligeramente esta situación, pero la relación a largo plazo entre el crecimiento nominal y la rentabilidad nominal sigue siendo evidente.

Aunque la rentabilidad nominal de la renta variable de los mercados emergentes a 25 años ha disminuido desde sus máximos de finales de la década de 1990, se mantiene en territorio de dos dígitos bajos según esta medida, lo que concuerda con el mayor crecimiento del PIB nominal que las economías emergentes han mantenido en las últimas décadas.



Figura 5: Rentabilidad total nominal global móvil a 25 años de las acciones (%), mediana por grupo económico



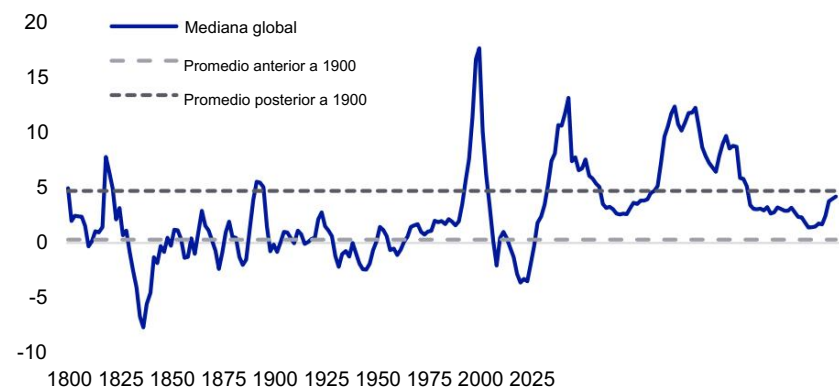
Fuente: Finaeon, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank. Nota: hasta 2024.

De cara al futuro, una preocupación es que analistas como el FMI prevén un crecimiento del PIB nominal en los mercados desarrollados de alrededor del 4% en los próximos cinco años, con escasa evidencia de que esta cifra sería mayor si el período de previsión fuera más extenso. Si bien la evolución de la inflación durante ese período —y posteriormente— es intrínsecamente incierta, estas proyecciones ponen de relieve que se espera que el crecimiento nominal se mantenga por debajo de los niveles registrados entre el final de la Segunda Guerra Mundial y la Gran Depresión.

Crisis. Si bien estas previsiones no son tan moderadas como en la década de 2010, siguen apuntando a unas perspectivas de crecimiento nominal relativamente débiles en comparación con los estándares del siglo pasado. Es probable que esto tenga implicaciones para la rentabilidad en comparación con sus promedios a largo plazo.

Al desglosar el crecimiento del PIB nominal en sus dos componentes —inflación y PIB real—, la Figura 6 muestra que la inflación global comenzó a aumentar a principios del siglo XX, a medida que la economía mundial fue reduciendo progresivamente su dependencia del patrón oro. Una serie de perturbaciones y cambios estructurales impulsaron esta transformación: dos guerras mundiales, la Gran Depresión, el auge de la democracia y el estado de bienestar (cada vez más costoso), y, finalmente, el colapso del sistema de Bretton Woods. El hecho de que ninguna economía haya logrado mantener una inflación promedio inferior al 2% anual desde este colapso, que dio paso a la era actual del dinero fiduciario, debería generar confianza en que seguimos viviendo en un mundo con una inflación estructuralmente elevada.

Figura 6: Tasa de crecimiento anual compuesta (TCAC) mediana mundial a 5 años (%) en todas las economías de la muestra

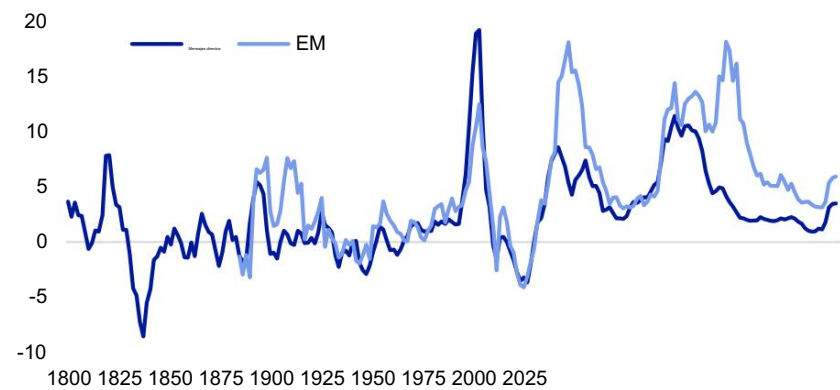


Fuente: Finaeon, Deutsche Bank. Nota: hasta 2024.



Al analizar estos datos según el nivel de desarrollo, queda claro que la inflación de los países emergentes se ha desvinculado de la inflación de los países desarrollados desde la década de 1970, manteniéndose sistemáticamente más alta a lo largo de la era moderna.

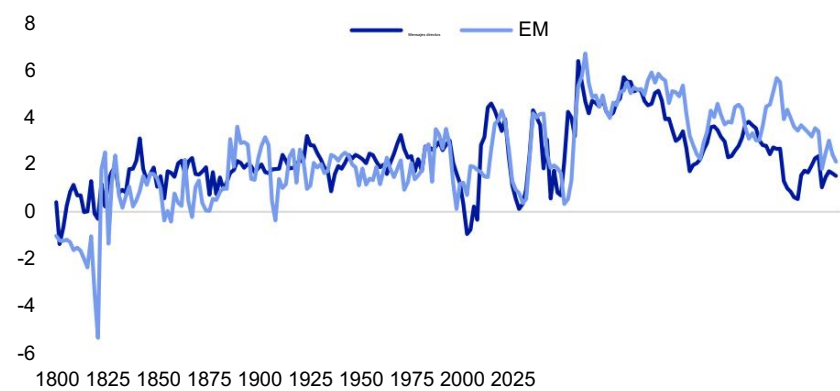
Figura 7: Tasa de crecimiento anual compuesta (TCAC) global a 5 años (%), mediana por grupo económico



Fuente: Finaeon, Deutsche Bank. Nota: hasta 2024.

En la Figura 8 se observa una situación similar para el PIB real .

Figura 8: Tasa de crecimiento anual compuesta (TCAC) mundial real a 5 años (%), mediana por grupo económico



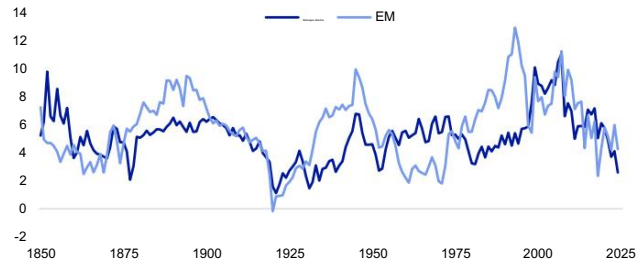
Fuente: Finaeon, Deutsche Bank. Nota: hasta 2024.

Curiosamente, el PIB real mundial aumentó de forma constante desde finales del siglo XVIII hasta la década de 1970, antes de mostrar una tendencia a la baja en las décadas posteriores. La desaceleración ha sido más pronunciada en los mercados desarrollados (MD), mientras que los mercados emergentes (ME) han experimentado un descenso más moderado. En la actualidad, el crecimiento medio del PIB real de los MD se sitúa cerca del extremo inferior del rango observado a mediados y finales del siglo XIX.

A finales de 2024, la rentabilidad real acumulada a 25 años de las acciones de mercados desarrollados había caído a su nivel más bajo en casi un siglo, lo que refuerza la estrecha relación entre el crecimiento económico real y la rentabilidad real de las inversiones. Si bien los mercados de valores pueden experimentar fuertes fluctuaciones cíclicas en cualquier dirección, las rentabilidades a largo plazo tienden a converger con el crecimiento tendencial del PIB real y nominal.

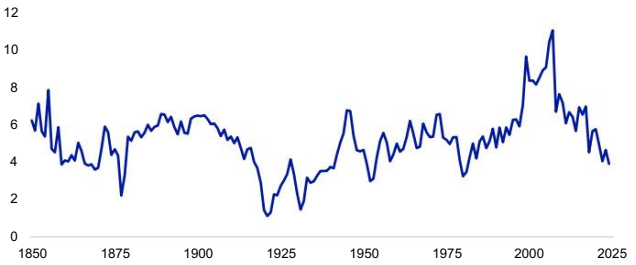


Figura 9: Rentabilidad total real global móvil a 25 años de las acciones (%), mediana por grupo económico



Fuente: Finaeon, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank. Nota: hasta 2024.

Figura 10: Rentabilidad total real global móvil a 25 años de las acciones (%), mediana en todas las economías de la muestra



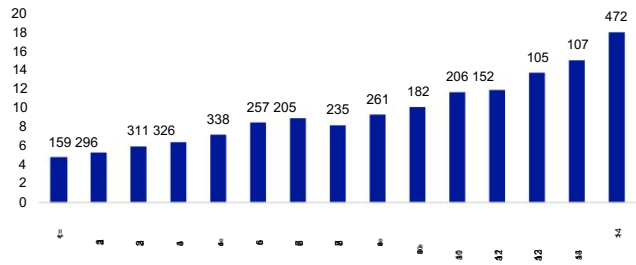
Fuente: Finaeon, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank. Nota: hasta 2024.

Como se indicó en la sección del PIB nominal, se prevé que el crecimiento del PIB real en los mercados desarrollados se mantenga moderado en los próximos años, salvo que se produzca una revolución de la IA. Si estas previsiones se cumplen, los inversores deberán ser realistas con respecto a sus expectativas de rentabilidad futura, incluso si es correcto mantener una postura de mayor tolerancia al riesgo.

La figura 11 examina nuestra muestra global, comparando la rentabilidad mediana de las acciones a 25 años con el crecimiento promedio del PIB nominal y real durante los mismos períodos. La rentabilidad mediana es positiva en todos los escenarios, pero la rentabilidad nominal muestra una correlación particularmente fuerte con el PIB nominal, lo que sugiere que los períodos de bajo crecimiento nominal tienden a coincidir con rentabilidades más modestas.

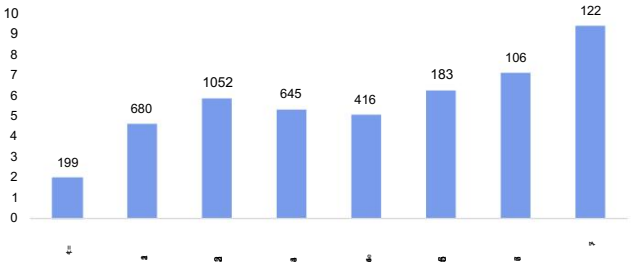
En cuanto a la rentabilidad real, la relación con el PIB real es menos lineal, aunque la tendencia sigue siendo clara. El crecimiento en los rangos $\leq 1\%$ y $1\text{--}2\%$ —típico del entorno actual de los mercados desarrollados— tiende a coincidir con una menor rentabilidad real que los períodos de mayor expansión económica.

Figura 11: Rentabilidad total nominal mediana de las acciones a 25 años por rangos de crecimiento del PIB nominal contemporáneo



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: las etiquetas de datos sobre cada columna indican el número de observaciones dentro de cada intervalo.

Figura 12: Rentabilidad total real mediana de las acciones a 25 años según intervalos de crecimiento del PIB real contemporáneo



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: las etiquetas de datos sobre cada columna indican el número de observaciones dentro de cada intervalo.

La relación entre la inflación y las acciones se analiza con mayor detalle en las figuras 13 y 14, que ilustran la relación global y contemporánea entre las tasas de inflación (agrupadas en categorías) y la rentabilidad nominal y real de las acciones durante todos los períodos de 25 años. La rentabilidad nominal de las acciones aumenta de forma casi lineal con la inflación, lo que sugiere que las acciones constituyen una cobertura eficaz contra la inflación, especialmente en comparación con el efectivo. Sin embargo, la rentabilidad real tiende a disminuir ligeramente a medida que aumenta la inflación, lo que indica que las acciones tienen un mejor desempeño en entornos de menor inflación. Durante un período de 25 años...

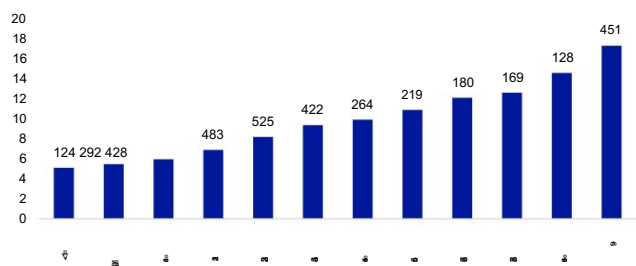
Sin embargo, a un horizonte temporal de un año, la diferencia en los rendimientos reales entre una deflación moderada (inflación de alrededor del 0% al -2%) y una inflación bastante fuerte (alrededor del 8-9%) es relativamente



pequeña; el fuerte descenso se produce únicamente con niveles de inflación muy altos.

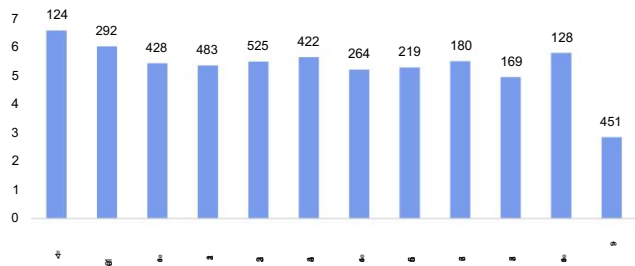
Por lo tanto, si se prevé un régimen de inflación estructuralmente más elevado en el futuro, las acciones deberían seguir siendo una cobertura nominal razonablemente buena a largo plazo, con rentabilidades reales que probablemente se mantendrán relativamente bien protegidas.

Figura 13: Rentabilidad total nominal mediana de las acciones a 25 años por rangos de tasa de inflación contemporánea



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank.

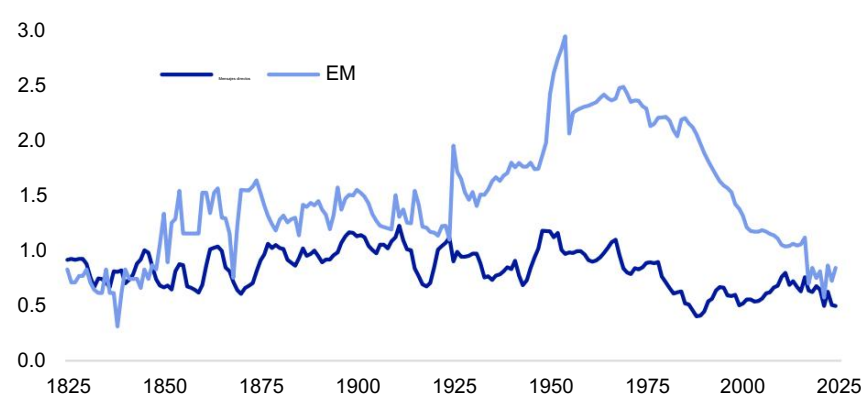
Figura 14: Rentabilidad total real mediana de las acciones a 25 años por rangos de tasa de inflación contemporánea



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank.

La dinámica demográfica también ha desempeñado un papel crucial en el entorno macroeconómico y la rentabilidad. El crecimiento demográfico mundial alcanzó su punto máximo a finales de la década de 1960 y en la de 1970, periodo en el que las economías emergentes experimentaron una expansión particularmente rápida, coincidiendo con un fuerte crecimiento del PIB nominal y una elevada rentabilidad nominal de las acciones. En la actualidad, tanto las economías desarrolladas como las emergentes registran algunas de las tasas de crecimiento demográfico más bajas de los últimos dos siglos, un fenómeno con importantes repercusiones para el crecimiento a largo plazo, la rentabilidad y la sostenibilidad de la deuda.

Figura 15: Tasa de crecimiento anual compuesta (TCAC) de la población mundial a 5 años (%), mediana por grupo económico

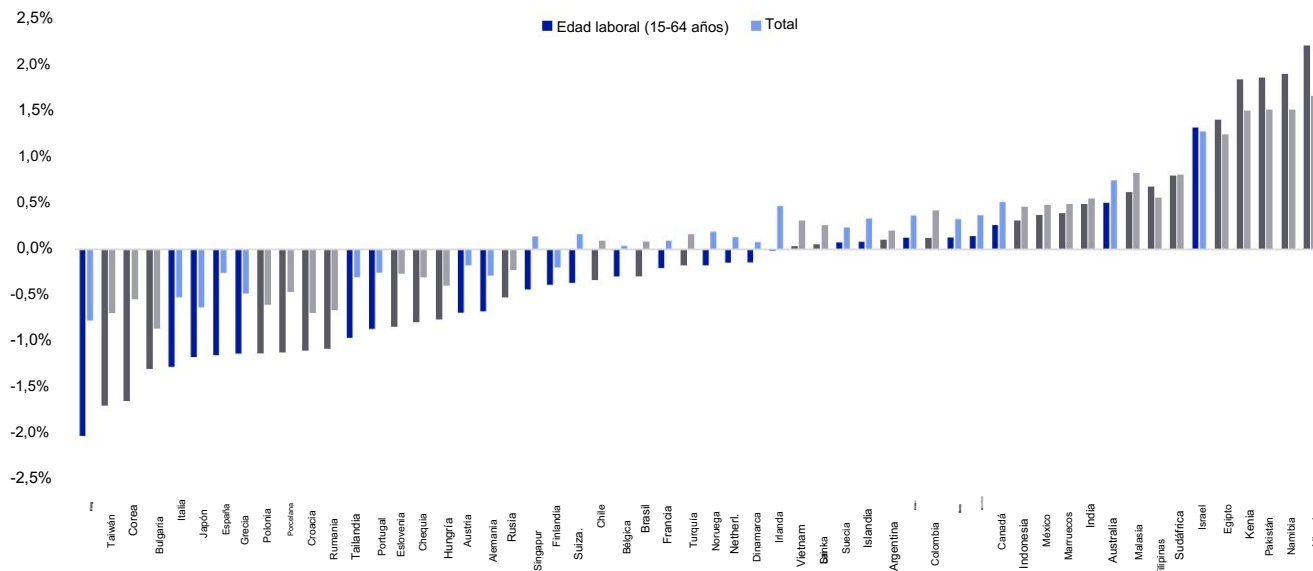


Fuente: Finaeon, Deutsche Bank. Nota: hasta 2024.

Al considerar la rentabilidad futura, es probable que las economías con una población en edad laboral en descenso enfrenten grandes dificultades para mantener el crecimiento del PIB real. [La figura 16 muestra las proyecciones de cambios demográficos en nuestra amplia muestra de mercados desarrollados y emergentes entre 2025 y 2049.](#)



Figura 16: Proyección del crecimiento de la población en edad laboral y de la población total (2025-2050, CAGR %). Los países desarrollados se muestran en azul y los países emergentes en gris. Ordenados según el crecimiento futuro de la población en edad laboral.



Fuente: ONU, Deutsche Bank.

Se prevé que muchas economías experimenten descensos tanto en su población total como en su población en edad laboral (15-64 años). De las 56 economías de nuestra muestra, se proyecta que 32 verán reducida su población en edad laboral, y 21 probablemente experimentarán un descenso demográfico significativo en los próximos 25 años. Entre los mercados desarrollados, estas cifras son 17 y 9 de 25, respectivamente; es decir, aproximadamente dos tercios probablemente se enfrentarán a una reducción de la fuerza laboral para 2050, y poco más de un tercio probablemente experimentará despoblación. Los mercados emergentes generalmente presentan tendencias demográficas más favorables, aunque existen excepciones notables, como China, donde el descenso demográfico ya ha comenzado y es probable que persista en el futuro.

Salvo contadas excepciones, nunca nos habíamos enfrentado a la perspectiva de una despoblación generalizada en tantos países como ahora. En lo que va del siglo XXI, las naciones que experimentan descensos o estancamiento en su población en edad laboral han registrado, por lo general, el menor crecimiento del PIB real. Dada la relación a largo plazo entre el crecimiento del PIB real y la rentabilidad de las acciones, es razonable esperar que la rentabilidad futura de los activos de riesgo sea inferior a la del pasado, o que los inversores deban inclinarse por países con perfiles demográficos más favorables, siempre que las valoraciones lo permitan.

Dicho esto, estas dinámicas siempre pueden cambiar.

Si bien la esperanza de vida ha aumentado drásticamente en los últimos dos siglos—potencialmente un motor de mayor producción económica; la principal limitación hoy en día es la política. La edad de jubilación sigue siendo un tema políticamente delicado y no ha logrado mantenerse al ritmo del aumento de la esperanza de vida. Los ajustes en las políticas, junto con los cambios en los flujos migratorios, aún podrían influir significativamente en la dinámica y el crecimiento del mercado laboral en los próximos años, incluso si la migración es, en general, un factor de suma cero a nivel global. En última instancia, es probable que el mundo se beneficie de una mayor esperanza de vida y de la posibilidad de prolongar la vida laboral; sin embargo, puede que sea necesaria una crisis para que los responsables políticos actúen.

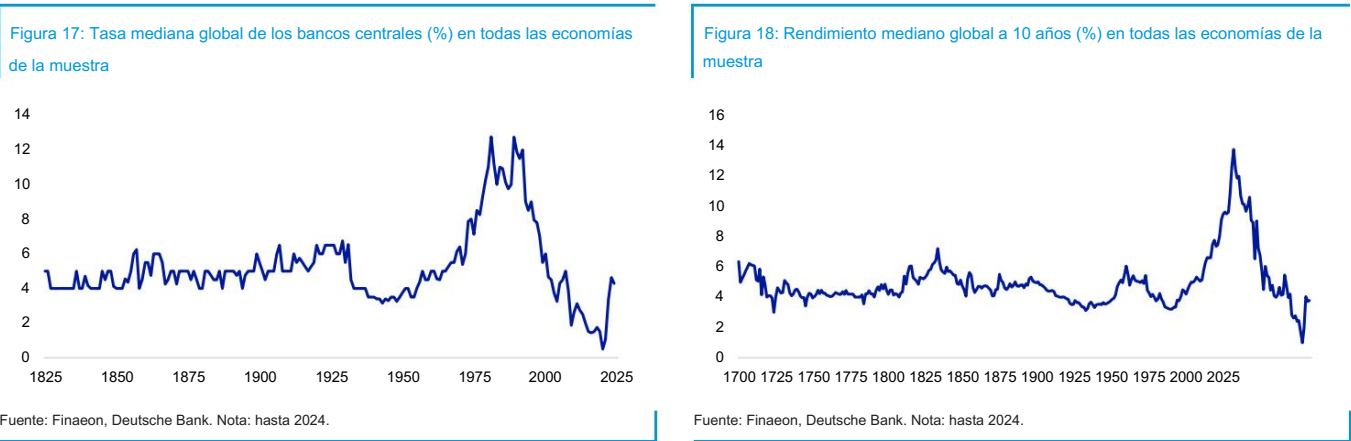
Sin embargo, la mayor incógnita es la inteligencia artificial. La cuestión es si la IA puede compensar una plantilla reducida aumentando la productividad y permitiendo una mayor producción con menos personas. Como dice el refrán, "la demografía es



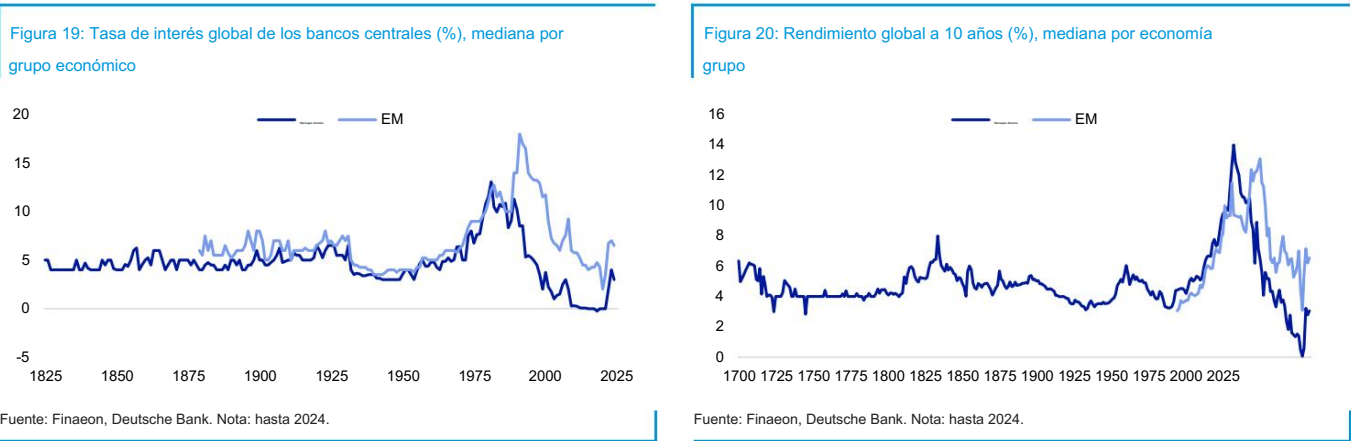
"Destino" — pero los cambios tecnológicos, políticos y normativos implican que el destino no está totalmente determinado.

Tasas, deuda y tendencias fiscales

Si cambiamos el enfoque de las acciones a temas más relevantes para la renta fija, [las figuras 17 y 18](#) muestran que la [tasa mediana de los bancos](#) centrales mundiales y el rendimiento de los bonos gubernamentales a 10 años han vuelto al alza hasta el extremo inferior de sus rangos históricos, tras los niveles excepcionalmente bajos observados en la década anterior a la Covid.



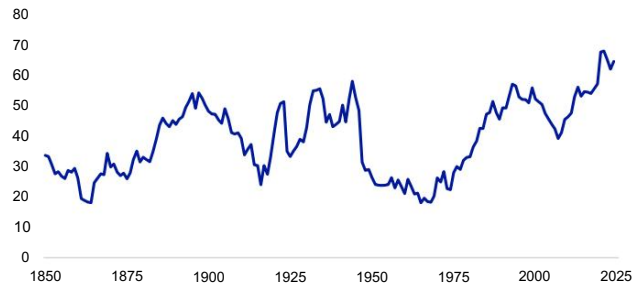
Sin embargo, como se muestra en [las Figuras 19 y 20](#), las tasas y los rendimientos de los mercados desarrollados (MD) siguen estando mucho más por debajo de sus promedios a largo plazo que los de los mercados emergentes (ME).



A nivel mundial, tanto la deuda pública como los déficits fiscales se sitúan cerca de sus niveles más altos de la historia, con pocos indicios de una recuperación significativa en el futuro.

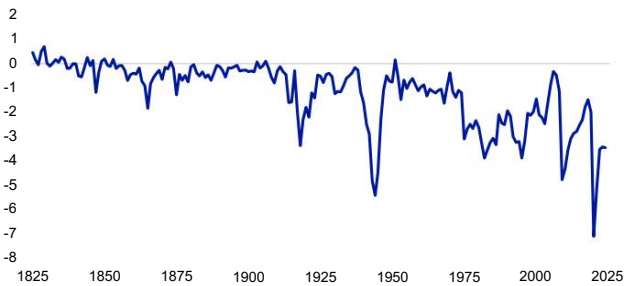


Figura 21: Mediana mundial del ratio deuda pública/PIB (%) en todas las economías de la muestra



Fuente: Finaeon, Deutsche Bank. Nota: hasta 2024.

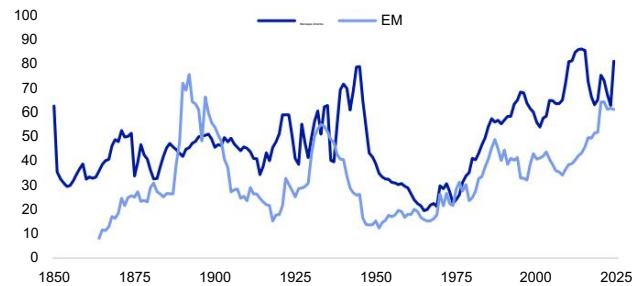
Figura 22: Déficit público mediano mundial respecto al PIB (%) en todas las economías de la muestra



Fuente: Finaeon, Deutsche Bank. Nota: hasta 2024.

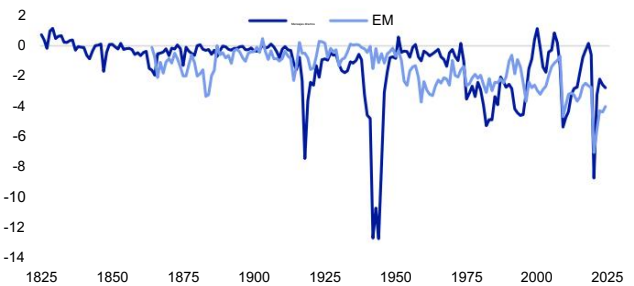
El aumento de la deuda mundial ha sido liderado principalmente por los mercados desarrollados (MD), pero los déficits ahora son mayores en los mercados emergentes (ME), aunque los ratios deuda/PIB de los ME siguen siendo, en general, más bajos.

Figura 23: Ratio deuda/PIB mundial (%), mediana por grupo económico



Fuente: Finaeon, Deutsche Bank. Nota: hasta 2024.

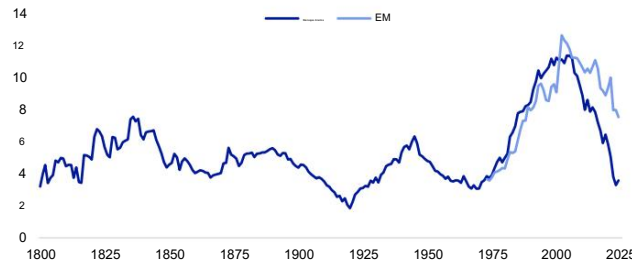
Figura 24: Relación déficit global/PIB (%), mediana por grupo económico



Fuente: Finaeon, Deutsche Bank. Nota: hasta 2024.

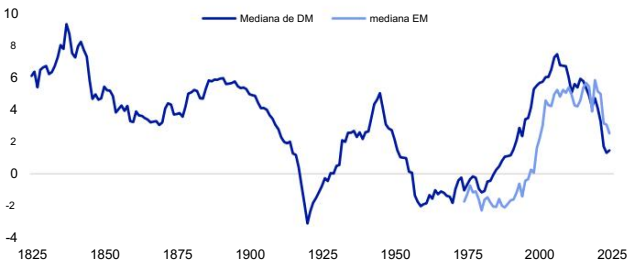
Los mayores rendimientos en los mercados emergentes durante los últimos años han permitido que la rentabilidad nominal de los bonos a 25 años se mantenga muy por encima de la de los mercados desarrollados. Sin embargo, una vez ajustada por la inflación, la diferencia se reduce significativamente, aunque los bonos de mercados emergentes conservan una ligera ventaja en términos reales.

Figura 25: Rentabilidad total nominal global móvil a 25 años de los bonos (%), mediana por grupo económico



Fuente: Finaeon, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank.

Figura 26: Rentabilidad total real global móvil a 25 años de los bonos (%), mediana por grupo económico



Fuente: Finaeon, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank.

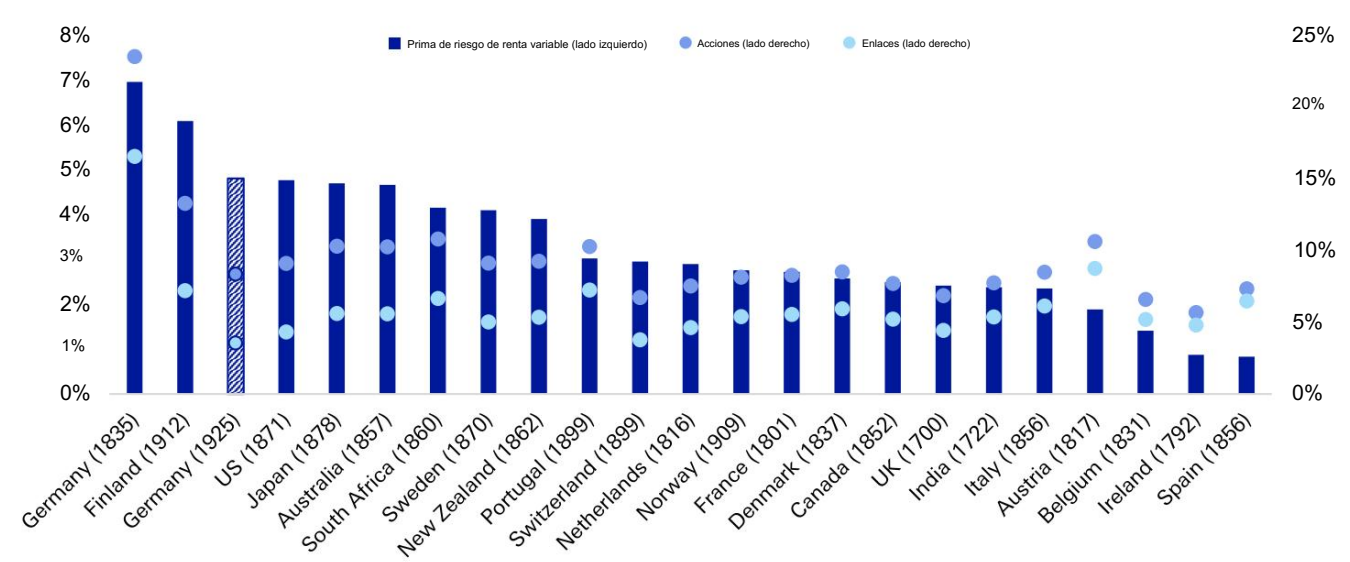


Primas de riesgo de renta variable y correlaciones

A continuación, analizamos la prima de riesgo de renta variable a largo plazo en los 22 países para los que disponemos de más de un siglo de datos continuos sobre bonos y acciones. [Figura 27](#)

Los datos muestran que la prima de riesgo de renta variable anualizada promedio en este grupo es del 3,2%, con un rango que va desde el 7,0% para Alemania (desde 1835) hasta alrededor del 0,8% para España. La elevada cifra de Alemania refleja el impacto de la hiperinflación de principios de la década de 1920, que prácticamente aniquiló a los tenedores de bonos durante ese período, por lo que se trata de una cifra ligeramente artificial. Al reiniciar la serie en 1925, los resultados de Alemania se ajustan mejor a las normas globales, si bien la destrucción del capital de bonos durante la Segunda Guerra Mundial aún la sitúa en el extremo superior del gráfico. Estados Unidos ocupa el tercer lugar, con una prima de riesgo de renta variable del 4,8%, lo que subraya su posición consolidada como uno de los mercados más fiables para obtener un rendimiento superior de la renta variable a largo plazo en comparación con los bonos.

Figura 27: Prima de riesgo de renta variable por país: la diferencia entre las tasas de crecimiento anual compuesto (CAGR) nominales de acciones y bonos desde que se inician los datos para ambos.



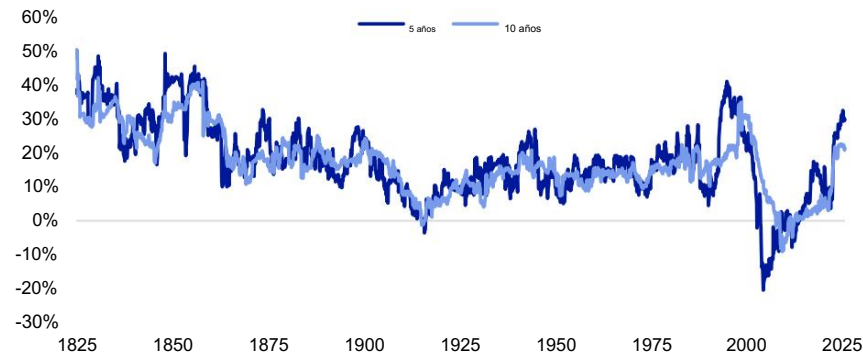
Fuente: Finaeon, Deutsche Bank. Nota: Alemania se incluye dos veces para tener en cuenta el periodo posterior a la hiperinflación.

Si analizamos la relación histórica entre acciones y bonos, ambas clases de activos generalmente se han movido en la misma dirección. La principal excepción se produjo tras el estallido de la burbuja puntocom y durante la crisis financiera mundial, cuando el crecimiento global se debilitó y la inflación se mantuvo moderada. Durante ese período, las acciones tuvieron un rendimiento inferior al esperado, mientras que los bonos mostraron un buen desempeño, lo que generó episodios más frecuentes de correlación negativa entre ambos.

Más recientemente, sin embargo, la relación ha vuelto a su norma histórica de correlación positiva. El punto de inflexión fue el shock inflacionario posterior a la COVID-19, que desencadenó una fuerte venta masiva de bonos que también afectó a las acciones. Si bien esta correlación positiva puede haberse atenuado ligeramente en los últimos dos años — algo que no se aprecia completamente en un promedio móvil de 5 años —, la inflación estructuralmente más alta hace probable que bonos y acciones continúen moviéndose en paralelo con mayor frecuencia. En ese sentido, la era de las puntocom y la crisis financiera global, caracterizada por correlaciones negativas, parece haber sido la excepción, no la regla. De cara al futuro, los inversores deberían ser cautelosos al asumir que bonos y acciones actuarán como coberturas fiables entre sí.



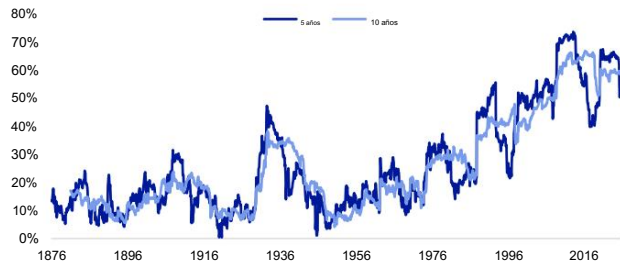
Figura 28: Correlación mediana entre acciones y bonos en las economías de nuestra muestra



Fuente: Finaeon, Deutsche Bank.

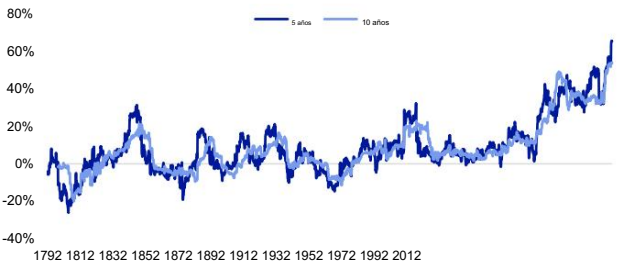
Al mismo tiempo, las correlaciones entre los mercados nacionales de renta variable y renta fija —en particular con Estados Unidos— han aumentado considerablemente en las últimas décadas. Con la profundización de la globalización, los mercados de todo el mundo comenzaron a moverse de forma más sincronizada que nunca en la historia moderna. Si la globalización se revirtiera de forma significativa, estas correlaciones podrían disminuir, pero por ahora la tendencia parece haberse estabilizado en niveles altos en lugar de estar a la baja.

Figura 29: Correlación mediana por pares con la rentabilidad de las acciones estadounidenses en las economías de nuestra muestra.



Fuente: Finaeon, Deutsche Bank.

Figura 30: Correlación mediana por pares con los rendimientos de los bonos estadounidenses en las economías de nuestra muestra.



Fuente: Finaeon, Deutsche Bank.

Una salvedad es que la valoración de las acciones estadounidenses se ha distanciado cada vez más del resto del mundo, impulsada principalmente por el auge de las acciones relacionadas con la IA. Esto contrasta con el año 2000, cuando la burbuja tecnológica impulsó los mercados a nivel mundial. Si las acciones tecnológicas estadounidenses experimentaran una corrección importante, sería instructivo observar si las correlaciones de las acciones globales con las estadounidenses se mantienen tan elevadas como en los últimos años.

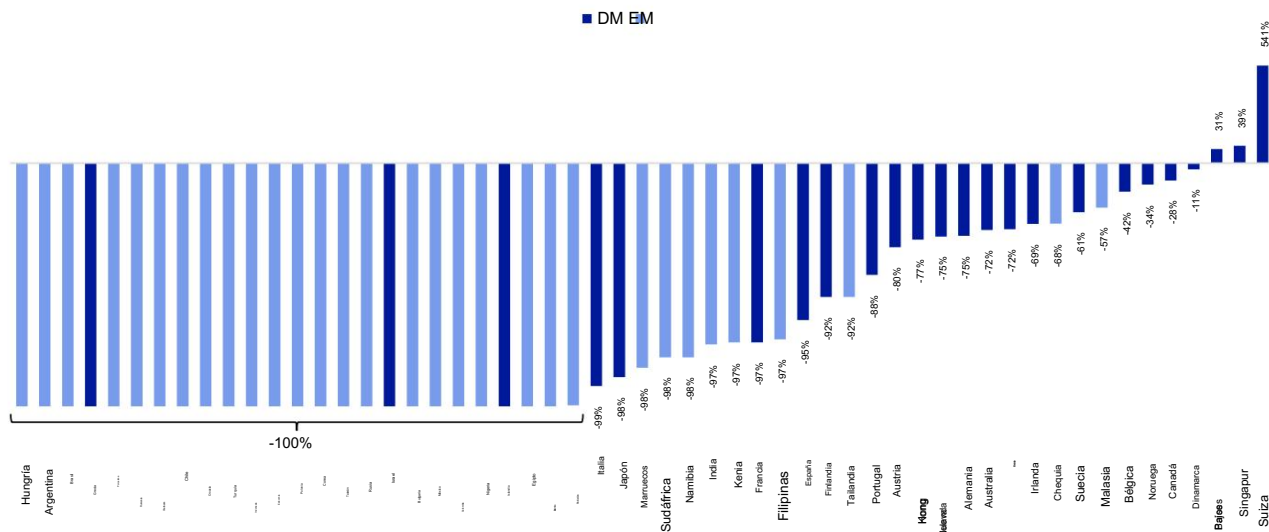
Cómo influyen las divisas en la rentabilidad

Hasta ahora, nuestro análisis se ha centrado en la rentabilidad en moneda local de cada economía. Históricamente, esto tenía sentido: la mayoría de los inversores se centraban en el mercado nacional. Sin embargo, en las últimas décadas, el auge de la globalización ha transformado el comportamiento inversor, y las carteras se basan cada vez más en referencias internacionales, aunque los mercados nacionales sigan siendo el pilar fundamental.

La figura 31 destaca la drástica depreciación que han sufrido las monedas frente al dólar estadounidense a largo plazo. De las 55 economías incluidas en nuestro conjunto de datos, solo tres —Suiza, Singapur y los Países Bajos— han experimentado una apreciación de sus monedas frente al dólar durante el último siglo. Muchas se han depreciado por completo.



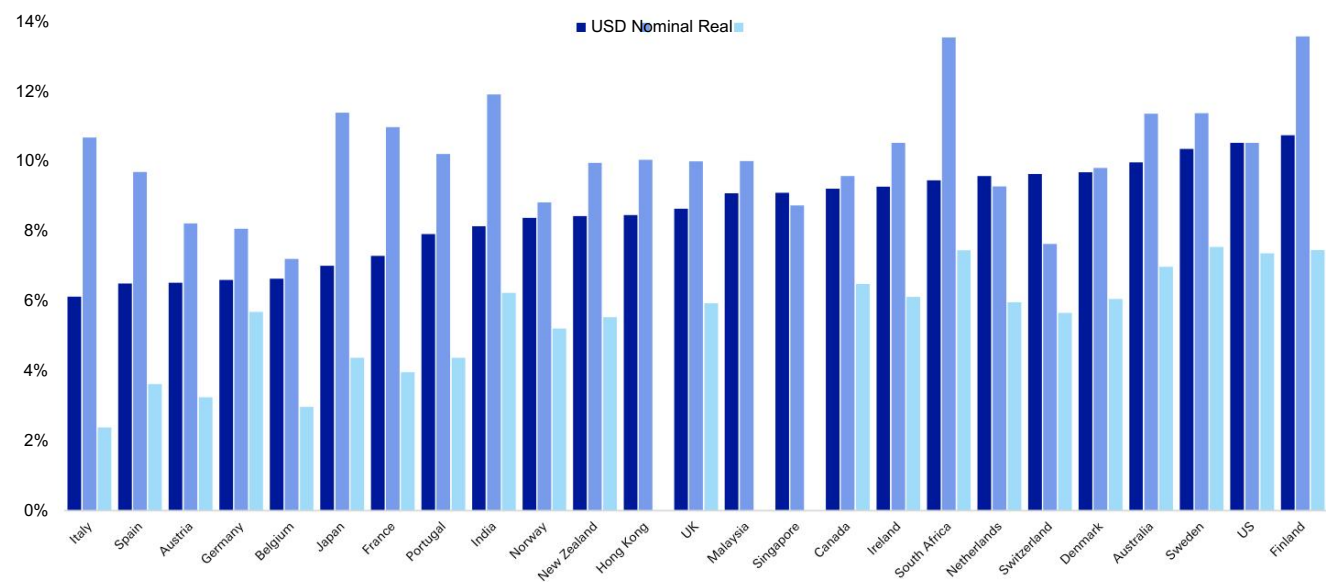
Figura 31: Rentabilidad de las divisas desde finales de 1924 frente al USD, escala logarítmica. Solo tres divisas han superado la rentabilidad del dólar estadounidense, mientras que 25 de las 55 han sufrido caídas superiores al -99%.



Por consiguiente, Estados Unidos ha sido un importante ganador relativo en términos cambiarios, lo que ha influido notablemente en la rentabilidad medida en dólares estadounidenses en lugar de en moneda local, como se muestra en [la Figura 32](#). Si bien las clasificaciones basadas en el USD son en general coherentes con las de términos reales, el efecto principal es que algunos de los países con alta rentabilidad nominal (en moneda local) muestran un desempeño real y ajustado al dólar considerablemente más débil. En casi todos los casos, una mayor inflación ha provocado una depreciación a largo plazo de esas monedas frente al dólar.



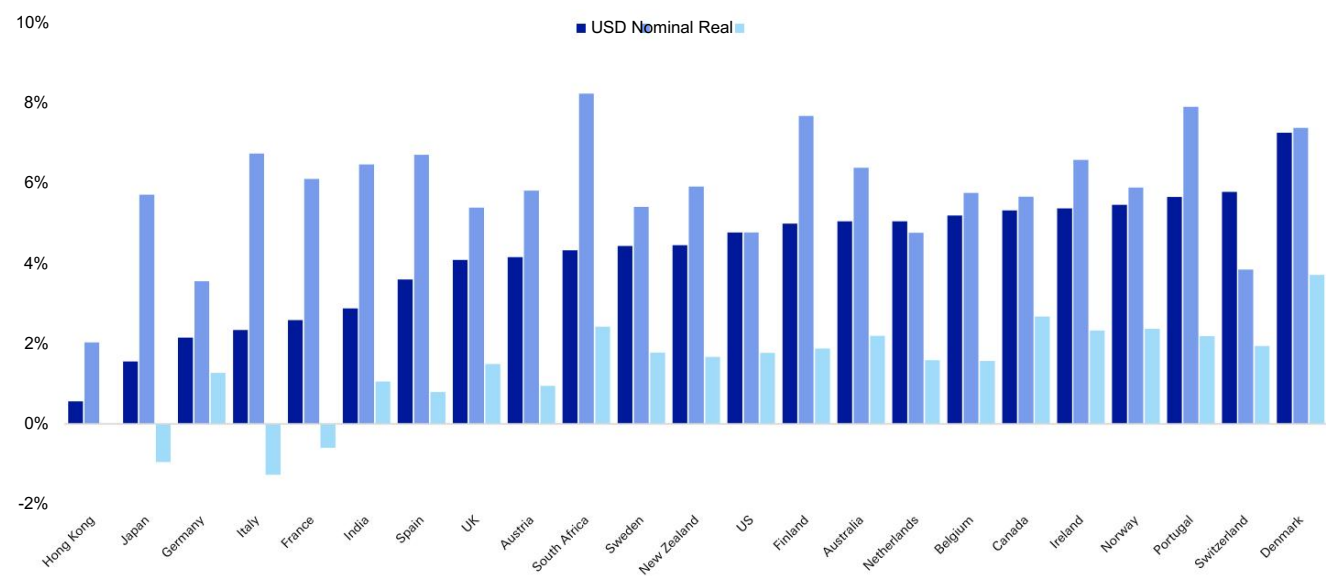
Figura 32: Rentabilidad total de los mercados bursátiles en las economías de nuestra muestra desde 1924 (pa)



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank.

En el caso de los bonos, la situación es similar. Al medirse en dólares estadounidenses, la rentabilidad del mercado de bonos se corresponde, en general, con su rentabilidad real equivalente durante el último siglo, siendo la inflación el factor diferenciador clave. Cabe destacar que los mercados de bonos japonés, italiano y francés han registrado rentabilidades reales negativas durante los últimos cien años, a pesar de haber obtenido algunas de las mayores rentabilidades nominales en moneda local durante el mismo período.

Figura 33: Rentabilidad total de los bonos en las economías de nuestra muestra desde 1924 (pa)



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank.

Tras examinar los patrones históricos del rendimiento macroeconómico y de los precios de los activos, la siguiente sección se centra en los factores que pueden ayudar a predecir la rentabilidad futura.



2. ¿Qué predice mejor el rendimiento a largo plazo?

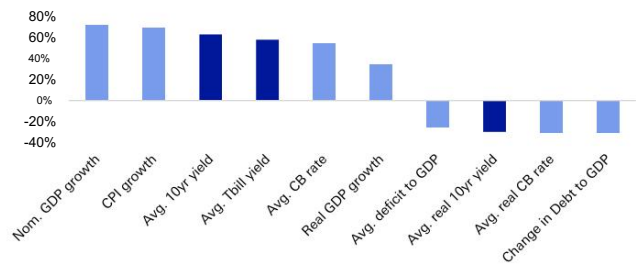
En esta sección, analizamos 56 economías con datos que se remontan a 300 años atrás para evaluar el desempeño de los mercados en relación con las condiciones económicas predominantes. Estas variables incluyen el PIB real y nominal, la inflación, la relación deuda pública/PIB y los déficits, así como los rendimientos reales y nominales de los bonos del gobierno a 10 años y las tasas de las letras del Tesoro. Recopilamos los resultados para horizontes de 5 y 25 años con el fin de comparar los resultados de las inversiones a corto y largo plazo. En lugar de mostrar todos los gráficos, destacamos los hallazgos más relevantes.

Este análisis proporciona un marco para comprender los tipos de entornos macroeconómicos en los que históricamente las diferentes clases de activos han tenido el mejor —y el peor— desempeño, así como la magnitud de esos resultados.

En términos generales, [las figuras 34 a 41](#) ilustran qué variables han mostrado las correlaciones más fuertes con los rendimientos de acciones y bonos a 25 años, tanto nominales como reales. Estos resultados se basan en la mediana de las correlaciones a nivel económico entre economías con al menos 20 años de datos tanto para la rentabilidad de los activos como para el indicador correspondiente. Solo se incluyen las correlaciones superiores al 20 % en magnitud para horizontes de 5 años y al 25 % para horizontes de 25 años. Los gráficos de la izquierda muestran las correlaciones contemporáneas (dentro del período de rentabilidad), mientras que los de la derecha resaltan las correlaciones con los niveles al inicio del período de 25 años, lo que debería conferirles capacidad predictiva. Los valores negativos indican relaciones inversas.

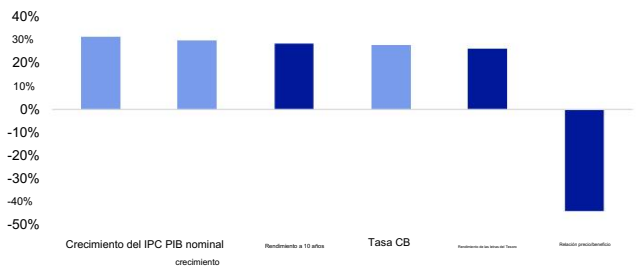
Nuestro análisis se centra en los resultados predictivos. Para la rentabilidad nominal de las acciones, las variables más asociadas con un mejor desempeño futuro a 25 años son ratios precio-beneficio (P/E) iniciales bajos y niveles iniciales altos de inflación del IPC, crecimiento del PIB nominal, rendimientos a 10 años, tipos de interés de política monetaria de los bancos centrales y rendimientos de las letras del Tesoro. En otras palabras, las valoraciones iniciales, la rentabilidad y los niveles de crecimiento son de suma importancia.

Figura 34: Correlación mediana entre indicadores seleccionados y rentabilidades nominales de acciones a 25 años en las economías de nuestra muestra. Datos económicos en azul claro.



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: solo para economías con más de 20 años de datos.

Figura 35: Correlación mediana entre indicadores seleccionados (al inicio del período) y rentabilidades nominales de las acciones a 25 años en las economías de nuestra muestra. Datos económicos en azul claro.



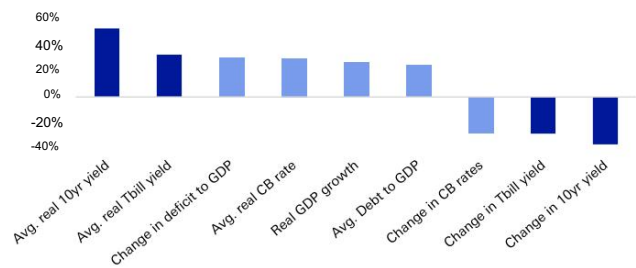
Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: solo para economías con más de 20 años de datos.

Cuando se trata de predecir la rentabilidad real a 25 años, los ratios P/E iniciales vuelven a destacar como uno de los indicadores adelantados más potentes.



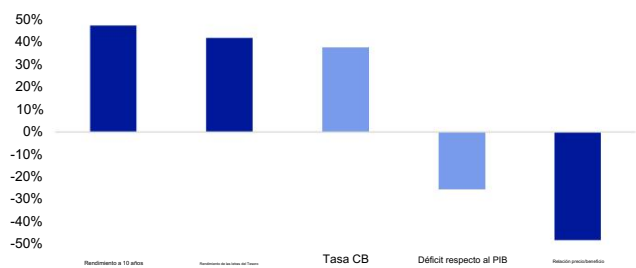
Curiosamente, los tipos de interés iniciales elevados y los altos rendimientos de los bonos también suelen preceder a mayores rentabilidades reales de la renta variable. Esto probablemente refleja su relación con menores valoraciones iniciales de las acciones, ya que las tasas de descuento más altas reducen los precios, lo que a su vez crea mejores puntos de entrada para los inversores a largo plazo. Además, los mayores déficits presupuestarios iniciales del gobierno muestran cierto poder predictivo para mayores rentabilidades reales futuras de la renta variable, posiblemente porque los mercados tienden a descontar las condiciones fiscales adversas por adelantado, lo que influye de nuevo en las valoraciones y el potencial de rentabilidad futura.

Figura 36: Correlación mediana entre indicadores seleccionados y rentabilidades bursátiles reales contemporáneas a 25 años en las economías de nuestra muestra. Datos económicos en azul claro.



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: solo para economías con más de 20 años de datos.

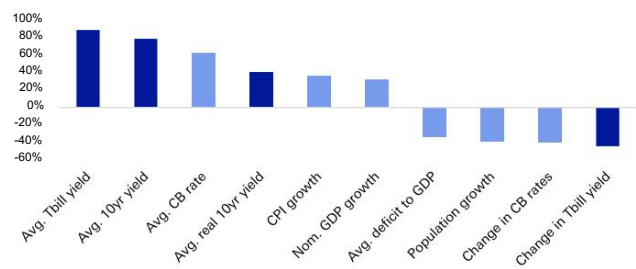
Figura 37: Correlación mediana entre indicadores seleccionados (al inicio del período) y la rentabilidad real de las acciones a 25 años en las economías de nuestra muestra. Datos económicos en azul claro.



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: solo para economías con más de 20 años de datos.

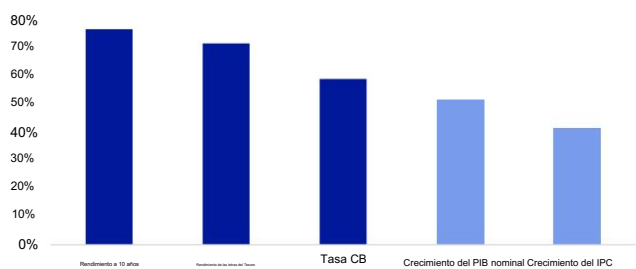
Para predecir la rentabilidad nominal futura de los bonos a 25 años, la relación es directa: cuando los rendimientos iniciales, los tipos de interés oficiales, el crecimiento del PIB nominal y la inflación son altos, la rentabilidad posterior tiende a ser mayor. Las correlaciones en este caso son, tanto intuitiva como estadísticamente, muy elevadas.

Figura 38: Correlación mediana entre indicadores seleccionados y la rentabilidad nominal de los bonos a 25 años en las economías de nuestra muestra. Datos económicos en azul claro.



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: solo para economías con más de 20 años de datos.

Figura 39: Correlación mediana entre indicadores seleccionados (al inicio del período) y la rentabilidad nominal a 25 años de los bonos en las economías de nuestra muestra. Datos económicos en azul claro.

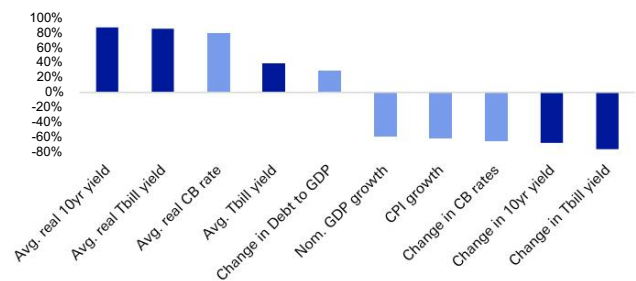


Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: solo para economías con más de 20 años de datos.

Para la rentabilidad real futura de los bonos a 25 años, la lógica es la misma. Los altos rendimientos y tipos de interés iniciales son los indicadores más fiables de una mayor rentabilidad real a largo plazo. El razonamiento es simple: al partir de rendimientos más altos, se dispone de mayores ingresos para compensar la inflación. Por el contrario, cuando los rendimientos parten de niveles excepcionalmente bajos, el margen para obtener rentabilidad real positiva es limitado, a menos que la inflación se vuelva negativa, lo cual no es sostenible ni políticamente aceptable en el mundo actual.

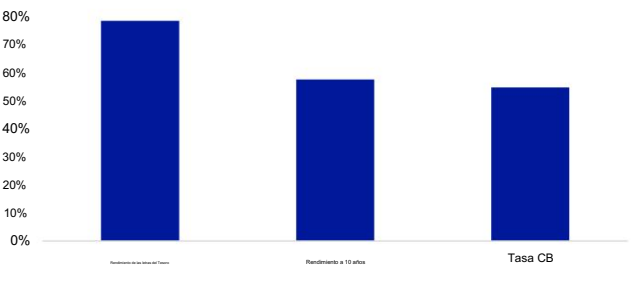


Figura 40: Correlación mediana entre indicadores seleccionados y la rentabilidad real de los bonos a 25 años en las economías de nuestra muestra. Datos económicos en azul claro.



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: solo para economías con más de 20 años de datos.

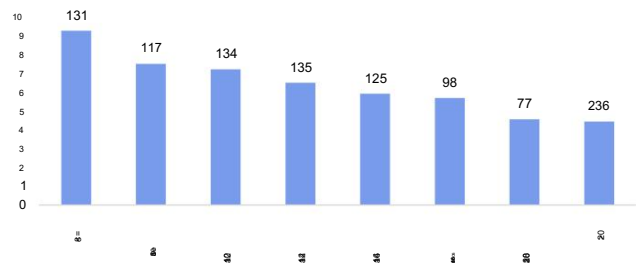
Figura 41: Correlación mediana entre indicadores seleccionados (al inicio del período) y rendimientos reales de bonos a 25 años en las economías de nuestra muestra.



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: solo para economías con más de 20 años de datos.

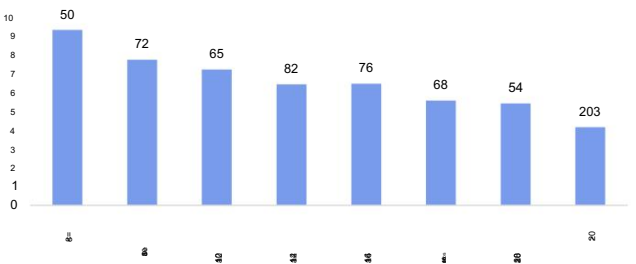
Las figuras 42 a 45 analizan la rentabilidad real global de las acciones a 25 años, agrupándolas según sus indicadores de valoración iniciales —específicamente, los ratios PER y CAPE— y, posteriormente, según la rentabilidad por dividendo inicial. Si bien este análisis es deliberadamente sencillo, refuerza una conclusión clave: el indicador más fiable del rendimiento a largo plazo de las acciones es, con diferencia, el ratio PER o CAPE inicial.

Figura 42: Rentabilidad total real mediana de las acciones a 25 años por rangos de ratio precio/beneficio inicial



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: las etiquetas de datos sobre cada columna indican el número de observaciones dentro de cada intervalo.

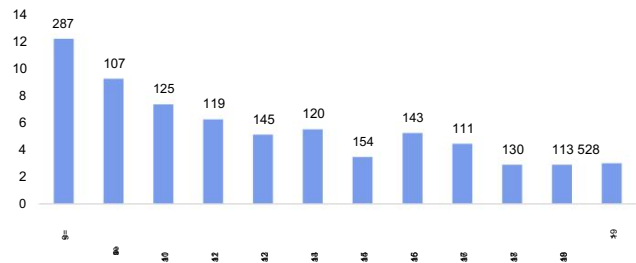
Figura 43: Rentabilidad total real mediana de las acciones a 25 años por rangos del ratio CAPE inicial



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: las etiquetas de datos sobre cada columna indican el número de observaciones dentro de cada intervalo.

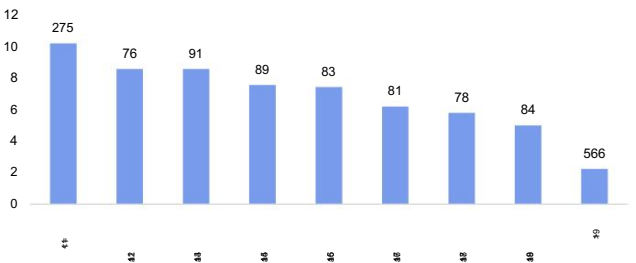
Incluso en períodos más cortos de 5 años, la relación entre las valoraciones iniciales y la rentabilidad real posterior del capital sigue siendo convincente.

Figura 44: Rentabilidad total real mediana de las acciones a 5 años por rangos de ratio precio/beneficio inicial



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: las etiquetas de datos sobre cada columna indican el número de observaciones dentro de cada intervalo.

Figura 45: Rentabilidad total real mediana de las acciones a 5 años por rangos del ratio CAPE inicial

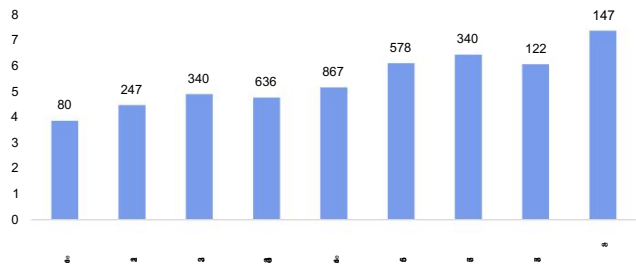


Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: las etiquetas de datos sobre cada columna indican el número de observaciones dentro de cada intervalo.



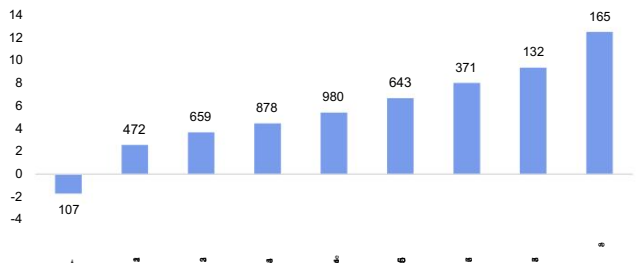
Nuestros datos sobre la relación precio-beneficio (P/E) y, en particular, sobre el ratio CAPE, son históricamente más limitados, ya que la información sobre beneficios solo estuvo disponible para muchos países a partir de la década de 1960. Antes de eso, dichos datos solo existían para un número reducido de mercados. Sin embargo, contamos con datos mucho más extensos sobre la rentabilidad por dividendo, con 31 economías que aportan más de un siglo de historial. Esto confirma la misma observación sobre la valoración: la rentabilidad real a 5 y 25 años está correlacionada positivamente con la rentabilidad por dividendo inicial.

Figura 46: Rentabilidad total real mediana de las acciones a 25 años por rangos de rentabilidad por dividendo inicial (%)



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: las etiquetas de datos sobre cada columna indican el número de observaciones dentro de cada intervalo.

Figura 47: Rentabilidad total real mediana de las acciones a 5 años por rangos de rentabilidad por dividendo inicial (%)

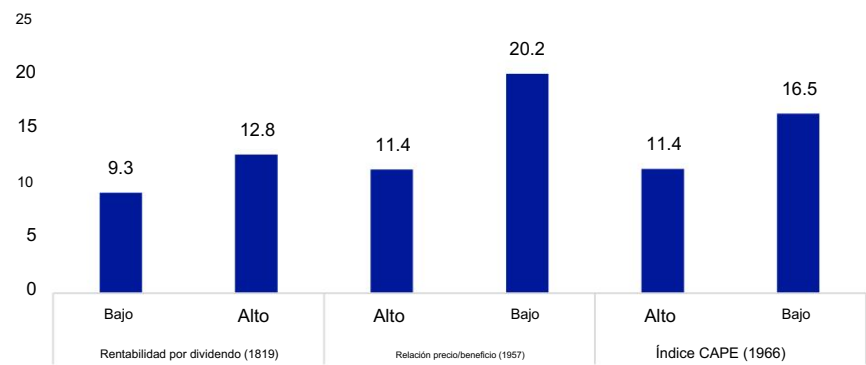


Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: las etiquetas de datos sobre cada columna indican el número de observaciones dentro de cada intervalo.

Para comprobar aún más la importancia de las valoraciones iniciales, la [Figura 48](#) compara el rendimiento de las acciones en economías con valoraciones altas (por encima de la mediana) y bajas (por debajo de la mediana), rebalanceadas anualmente y medidas en USD. Las carteras basadas en los ratios P/E y CAPE comienzan en 1957 y 1966, respectivamente, cuando se dispone de datos para al menos cuatro economías, y la cobertura se amplía rápidamente a partir de entonces.

El uso de datos sobre la rentabilidad de los dividendos permite que el análisis se remonte hasta 1819. Independientemente del indicador de valoración utilizado, las economías con valoraciones iniciales más bajas ofrecieron sistemáticamente rentabilidades de renta variable superiores a las de la mitad superior de la muestra. El mejor desempeño se observó en el ratio precio/beneficio (8,8%), seguido del ratio CAPE (5,1%) y la rentabilidad por dividendo (3,5%).

Figura 48: Rentabilidad media anual en USD de carteras de renta variable invertidas en economías con valoraciones superiores e inferiores a la mediana de la muestra, reequilibradas anualmente. Las valoraciones son importantes.



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank.

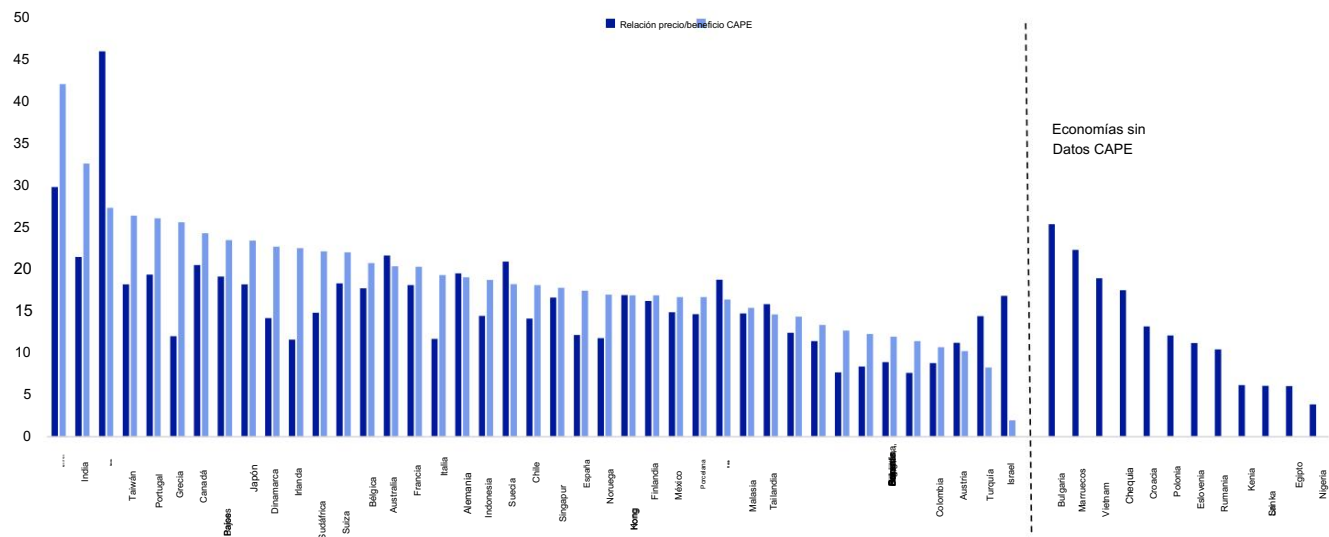
Dado que las valoraciones iniciales han demostrado ser sistemáticamente el mejor indicador de rentabilidad futura, conviene clasificar los mercados bursátiles globales según sus ratios CAPE y PER actuales, así como por la rentabilidad por dividendo. Si bien este enfoque es deliberadamente simple



—y cada economía tiene su propia historia estructural y cíclica— la historia sugiere que las carteras orientadas hacia mercados con mayores rendimientos de dividendos iniciales y menores múltiplos de ganancias tienden a ofrecer un mejor desempeño a largo plazo.

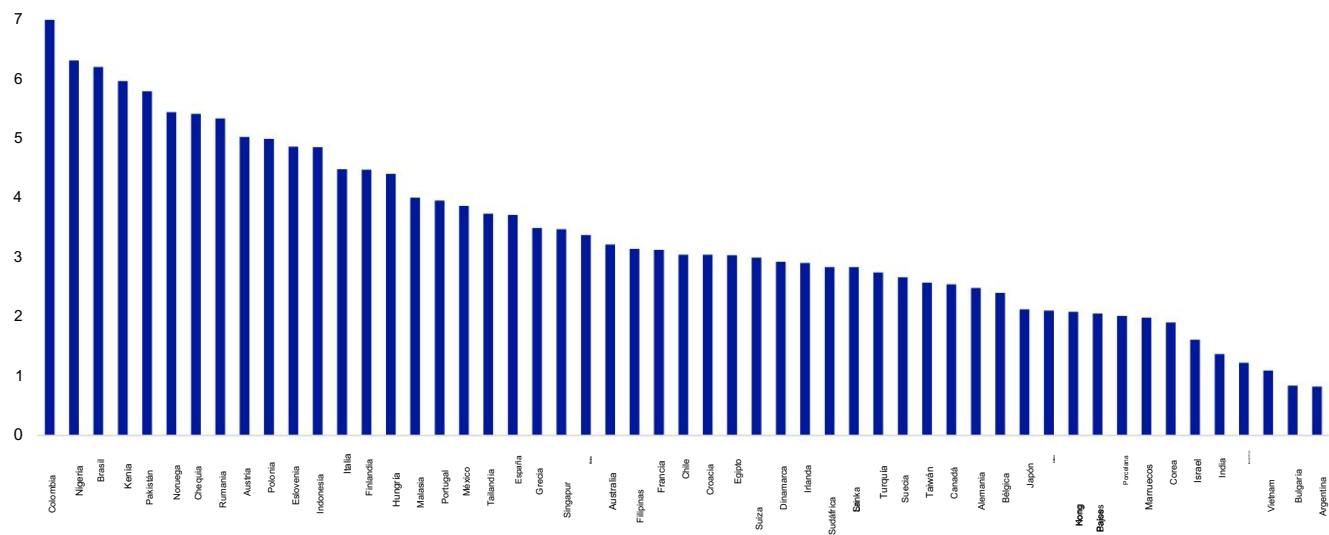
La figura 49 clasifica las economías según sus ratios CAPE, que utilizan los beneficios ajustados por inflación de los últimos 10 años, en lugar de los beneficios reales o previstos de los últimos 12 meses. Para los mercados donde no se dispone de datos CAPE, se utilizan los ratios P/E estándar.

Figura 49: Últimos ratios P/E y CAPE a 10 años en las economías de nuestra muestra.



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank.

Figura 50: Último rendimiento por dividendo (%) en las economías de nuestra muestra



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank.

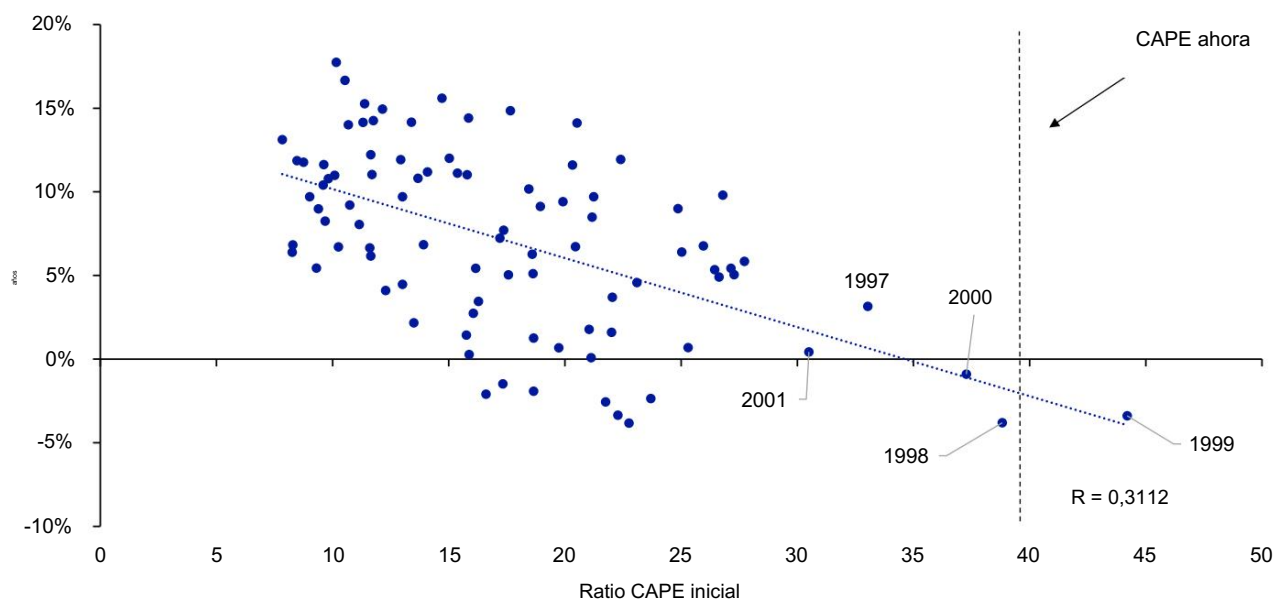
El tema tabú es Estados Unidos, que ha ofrecido fuertes rentabilidades recientemente a pesar de sus elevados ratios PER y CAPE y sus históricamente bajos rendimientos por dividendos.



Sin embargo, incluso en EE. UU., las valoraciones han seguido siendo importantes a largo plazo.

La única vez que los ratios CAPE actuales han sido superiores a los niveles actuales fue durante el período previo al estallido de la burbuja puntocom en 2000, y los rendimientos reales a 10 años posteriores a ese período fueron negativos.

Figura 51: Rentabilidad total real a 10 años del S&P 500 durante el último siglo según el ratio CAPE inicial.



Fuente: sitio web de Robert J. Shiller, Deutsche Bank. Nota: observaciones anuales desde 1925.

En los 25 años posteriores al año 2000, la renta variable estadounidense experimentó varias alzas significativas que se extendieron por varios años, pero su rentabilidad general fue notablemente inferior a sus promedios históricos a largo plazo. A pesar de mantenerse como uno de los mercados globales con mejor desempeño, la rentabilidad del mercado de renta variable estadounidense durante el último cuarto de siglo se ha quedado rezagada con respecto a la de décadas anteriores.

La rentabilidad por dividendo añade otra dimensión a este panorama. La rentabilidad en EE. UU. se encuentra entre las más bajas del mundo y ha disminuido aún más en las últimas dos o tres décadas, a medida que la recompra de acciones ha ido sustituyendo a los dividendos como método principal de devolución de capital a los accionistas. Si bien esto reduce la relevancia de las métricas de valoración basadas en dividendos en EE. UU., siguen siendo un indicador significativo en la mayoría de los demás mercados, donde los dividendos continúan siendo el principal canal de distribución.

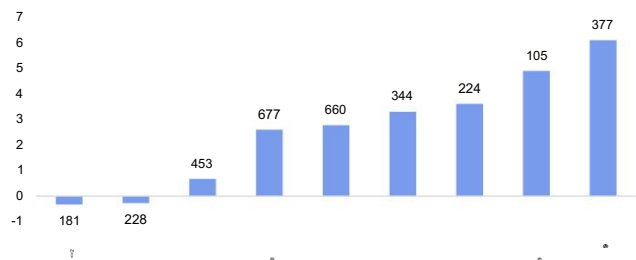
Aunque la renta variable estadounidense volviera a desafiar la gravedad de las valoraciones en medio del optimismo actual impulsado por la IA, la evidencia acumulada a lo largo de los siglos y en diversas economías sigue siendo clara: las valoraciones importan. Históricamente, una cartera diversificada con mayor exposición a mercados con valoraciones más bajas ha generado rentabilidades a largo plazo más sólidas y consistentes.

En cuanto a los bonos, la Figura 52 destaca un patrón histórico sorprendente: la rentabilidad real mediana de los bonos a 25 años se ha mantenido cercana a cero cuando los tipos de interés nominales han comenzado por debajo del 4%. La rentabilidad solo se vuelve significativamente positiva una vez que los tipos de interés superan ese umbral; una comparación que invita a la reflexión, dado que el tipo de interés del BCE se sitúa actualmente cerca del 2%, mientras que el de la Reserva Federal ronda el 4% y se espera que disminuya aún más este año.



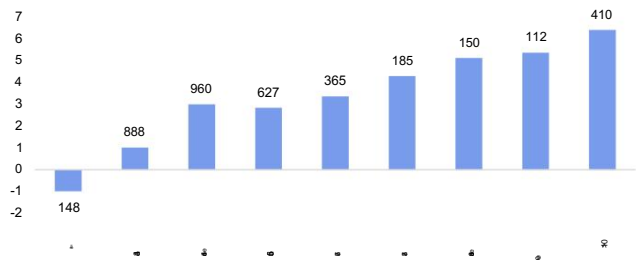
De igual modo, al analizar la rentabilidad inicial a 10 años, la historia demuestra que las rentabilidades inferiores al 3% suelen conllevar rentabilidades reales negativas a 25 años, con rendimientos inferiores al 1% cuando las rentabilidades se sitúan entre el 3% y el 4%. A modo de referencia, la mayoría de los bonos soberanos de la zona euro cotizan actualmente entre el 2,5% y el 3,5%.

Figura 52: Rentabilidad total real mediana de los bonos a 25 años por tramos de tasa nominal inicial del banco central (%). En toda nuestra muestra global.



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: las etiquetas de datos sobre cada columna indican el número de observaciones dentro de cada intervalo.

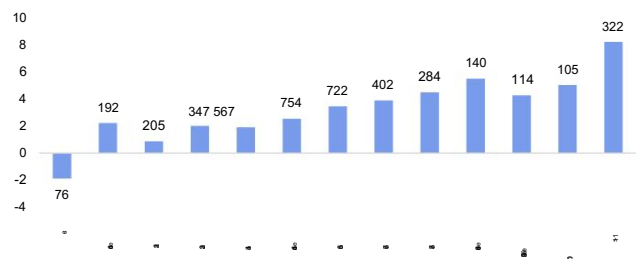
Figura 53: Rentabilidad total real mediana de los bonos a 25 años por tramos de rendimiento nominal inicial a 10 años (%). En toda nuestra muestra global.



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: las etiquetas de datos sobre cada columna indican el número de observaciones dentro de cada intervalo.

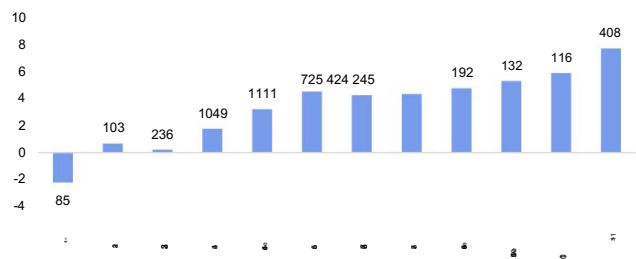
La rentabilidad real a 5 años de los bonos, con las mismas variables de partida, muestra una tendencia muy similar, aunque con un poco más de variabilidad.

Figura 54: Rentabilidad total real mediana de los bonos a 5 años por tramos de tasa nominal inicial del banco central (%). En toda nuestra muestra global.



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: las etiquetas de datos sobre cada columna indican el número de observaciones dentro de cada intervalo.

Figura 55: Rentabilidad total real mediana de los bonos a 5 años por tramos de rendimiento nominal inicial a 10 años (%). En toda nuestra muestra global.

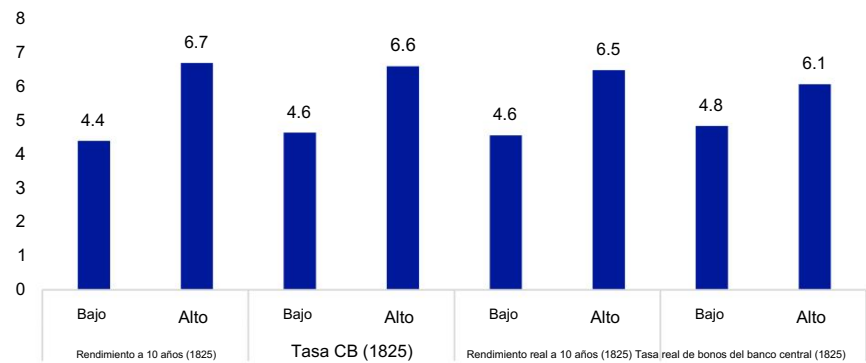


Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: las etiquetas de datos sobre cada columna indican el número de observaciones dentro de cada intervalo.

De forma similar a nuestro análisis con acciones para comprobar que las valoraciones iniciales también influyen en los bonos, la Figura 56 compara el rendimiento de los bonos gubernamentales en economías con rendimientos altos (por encima de la mediana) y bajos (por debajo de la mediana), rebalanceados anualmente y convertidos a USD. Como es lógico, los altos rendimientos iniciales han impulsado mayores rentabilidades. Asimismo, los tipos de interés iniciales más elevados de los bancos centrales también han favorecido mayores rentabilidades de los bonos.



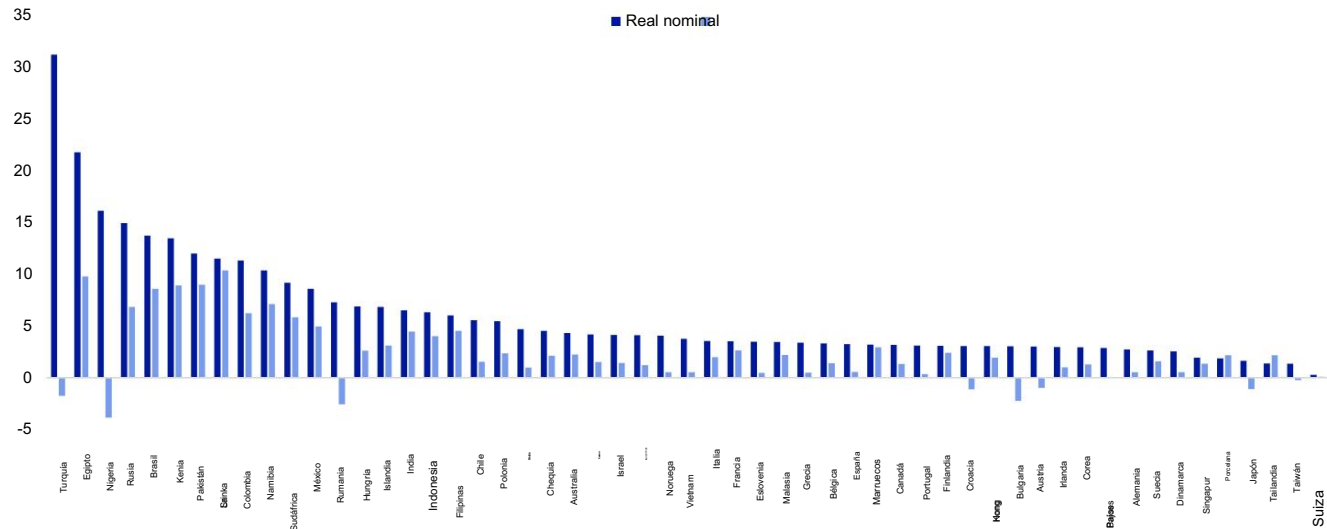
Figura 56: Rentabilidad media anual en USD de carteras de bonos gubernamentales invertidas en economías con rendimientos superiores e inferiores a la mediana de la muestra, reequilibradas anualmente.
Las valoraciones vuelven a ser importantes.



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank.

Para relacionar este análisis con las valoraciones actuales, clasificamos los mercados de bonos según sus rendimientos nominales vigentes e incluimos una medida de rendimiento real correspondiente, calculada utilizando las tasas de inflación al contado actuales.

Figura 57: Niveles de rendimiento actuales a 10 años en las economías de nuestra muestra (%). Todos los bonos en moneda local.



Fuente: Finaeon, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank.

La principal conclusión de esta sección es que las valoraciones iniciales son importantes. Puede haber razones válidas para comprar activos caros, pero la historia demuestra que orientar una cartera hacia mercados con precios inferiores a la media ha sido la forma más eficaz de obtener mayores rentabilidades a largo plazo.



3. Cómo comparar bonos y acciones

Al comparar las valoraciones de bonos y acciones en distintas economías, [las figuras 58 y 59](#) presentan la rentabilidad por dividendo de las acciones frente a la de los bonos del Estado, basándose tanto en el ratio precio/beneficio (P/E) como en el ratio CAPE. El análisis incluye economías con datos anteriores a la década de 1990, lo que introduce un sesgo hacia los mercados desarrollados, pero ayuda a evitar valores extremos. La medida de valoración utilizada es la diferencia entre el inverso del ratio CAPE (o P/E) y la rentabilidad del bono del Estado a 10 años.

Lamentablemente, los datos sobre ganancias para un amplio conjunto de países solo están disponibles a partir de la década de 1960, lo que limita el alcance histórico. Sin embargo, las tendencias de las últimas décadas siguen siendo claras y ofrecen un contexto útil para las valoraciones actuales.

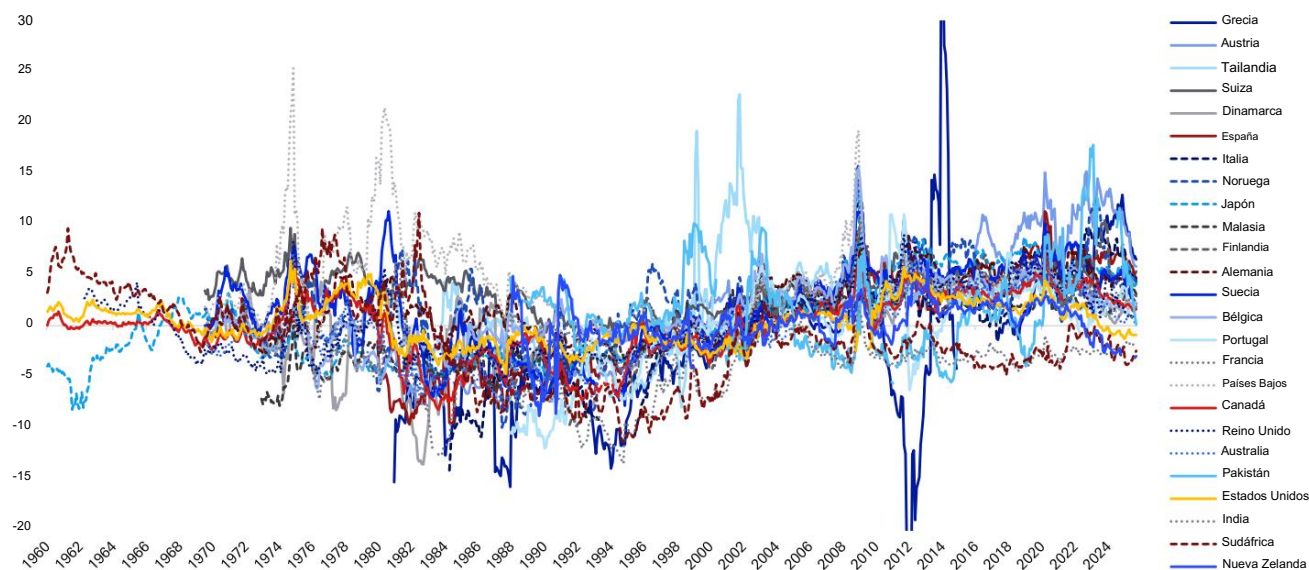
En la década de 1970, las valoraciones de las acciones variaron notablemente entre las distintas economías, pero en general las acciones ofrecieron un rendimiento mayor que los bonos, particularmente hacia finales de la década. Durante gran parte de las décadas de 1980 y 1990, los bonos eran relativamente baratos en comparación con las acciones, y los mercados internacionales se correlacionaron cada vez más. Tras las caídas del mercado bursátil posteriores al año 2000, las correlaciones se mantuvieron estrechas, pero las acciones se abarataron notablemente con respecto a los bonos. Esta diferencia de valoración ha persistido, si bien el buen desempeño reciente de las acciones y la marcada normalización de los rendimientos de los bonos han comenzado a reducirla. A pesar de ello, las acciones siguen pareciendo, en promedio, más atractivas en comparación con su historial. Estados Unidos constituye una notable excepción, ya que sus acciones actualmente parecen caras en relación con los bonos. Si bien muchos podrían justificar esta situación argumentando el sólido desempeño a largo plazo de las acciones estadounidenses, junto con la esperanza depositada en la IA, no cabe duda de que las valoraciones actuales son elevadas tanto en términos históricos como económicos.

en comparación con otras economías.

India y Sudáfrica también presentan mercados de renta variable caros en comparación con los bonos, si bien su condición de mercados emergentes tiende a sesgar este análisis debido a la mayor rentabilidad estructural de sus bonos. Los elevados ratios CAPE y PER de India también son notables, pero debe tenerse en cuenta su rápido crecimiento y su potencial para convertirse en la mayor economía del mundo en las próximas décadas. Este tipo de análisis de valoración es más adecuado para economías desarrolladas consolidadas.

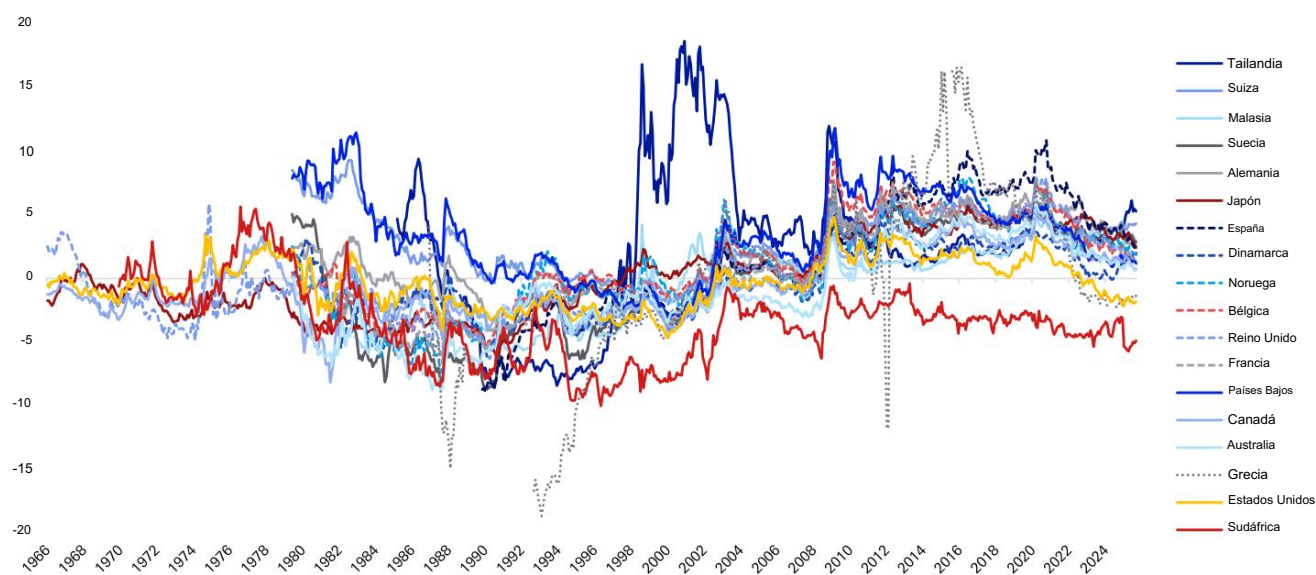


Figura 58: Diferencial entre el ratio precio/beneficio (P/E) y la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años (pp). La leyenda muestra los valores ordenados de mayor a menor diferencial actual.



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank.

Figura 59: Diferencial entre el rendimiento del CAPE y el rendimiento del bono del gobierno a 10 años (pp). La leyenda muestra los diferenciales ordenados de mayor a menor.



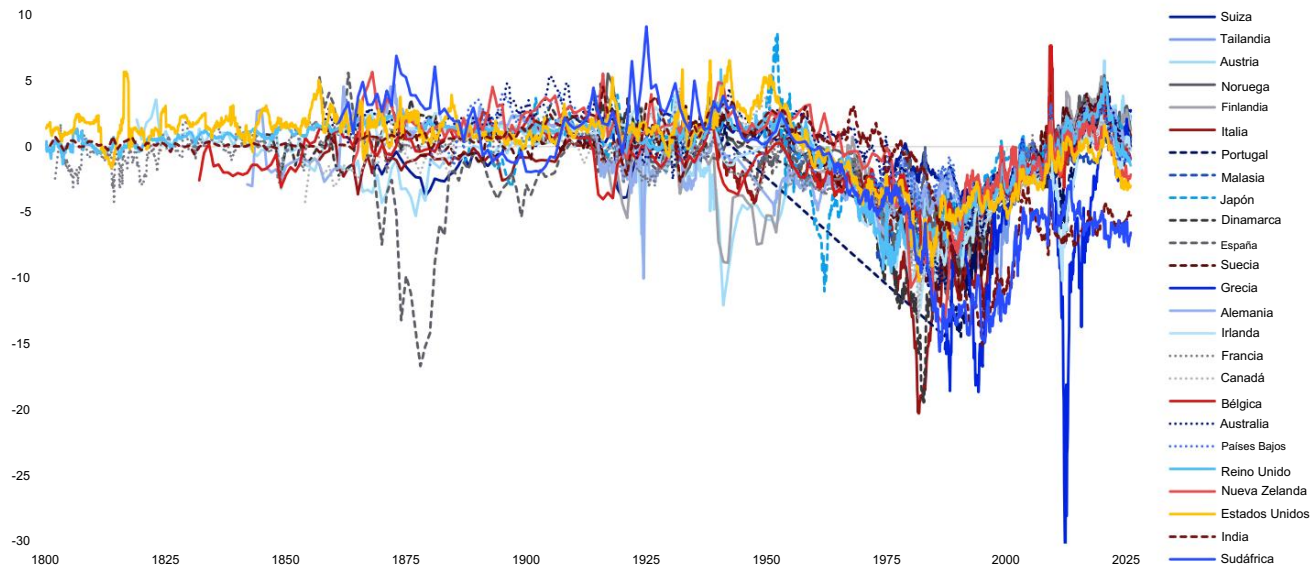
Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank.

Una comparación a largo plazo de la rentabilidad de los bonos del gobierno a 10 años y la rentabilidad por dividendo muestra que las acciones se valoran actualmente de forma similar a los bonos, como era habitual en la primera mitad del siglo XX. A medida que la rentabilidad de los bonos aumentó a partir de la década de 1960 y la de los dividendos disminuyó, la relación se invirtió en la segunda mitad del siglo. En los últimos 15-20 años, la rentabilidad por dividendo de las acciones ha vuelto a superar la de los bonos, si bien el buen desempeño de las acciones y el mal desempeño de los bonos en los últimos cinco años han revertido parcialmente esta tendencia. Hoy en día, aproximadamente la mitad de la muestra muestra una rentabilidad por dividendo superior a la de los bonos, con una diferencia mediana cercana a cero.



Una vez más, Sudáfrica, India y Estados Unidos destacan por presentar mercados de renta variable caros según este criterio. Si bien existen limitaciones en los mercados emergentes, en Estados Unidos la creciente frecuencia de recompras de acciones ha disminuido la relevancia de la rentabilidad por dividendo como medida de valoración. Aun así, las acciones estadounidenses siguen considerándose caras en comparación con sus homólogas internacionales.

Figura 60: Diferencial entre la rentabilidad por dividendo y la rentabilidad del bono a 10 años (pp). La leyenda ordena los diferenciales de mayor a menor.



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank.

Las figuras 61 a 63 muestran las medianas de los gráficos de valoración de bonos versus acciones anteriores, lo que nos permite ver los cambios globales generales en las valoraciones a lo largo del tiempo entre ambos.

Figura 61: Diferencia mediana entre el rendimiento del PER y el rendimiento del bono a 10 años (pp)



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank.

Figura 62: Diferencia mediana entre el rendimiento del CAPE y el rendimiento del bono a 10 años (pp)



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank.

Figura 63: Diferencia mediana entre la rentabilidad por dividendo y la rentabilidad del bono a 10 años (pp)



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank.

En general, este análisis preliminar sugiere que las acciones siguen estando más baratas que los bonos si se analiza desde una perspectiva histórica. Sin embargo, los últimos cinco años han corregido en cierta medida la extrema infravaloración de las acciones, impulsada por un fuerte repunte bursátil y el peor quinquenio registrado para los bonos globales.

Si las acciones están actualmente relativamente baratas y ofrecen una rentabilidad superior, ¿para qué molestarse con los bonos?

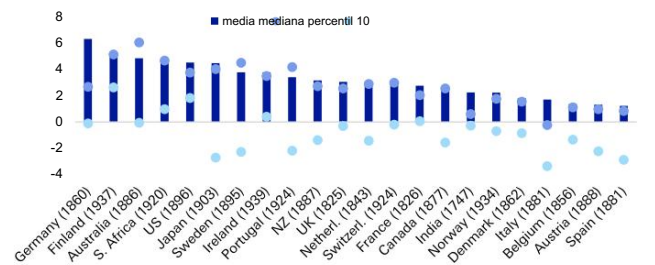
La prima de riesgo de la renta variable (ERP) se ha mantenido positiva en todas las economías con más de un siglo de datos, como se muestra en la Figura 27. Por lo tanto, la gente podría ser



Es comprensible que uno se pregunte por qué los inversores a largo plazo deberían interesarse en los bonos del Estado. Sin embargo, como se verá en el análisis del próximo capítulo, las acciones no siempre han superado a los bonos del Estado, incluso en horizontes temporales tan amplios como los de 25 años. Los bonos han tenido un mejor desempeño en el 22 % de los casos. Este bajo rendimiento ha sido especialmente evidente tras periodos de elevadas valoraciones iniciales de las acciones.

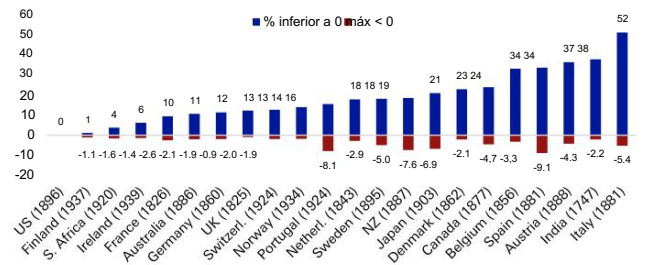
Estados Unidos destaca entre las economías con datos históricos extensos: las acciones nunca han tenido un rendimiento inferior al de los bonos en ningún período móvil de 25 años. En contraste, esta no ha sido la experiencia en la mayoría de los demás mercados. En el otro extremo, el 52 % de las cohortes de 25 años formadas en Italia desde 1881 han visto que las acciones tienen un rendimiento inferior al de los bonos. Si bien la rentabilidad esperada promedio en períodos móviles de 25 años ha sido típicamente de al menos un 2 % anual (véase la figura 64), la mediana en nuestra muestra a largo plazo ha sido menor, con las acciones teniendo un rendimiento inferior al de los bonos en aproximadamente uno de cada cinco períodos de 25 años (figura 65).

Figura 64: Diferencia móvil a 25 años entre la rentabilidad real de acciones y bonos (%). El percentil 10 ayuda a identificar las economías donde las acciones han tenido un rendimiento muy inferior al de los bonos durante largos períodos.



Fuente: Finaeon, Deutsche Bank. Nota: los datos para Alemania excluyen el período 1921-1924.

Figura 65: Diferencia acumulada a 25 años entre la rentabilidad real de acciones y bonos (%). Las barras azules muestran el porcentaje de cohortes de 25 años en las que los bonos superan a las acciones. El rojo representa el máximo rendimiento inferior anual.

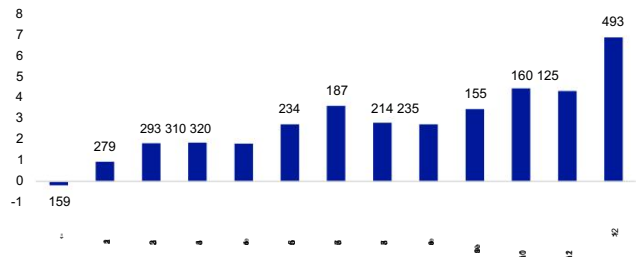


Fuente: Finaeon, Deutsche Bank. Nota: los datos para Alemania excluyen el período 1921-1924.

Históricamente, el mejor desempeño de las acciones frente a los bonos, dividido por el PIB nominal y real subyacente promedio durante períodos de 25 años, se puede observar en las Figuras 66 y 67. Como era de esperar, el mejor desempeño de la renta variable frente a los bonos tiende a ser mayor cuando el crecimiento del PIB nominal o real es más elevado. De cara al futuro, si se prevé que el crecimiento del PIB nominal y real en los mercados desarrollados tendrá dificultades para superar el 4 % y el 1,5 %, respectivamente, entonces lograr una prima de riesgo de renta variable superior al 2 % se presenta como un reto. —aunque las valoraciones iniciales también deben considerarse como un elemento importante en este análisis.

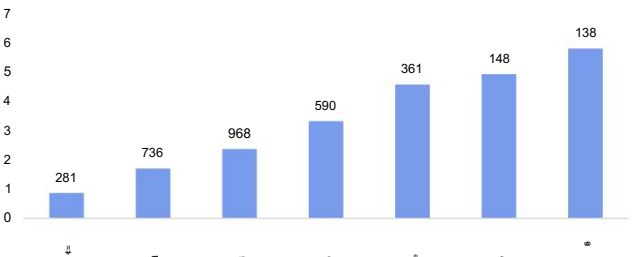


Figura 66: Diferencia mediana a 25 años entre la rentabilidad total de acciones y bonos por tramos de rentabilidad nominal contemporánea
Crecimiento del PIB (%)



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank.

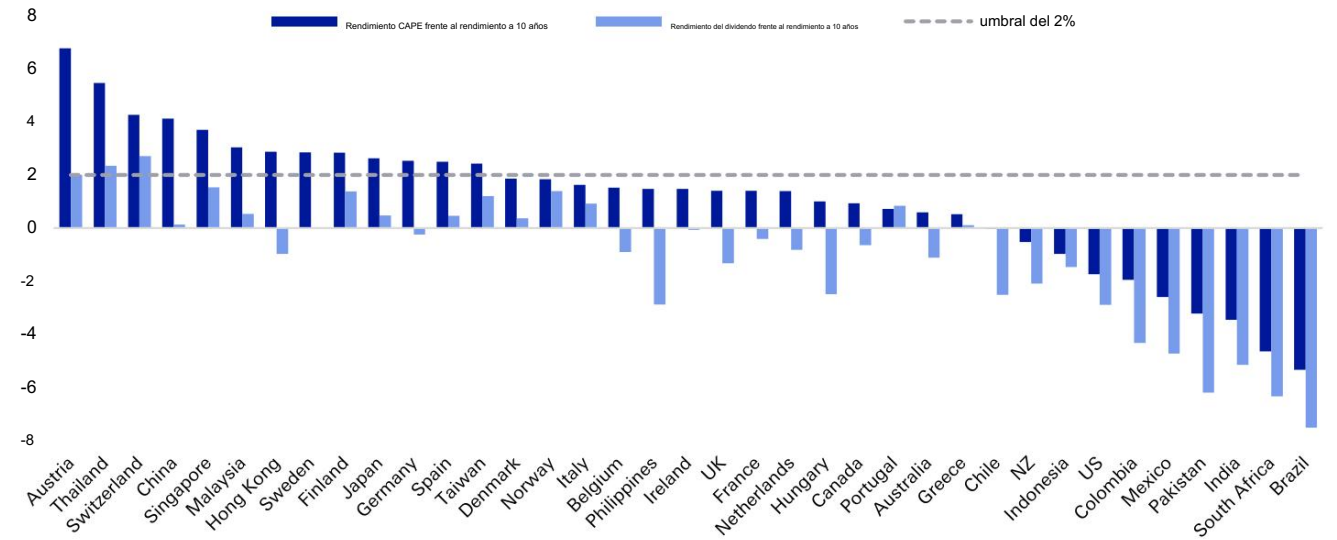
Figura 67: Diferencia mediana a 25 años entre la rentabilidad total de acciones y bonos por tramos de renta real contemporánea
Crecimiento del PIB (%)



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank.

A continuación, analizamos la diferencia entre el rendimiento del CAPE (1/CAPE) y el rendimiento actual a 10 años en las economías de nuestra muestra. Excluimos a Turquía y Egipto, donde los rendimientos superan actualmente el 20%. De las 37 restantes, 13 presentan rendimientos de renta variable CAPE superiores en más de 2 puntos porcentuales a los de los bonos, y en el extremo opuesto, 10 tienen un rendimiento CAPE inferior al de los bonos. Esto incluye a EE. UU., donde se prevé un alto crecimiento futuro de las ganancias, lo que permite que las valoraciones sean elevadas por el momento. En cuanto a la rentabilidad por dividendo, 21 empresas se encuentran por debajo de la rentabilidad de los bonos a 10 años. Si bien se espera que los dividendos aumenten con el tiempo debido a la inflación, esto no descarta un buen desempeño de las acciones, pero sí evidencia posibles problemas de valoración.

Figura 68: Diferencia entre la rentabilidad actual de las acciones y la rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años (%)



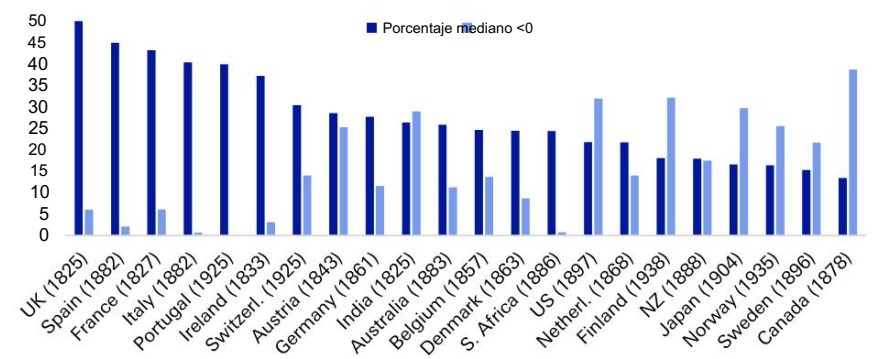
Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank.

Este ejercicio pone de relieve por qué los bonos siguen teniendo valor en muchas economías, incluso si a largo plazo las acciones normalmente tienen un mejor rendimiento.

También mostramos anteriormente que las probabilidades de pérdida 60/40 son menores que para las acciones solas en la mayoría de los horizontes temporales, aunque las correlaciones entre ambas son positivas en todas las economías de nuestro estudio.



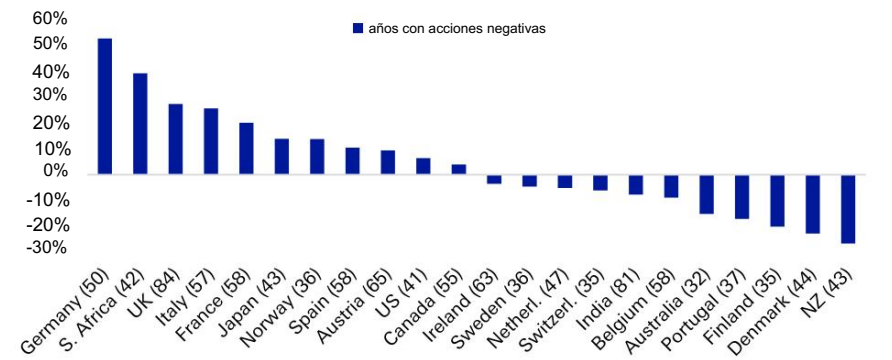
Figura 69: Correlaciones móviles de 25 años entre acciones y bonos desde 1800 con el porcentaje de cohortes en las que la correlación se volvió negativa.



Fuente: Finaeon, Deutsche Bank. Nota: los datos para Alemania excluyen el período 1921-1924.

Ahora analizamos cómo, en economías con al menos un siglo de datos, se han comportado los bonos en relación con las acciones durante los periodos de caídas del mercado bursátil, es decir, los momentos en que una correlación negativa sería más valiosa. La figura 70 muestra que, en 11 de las 22 economías estudiadas, los bonos presentaron una correlación negativa con las acciones durante los años de caída bursátil. Sin embargo, también se observaron casos de correlaciones positivas notablemente altas, particularmente en Alemania, Sudáfrica, el Reino Unido e Italia. En general, la renta fija ha mostrado un desempeño irregular como cobertura para las acciones en muchas de las principales economías.

Figura 70: Correlaciones condicionales entre acciones y bonos, número de años entre paréntesis.

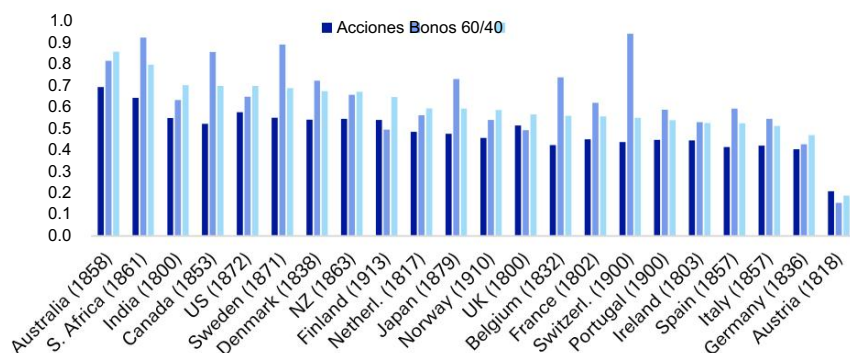


Fuente: Finaeon, Deutsche Bank. Nota: los datos para Alemania excluyen el período 1921-1924.

A pesar de ello, un hallazgo casi unánime en nuestra muestra es que los bonos han ofrecido rentabilidades superiores ajustadas al riesgo en comparación con las acciones a largo plazo, con Finlandia, el Reino Unido y Austria como principales excepciones. En términos más prácticos, la cartera tradicional 60/40 generó mejores ratios de riesgo-rentabilidad que las acciones en todas las economías, excepto en Austria. Este patrón se mantuvo incluso en mercados con correlaciones relativamente altas entre acciones y bonos, como el Reino Unido, donde la combinación 60/40 ofreció un perfil de riesgo-rentabilidad más favorable que cualquiera de las dos clases de activos por separado. En las economías donde la cartera 60/40 tuvo un rendimiento inferior al de los bonos en este aspecto, se debió a que los bonos en sí mismos mostraron un rendimiento ajustado al riesgo significativamente mayor que las acciones.



Figura 71: Ratio riesgo-rentabilidad (rentabilidad media anual en relación con la desviación estándar) desde 1800 o desde el inicio de los datos, ordenados por 60/40.



Fuente: Finaeon, Deutsche Bank. Nota: los datos para Alemania excluyen el período 1921-1924.

Si se prevé que el crecimiento del PIB nominal y real en las principales economías se mantenga en un rango bajo o medio en el futuro previsible, sigue habiendo argumentos sólidos a favor de los bonos —y, por extensión, de la cartera 60/40— incluso si los beneficios de la diversificación son menores que en la década pasada. Si bien las acciones siguen siendo esenciales para evitar caídas reales significativas, el contexto actual de una mayor normalización de los tipos de interés a 10 años ofrece perspectivas favorables.

Los rendimientos anuales y las valoraciones de renta variable relativamente elevadas en algunos mercados sugieren una menor probabilidad de una prima de riesgo de renta variable históricamente alta y, por lo tanto, una menor capacidad de las acciones por sí solas para impulsar un rendimiento sólido de la cartera. Por consiguiente, los bonos tienen cabida en una cartera equilibrada. De hecho, como muestran las figuras 1 y 2 al inicio de este documento, una cartera 60/40 reequilibrada periódicamente ha obtenido un rendimiento más cercano al de las acciones que un simple promedio ponderado de los rendimientos de acciones y bonos. Esto pone de relieve el valor de los bonos.

En conclusión, la inversión en bonos resulta más atractiva en un entorno de crecimiento del PIB real y nominal relativamente bajo. Los principales riesgos para esta perspectiva son un aumento repentino de la productividad... Lo más probable es que esté impulsado por la IA y/o una mayor inflación. Ambos escenarios favorecerían, en última instancia, una mayor asignación a acciones que a bonos, incluso si una mayor productividad pudiera beneficiar a ambas clases de activos, mientras que la inflación supondría un desafío mucho mayor para los bonos.

Instituciones como el FMI generalmente proyectan un bajo crecimiento del PIB nominal para los mercados desarrollados, asumiendo que la inflación volverá gradualmente a alrededor del 2%.

Sin embargo, la historia demuestra que en un mundo de monedas fiduciarias, las crisis —que ocurren con cierta regularidad— suelen afrontarse con políticas expansivas que a menudo dan lugar a episodios de inflación.

En general, si bien la historia sugiere una tendencia estructural hacia la inflación —que justifica una mayor asignación a acciones—, los inversores que se alinean con la visión oficial de un crecimiento moderado y una inflación estable pueden encontrar más apropiada una mayor ponderación en bonos gubernamentales.



4. ¿Qué tan arriesgado es invertir tu dinero?

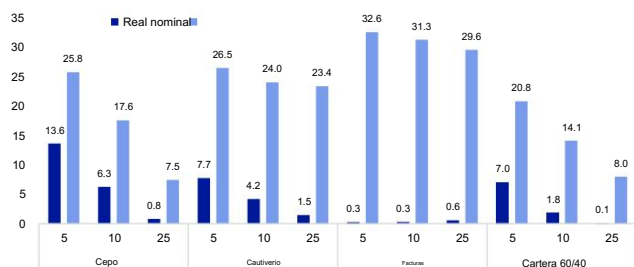
Nuestro análisis hasta la fecha demuestra que lograr un sólido rendimiento de las inversiones a medio y largo plazo requiere asumir riesgos. En un entorno inflacionista como el actual, paradójicamente, mantener efectivo puede resultar la opción mucho más arriesgada a largo plazo.

Dicho esto, pocos inversores operan realmente con horizontes de inversión indefinidos. Incluso para algo tan a largo plazo como una pensión, el plazo efectivo de inversión para la mayoría de las personas suele ser inferior a 40 años. Además del ahorro para la jubilación, los inversores a menudo persiguen otros objetivos financieros: comprar una vivienda, mantener a los hijos, financiar su educación o planificar acontecimientos importantes de la vida. Estos son objetivos a largo plazo, pero también exigen liquidez y flexibilidad, ya que el acceso al capital en momentos específicos sigue siendo fundamental.

La historia demuestra que incluso en mercados maduros como Estados Unidos y el Reino Unido, ha habido largos periodos, de hasta una década, durante los cuales la renta variable tuvo un rendimiento inferior al de los activos alternativos. En tales fases, un enfoque diversificado o más táctico —que incluyera la exposición a otras clases de activos o ajustes en el momento de la entrada o salida— podría haber generado mejores resultados. Los bonos también han experimentado episodios prolongados de bajos rendimientos reales, lo que subraya que ninguna clase de activo ofrece un rendimiento superior de forma consistente en todos los entornos.

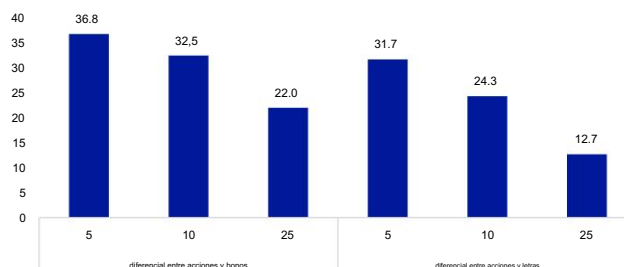
En este contexto, evaluamos las probabilidades de obtener un rendimiento superior al de los ahorros en efectivo (es decir, con rentabilidad nominal nula), la inflación y otras clases de activos importantes en diferentes horizontes de inversión. Las figuras 72 y 73 presentan las probabilidades de un rendimiento inferior en diversos activos y plazos, derivadas de la agregación de todos los episodios históricos en nuestro conjunto de datos.

Figura 72: Probabilidad de rentabilidad total negativa (nominal y real) en horizontes temporales de 5, 10 y 25 años en todas las economías y períodos de la muestra.



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: la disponibilidad de datos varía según las clases de activos y los tipos de rentabilidad.

Figura 73: Probabilidad de que las acciones tengan un rendimiento inferior al de los bonos y letras en horizontes temporales de 5, 10 y 25 años en todas las economías y períodos de la muestra.



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank. Nota: la disponibilidad de datos varía según las clases de activos y los tipos de rentabilidad.

Nuestro conjunto de datos global muestra que las acciones tienen solo un 0,8 % de probabilidad de tener un rendimiento inferior al del dinero guardado en casa (es decir, no generar rentabilidad) en un horizonte de 25 años. La mayoría de los casos se produjeron en Irlanda a principios y mediados del siglo XIX, durante la Gran Hambruna. Otros ejemplos incluyen Japón después de 1990, Kenia y Grecia en la década de 1990, Suecia en la década de 1910 y Suiza en la década de 1850. Rentabilidad nominal negativa a 25 años.

Por lo tanto, las rentabilidades anuales de las acciones son excepcionalmente raras y en gran medida idiosincrásicas.



En periodos más cortos, los resultados negativos son más frecuentes: el 13,6 % de las cohortes de 5 años han registrado pérdidas nominales en renta variable, un patrón observado en casi todos los mercados. Los indicadores más fiables son las elevadas valoraciones iniciales, en particular los ratios CAPE y PER altos, y las bajas rentabilidades por dividendo.

En términos reales (ajustados a la inflación), la probabilidad de un rendimiento inferior de las acciones en un plazo de 25 años aumenta al 7,5%, un porcentaje aún modesto pero significativo. Estados Unidos nunca ha registrado un período similar en sus 150 años de historia (según datos disponibles). La mayoría de los casos se produjeron en los mercados europeos y japoneses en torno a las Guerras Mundiales, lo que indica que fueron principalmente impulsados por eventos puntuales. En un plazo de 5 años, la probabilidad aumenta al 25,8%, o aproximadamente una probabilidad de una entre cuatro de que las acciones no superen la inflación.

En el caso de los bonos gubernamentales, la probabilidad de obtener un rendimiento inferior a la inflación es de aproximadamente el 25 % en horizontes de 5, 10 y 25 años, lo que refleja la naturaleza de ciclo largo de los mercados de bonos. Invertir en el momento equivocado del superciclo de renta fija puede conllevar largos periodos de bajos rendimientos reales, si bien aproximadamente tres cuartas partes de las cohortes han obtenido un rendimiento superior.

En comparación con el efectivo, los bonos gubernamentales han ofrecido mejores perspectivas, con probabilidades de bajo rendimiento del 7,7% en 5 años y del 1,5% en 25 años, ya que los ingresos por cupones compensan las pérdidas de capital con el tiempo.

Todos los rendimientos nominales negativos de los bonos a 25 años se produjeron en solo 6 de 56 economías, casi todas ellas en Alemania, España y los Países Bajos, principalmente vinculados a las Guerras Mundiales y, en el caso de Alemania, a la hiperinflación.

En el caso de rentabilidades nominales negativas de los bonos a 5 años (probabilidad del 7,7%), el patrón se centra nuevamente en los periodos de guerra y posguerra en Europa. Más recientemente, más de la mitad de las economías experimentaron pérdidas nominales a 5 años en cohortes formadas justo antes del repunte inflacionario de 2021-2023, mientras que pocas lo hicieron durante la década de 1970. La diferencia refleja los rendimientos iniciales y la protección de los cupones, factores clave para protegerse contra las pérdidas de capital.

Si bien el 66 % de las economías experimentaron pérdidas nominales en bonos con vencimiento a cinco años constituidos justo antes de 2020, los mercados emergentes fueron la excepción, beneficiándose de rendimientos iniciales más elevados. Esto pone de manifiesto que los niveles de rendimiento iniciales son un factor determinante crucial de la rentabilidad futura, capaz de compensar incluso fuertes caídas de precios.

La probabilidad de rendimientos reales negativos de los bonos durante 25 años es del 23,4%, y todas las economías de larga historia (21 en total) muestran al menos un caso, concentrado en torno a las Guerras Mundiales y la era de la represión financiera (1945-1980) que condujo al pico de inflación de la década de 1970.

Las letras muestran la menor probabilidad de un rendimiento nominal inferior —por debajo del 1% en todos los horizontes—, pero en términos reales tienen un rendimiento inferior aproximadamente entre el 30% y el 33% de las veces, por lo que no ofrecen una mayor probabilidad de evitar pérdidas que las acciones.

Tampoco está garantizado que las acciones superen el rendimiento de los bonos, incluso a largo plazo (varias décadas). Los bonos han superado a las acciones en el 22 % de los periodos de 25 años y en el 37 % de los periodos de 5 años.

Históricamente, una cartera con una distribución de 60/40 entre acciones y bonos ha ofrecido la menor probabilidad de pérdida nominal, con un 0,1% de probabilidad de rentabilidades negativas a 25 años, incluso inferior a la de las letras del Tesoro. Para los inversores que buscan minimizar el riesgo de pérdida nominal a largo plazo, esta combinación 60/40 ha ofrecido un perfil especialmente resiliente.



En general, las acciones ofrecen la mayor probabilidad de un rendimiento superior a largo plazo, pero ninguna clase de activos es inmune a las caídas.

La sección final profundiza en este tema examinando la magnitud y la duración de las peores caídas históricas en bonos y acciones para destacar dónde se han producido los riesgos extremos negativos.

La historia de los retiros del agua...

La figura 74 muestra las mayores caídas bursátiles ajustadas por inflación en nuestro conjunto de datos, junto con sus correspondientes descensos desde el máximo hasta el mínimo. Incluye todas las caídas que duraron más de 25 años y que no se recuperaron en ningún momento durante ese período, lo que representa las caídas bursátiles más extremas registradas históricamente. Los episodios en curso están resaltados en rojo.

Figura 74: Todas las reducciones ajustadas al valor real en acciones con una duración superior a 25 años que no recuperaron sus pérdidas en ningún momento durante ese período, ordenadas por duración. Las que aún están en curso se resaltan en rojo.

País	Año de inicio	Longitud	Máximo reducción	El último	Año de máxima dd.	Años para recuperarse de máx. dd.
Italia	1906	53	-91%		1945	15
Italia	1912	47	-91%		1945	15
Italia	1913	46	-91%		1945	15
Francia	1942	42	-88%		1950	35
Italia	1961	36	-87%		1977	21
Italia	1962	34	-84%		1977	20
Japón	1989	33	-70%		2002	21
Suecia	1912	32	-76%		1920	25
Suecia	1913	31	-76%		1920	25
Suiza	1961	31	-69%		1974	19
Kenia	1994	30	-93%	-89%	2023	
Kenia	1995	29	-90%	-84%	2023	
Kenia	1996	28	-87%	-80%	2023	
Italia	1914	28	-76%		1921	22
Kenia	1997	27	-86%	-79%	2023	
Suecia	1916	27	-74%		1920	24
Francia	1913	27	-73%		1920	21
Kenia	1998	26	-85%	-77%	2023	
Grecia	1999	25	-90%	-72%	2011	
Italia	1915	25	-73%		1921	20

Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank.

La evidencia histórica demuestra que las caídas bursátiles que se extienden más allá de los 25 años y que no se recuperan durante este período son extremadamente raras en términos reales, aunque la magnitud de las pérdidas en esos casos excepcionales puede ser considerable. Actualmente, Grecia y Kenia son los únicos mercados que experimentan caídas bursátiles de más de 25 años. Ambos aún tienen un largo camino por recorrer para recuperarse. Por el contrario, la prolongada caída bursátil de Japón —un período de 33 años de rentabilidades reales negativas— finalmente terminó en 2022, poniendo fin a una de las caídas bursátiles reales continuas más largas registradas.

En el caso de los bonos gubernamentales, el panorama es notablemente diferente. Una lista completa de las caídas reales que superan los 25 años ocuparía varias páginas, por lo que la Figura 75 se centra en aquellas que duran más de 75 años sin una recuperación durante ese período. Muchos de estos

27 de octubre de 2025

Estudio de rentabilidad de activos a largo plazo



La situación continúa, lo que subraya que cuando los inversores en bonos experimentan pérdidas reales sustanciales, el daño suele ser casi permanente. Esto refleja la naturaleza asimétrica de la rentabilidad de los bonos en términos reales: el potencial de crecimiento está limitado, pero las caídas profundas y persistentes pueden durar décadas.



Figura 75: Todas las reducciones ajustadas al valor real de los bonos gubernamentales con vencimiento superior a 75 años que no recuperaron sus pérdidas en ningún momento durante ese período, ordenadas por duración. Las reducciones en curso se resaltan en rojo.

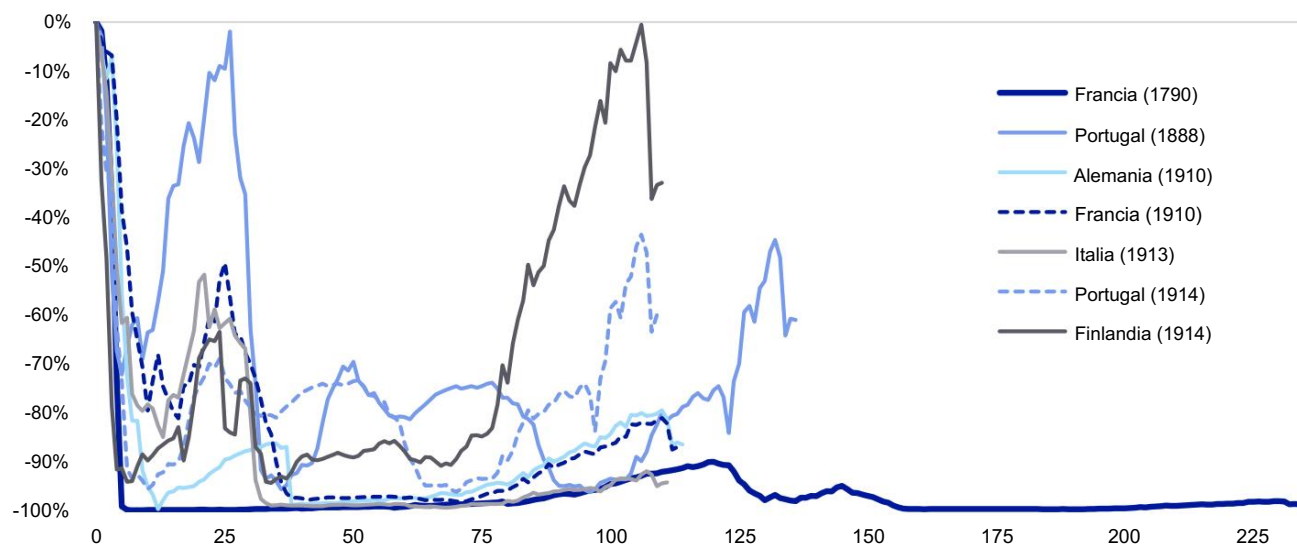
País	Año de inicio	Longitud	Reducción máxima	El último	Año de máxima dd	Años para recuperarse desde max. dd
Francia	1790	234	-100%	-99%	1798	
Francia	1791	233	-100%	-99%	1798	
Francia	1792	232	-100%	-99%	1798	
Francia	1793	231	-100%	-98%	1798	
Francia	1794	230	-100%	-95%	1798	
Portugal	1888	136	-96%	-61%	1984	
Alemania	1910	114	-100%	-87%	1922	
Francia	1910	114	-98%	-88%	1981	
Alemania	1911	113	-100%	-86%	1922	
Francia	1911	113	-98%	-87%	1981	
Francia	1912	112	-98%	-87%	1981	
Alemania	1913	111	-100%	-86%	1922	
Italia	1913	111	-99%	-94%	1981	
Francia	1913	111	-98%	-87%	1981	
Alemania	1914	110	-100%	-82%	1922	
Italia	1914	110	-99%	-94%	1981	
Francia	1914	110	-98%	-84%	1981	
Portugal	1914	110	-96%	-60%	1984	
Finlandia	1914	110	-94%	-33%	1948	
Alemania	1915	109	-100%	-70%	1922	
Italia	1915	109	-99%	-93%	1981	
Francia	1915	109	-97%	-80%	1981	
Portugal	1915	109	-95%	-50%	1984	
Italia	1916	108	-99%	-92%	1981	
Alemania	1916	108	-99%	-51%	1922	
Francia	1916	108	-97%	-77%	1981	
Portugal	1917	108	-95%	-43%	1984	
Italia	1917	107	-99%	-88%	1981	
Portugal	1918	107	-94%	-40%	1984	
Alemania	1918	96	-99%		1922	92
Alemania	1915	95	-99%		1922	92
Portugal	1934	95	-90%		1984	30
Finlandia	1935	93	-92%		1948	61
Italia	1936	90	-99%	-88%	1981	
Francia	1936	89	-97%	-75%	1981	
Japón	1936	88	-99%	-88%	1948	
Italia	1937	88	-99%	-86%	1981	
Francia	1937	88	-96%	-71%	1981	
Japón	1938	87	-99%	-86%	1948	
Francia	1938	87	-95%	-65%	1981	
Japón	1939	86	-98%	-85%	1948	
Francia	1939	86	-95%	-65%	1981	
Italia	1939	85	-99%	-85%	1981	
Japón	1916	85	-98%	-83%	1948	
Francia	1940	85	-95%	-61%	1981	
Finlandia	1940	85	-89%		1948	54
Italia	1940	84	-99%	-84%	1981	
Francia	1941	84	-94%	-58%	1981	
India	1941	84	-72%	-37%	1991	
Italia	1941	83	-99%	-83%	1981	
Francia	1942	83	-94%	-54%	1981	
India	1942	83	-72%	-35%	1991	
Italia	1942	82	-98%	-83%	1981	
Japón	1943	82	-98%	-83%	1948	
Francia	1943	82	-93%	-45%	1981	
Japón	1944	81	-98%	-82%	1948	
Italia	1945	81	-97%	-70%	1981	
Japón	1938	80	-98%	-80%	1948	
Japón		79	-95%	-50%	1948	
Portugal		75	-88%		1984	30

Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank.



La figura 76 ilustra la rentabilidad real acumulada de los bonos desde el inicio de cada gran caída. En varios casos, el índice de rentabilidad real puede tardar siglos en recuperarse a los niveles previos a las pérdidas, lo que refleja la magnitud y la persistencia del daño infligido a los tenedores de bonos. Algunos países han experimentado dos o incluso tres pérdidas totales para los inversores en bonos a lo largo de la historia.

Figura 76: Rentabilidad real acumulada de los bonos, años desde el inicio del período de reducción



Fuente: Finaeon, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank.

Para ser justos, muchas de estas fuertes pérdidas en bonos estuvieron correlacionadas con importantes crisis globales, en particular las dos guerras mundiales. No obstante, en un horizonte histórico de más de 200 años, es razonable suponer que los eventos globales extremos ocurrirán periódicamente. La historia sugiere que las acciones tienden a recuperarse de tales perturbaciones en términos reales, mientras que los bonos a menudo no lo hacen, lo que pone de manifiesto la naturaleza asimétrica de los rendimientos reales de los bonos a largo plazo.



Rentabilidad histórica de los activos

Las páginas siguientes presentan tablas de referencia que muestran la rentabilidad a largo plazo y variables económicas en una amplia gama de mercados desarrollados y emergentes. Se proporcionan datos tanto de rentabilidad nominal como real, comparados con diversos puntos de partida y desglosados por períodos de décadas y cuartos de siglo. Para Estados Unidos, las tablas abarcan la rentabilidad de múltiples clases de activos desde principios del siglo XIX, mientras que la rentabilidad de acciones y bonos internacionales se incluye desde el momento en que se dispone de datos fiables.

Como era de esperar, existe una correlación generalmente positiva entre el riesgo de un activo y su rendimiento a largo plazo. En Estados Unidos, desde 1900, la rentabilidad anualizada real ha sido del 6,7 % para las acciones, del 2,2 % para los bonos corporativos, del 1,2 % para los bonos del Tesoro a 10 años y del 0,3 % para las letras del Tesoro.

Resulta fascinante que el oro haya sido el activo principal con mejor rendimiento desde 1999, con una rentabilidad real anualizada del +7,4%, superando con creces al S&P 500 (+5,8% anualizado). Esto se corresponde con el buen desempeño de varias materias primas durante ese período, con los precios del petróleo subiendo un +3,6% anualizado y los del cobre un +4,5% anualizado. Los activos reales han tenido un buen rendimiento en toda la muestra, y en lo que va de la década de 2020, ha sido la mejor década (hasta ahora) para los precios de la vivienda en EE. UU. en términos reales (+3,7% anualizado) según los datos disponibles desde principios del siglo XX.

Si observamos los últimos años, la última década ha sido excepcionalmente mala para los bonos del Tesoro estadounidense, debido al regreso de la inflación y al fin de la era de las tasas de interés ultrabajas. De hecho, desde principios de 2020, casi todos los activos de renta fija de EE. UU. han registrado pérdidas en términos reales. Además, actualmente, tanto los bonos del Tesoro a 10 como a 30 años han tenido un peor desempeño en términos reales en la década de 2020 que en la década inflacionaria de 1970. Por ejemplo, los bonos del Tesoro a 10 años han caído un 4,5 % anualizado en términos de rentabilidad total real en la década de 2020, mientras que en la década de 1970 la caída fue de «solo» un 1,2 % anualizado. Evidentemente, aún les quedan varios años de esta década para recuperarse, y un cupón cercano al 4 % ayudará, pero el bajo rendimiento, incluso en comparación con la década de 1970, es sorprendente. De hecho, tal como están las cosas, 2025 será el primer año desde 2020 en que el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años haya caído.

Cabe señalar que se incluyen los rendimientos crediticios de EE. UU. de los últimos 100 años. Sin embargo, este índice se elaboró utilizando los datos históricos de diferenciales de Moody's y se ajustó con su serie anual de impagos. Para otros países, solo se dispone de datos de unas pocas décadas y, dada la naturaleza a largo plazo de este documento, no los incluimos.

Devoluciones internacionales

Desde una perspectiva internacional, lo más llamativo de los últimos años es el mal desempeño de los bonos gubernamentales. De hecho, en la última década, todas las economías representadas en [la Figura 81](#) han registrado una rentabilidad real negativa en sus bonos. Esto contrasta enormemente con el auge bursátil que caracterizó a los bonos durante varias décadas, desde los años ochenta.

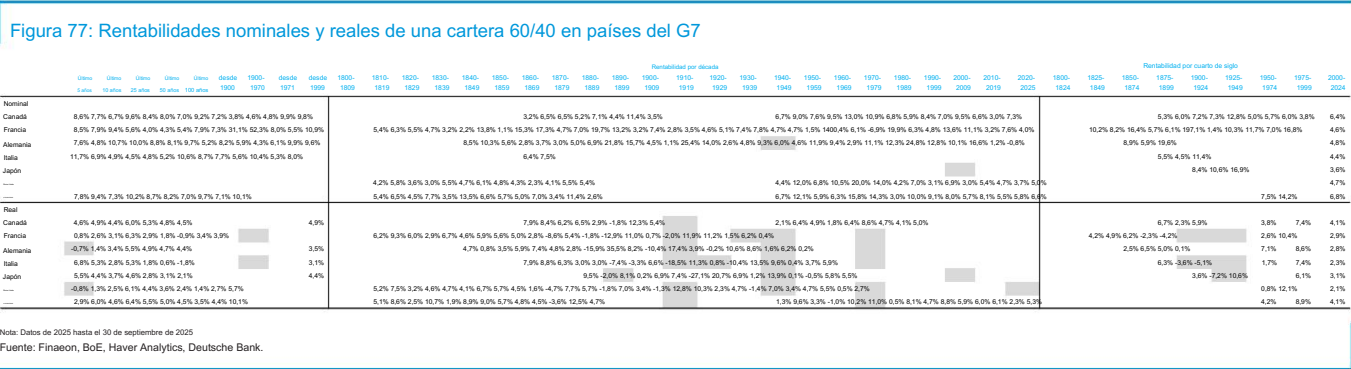
En cuanto a los mejores lugares para invertir desde 2020, la renta variable estadounidense ha tenido un desempeño excepcional a nivel internacional, lo cual resulta aún más notable al ajustar los datos a dólares estadounidenses. Como muestra [la Figura 82](#), la renta variable estadounidense ha generado una rentabilidad anualizada del 15,3 % en dólares estadounidenses desde 2020, y la única economía que ha superado este rendimiento es la italiana, con una rentabilidad del 16,7 % en dólares estadounidenses.

Si se tiene una visión más amplia del siglo pasado, el mejor lugar para haber invertido en



En términos reales, Suecia lideró el mercado de renta variable, mientras que Dinamarca se situó a la cabeza en el de bonos. Ambos países gozan de una considerable estabilidad. Por el contrario, Italia ha experimentado el peor desempeño tanto en renta variable como en bonos durante el último siglo, y ha sufrido una gran inestabilidad debido a los repetidos cambios de gobierno. En el mercado de bonos, a Italia le siguen Japón y Francia, países que también presentan niveles de deuda relativamente altos.

La historia demuestra que la rentabilidad real es muy mala en periodos de inflación o de conflicto. [La figura 81](#) muestra que la década de 1970 fue un período en el que resultó muy difícil generar rentabilidades positivas significativas. Y las décadas de ambas guerras mundiales (1910 y 1940) se caracterizaron por una baja rentabilidad de los activos.



Las siguientes páginas detallan la rentabilidad nominal y real de múltiples clases de activos para numerosas economías desarrolladas y emergentes durante los últimos 200 años, cuando ha sido posible. También analizamos el PIB real y nominal a largo plazo para la misma cohorte y ajustamos todos los datos anteriores a dólares estadounidenses, teniendo en cuenta el contexto histórico. El informe se completa con numerosos gráficos que resumen la evolución de la rentabilidad a nivel mundial, presentada de diversas maneras.



Figura 78: Rentabilidad nominal de los activos estadounidenses en diferentes horizontes temporales

	Bono corporativo de renta variable AAA Bono BBB				Tesoro (10 años)		Bonos del Tesoro (30 años) de alto rendimiento		Tesoro (HY) Letra del Tesoro (coincidente)		Precios de las casas (Solo precio)		Oro	Cobre	Alcance		Trigo	materias primas (Índice CRB)	
últimos 5 años (2021-2025)	14.61%	-3.32%	-2.44%	0.43%	-2.74%	-9.01%	4.44%	-0.79%	3.40%	7.54%	16.32%	6.21%	5.51%	-0.48%				13.06%	
últimos 10 años (2016-2025)	14.92%	3.53%	2.25%	3.99%	0.91%	-0.39%	6.47%	1.26%	2.23%	6.75%	14.25%	8.13%	5.46%	4.86%				5.63%	
últimos 15 años (2011-2025)	14.12%	4.46%	2.72%	4.26%	2.03%	2.53%	5.92%	1.49%	1.49%	5.98%	7.07%	0.39%	-2.56%	-1.49%				-0.69%	
últimos 25 años (2001-2025)	8.80%	5.79%	3.94%	5.44%	3.41%	4.13%	6.99%	3.01%	1.76%	4.60%	11.34%	6.99%	3.48%	3.83%				1.74%	
últimos 50 años (1976-2025)	12.01%	7.80%	6.61%	7.86%	6.47%	7.28%			4.36%	5.21%	6.90%	4.09%	3.14%	1.33%				2.33%	
últimos 75 años (1951-2025)	11.41%	5.73%	4.82%	5.75%	5.26%	5.22%			4.18%	4.58%	6.31%	4.02%	4.36%	1.27%				1.95%	
últimos 100 años (1926-2025)	10.38%	5.60%	4.91%	5.81%	4.77%	4.89%			3.39%	4.05%	5.39%	3.58%	2.91%	1.22%				1.96%	
últimos 150 años (1876-2025)	9.31%				4.31%				3.30%			3.48%	1.95%	2.53%				1.26%	
últimos 200 años (1826-2025)	8.93%				4.55%				3.65%			2.69%	1.36%						
desde 1800	8.81%				4.85%				3.78%			2.38%	0.97%						
desde 1900	9.93%	5.35%			4.32%	4.62%			3.38%	3.74%	4.25%	2.56%	2.93%	1.78%					
desde 1920	10.48%	5.70%	5.04%	5.93%	4.85%	5.06%			3.42%	3.96%	5.08%	3.09%	2.42%	0.88%				1.81%	
desde 1930	10.04%	5.60%	4.88%	5.78%	4.79%	4.86%			3.38%	4.31%	5.62%	3.47%	3.22%	1.65%				2.48%	
desde 1971	11.17%	7.74%	6.48%	7.69%	6.36%	6.76%			4.50%	5.23%	8.84%	4.06%	5.45%	2.36%				3.28%	
desde 1980	12.22%	8.10%	6.85%	7.99%	6.68%	7.58%			4.12%	4.55%	4.53%	3.36%	1.09%	0.75%				1.67%	
desde 1985	11.92%	7.67%	6.45%	7.52%	6.12%	7.27%	8.29%	5.57%	3.27%	4.56%	6.42%	5.04%	2.13%	1.33%				2.23%	
desde 1999	8.51%	5.41%	3.94%	5.27%	3.46%	4.07%	6.34%	3.12%	2.03%	4.89%	10.22%	7.20%	6.31%	3.48%				3.32%	
RENDIMIENTO POR DÉCADA																			
1800-1809	11.09%				8.68%				5.16%			0.00%	-1.62%						
1810-1819	4.91%				6.03%				5.07%			0.00%	-4.63%						
1820-1829	6.94%				5.75%				3.80%			0.00%	-1.63%						
1830-1839	5.34%				3.19%				4.29%			0.67%	1.38%						
1840-1849	7.83%				6.70%				5.02%			-0.03%	-2.57%						
1850-1859	1.62%				5.41%				5.08%			0.00%	2.35%				5.70%		
1860-1869	18.34%				5.74%				5.04%			1.81%	1.90%	-12.73%			-1.80%		
1870-1879	7.73%				4.43%				4.11%			-1.78%	-2.05%	-14.26%			5.23%		
1880-1889	5.68%				5.43%				3.04%			0.00%	-1.66%	-0.70%			-5.09%		
1890-1899	5.37%				3.95%				2.33%			0.00%	-1.26%	4.88%			-1.21%		
1900-1909	9.92%	4.39%			1.66%	2.17%			3.04%	1.97%		0.00%	-3.55%	-1.43%			6.06%		
1910-1919	4.35%	2.62%			1.40%	2.52%			3.28%	3.15%		0.00%	3.34%	13.33%			7.19%		
1920-1929	14.78%	6.72%	6.52%	7.30%	5.48%	6.92%			3.88%	0.65%		0.00%	-0.48%	-4.98%			-6.18%		-4.33%
1930-1939	-0.47%	6.45%	7.48%	6.41%	3.95%	5.19%			0.58%	-1.21%		5.41%	-3.51%	-1.81%			-2.22%		-0.70%
1940-1949	8.99%	3.92%	2.92%	5.44%	2.70%	2.62%			0.48%	8.12%		1.47%	4.00%	0.28%			7.64%		5.90%
1950-1959	19.26%	0.16%	-0.08%	0.59%	0.39%	-0.88%			2.02%	3.04%		-1.38%	5.96%	1.46%			-0.69%		0.62%
1960-1969	7.76%	0.57%	0.42%	0.89%	2.36%	1.72%			4.06%	2.16%		-0.01%	5.43%	0.78%			-2.96%		0.24%
1970-1979	5.77%	5.83%	5.02%	5.85%	6.08%	3.62%			6.48%	8.71%		30.70%	6.28%	28.04%			11.43%		10.48%
1980-1989	17.47%	13.23%	12.72%	14.03%	12.78%	13.49%			9.13%	5.88%		-2.37%	0.57%	-5.39%			-0.74%		-2.00%
1990-1999	18.21%	8.88%	7.92%	8.57%	7.98%	9.14%	11.21%	7.34%	4.95%	2.67%		-3.32%	-2.12%	1.67%			-6.31%		3.19%
2000-2009	-0.95%	7.42%	6.17%	6.87%	6.40%	7.89%	6.52%	6.18%	2.74%	3.95%		14.32%	13.96%	11.91%			6.67%		6.04%
2010-2019	13.56%	8.15%	4.85%	6.24%	4.10%	7.43%	7.50%	2.35%	3.77%	3.31%		-1.52%	-2.58%	4.27%			-4.13%		
2020-2025	15.26%	-0.47%	-0.03%	1.99%	-0.58%	-4.85%	4.74%	0.66%	2.86%	8.04%		17.79%	9.39%	0.35%	0.09%			8.73%	
RETORNO AL SIGLO																			
1800-1849	7.20%				6.07%				4.67%			0.13%	-1.83%						
1850-1899	7.61%				4.99%				3.91%			0.00%	-0.16%				0.48%		
1900-1949	7.39%	4.81%			3.03%	3.87%			2.24%	2.49%		1.35%	-0.09%				2.34%		
1950-1999	13.55%	5.62%	5.09%	5.87%	5.83%	5.29%			5.30%	4.46%		4.00%	3.17%	4.72%			-0.03%		2.42%
2000-2025	8.05%	5.88%	4.24%	5.52%	3.92%	4.78%	6.50%	3.43%	1.92%	4.78%		10.64%	6.70%	3.49%			4.24%		2.54%
RENTABILIDAD AL CUARTO DE SIGLO																			
1800-1824	8.18%				7.61%				4.90%			0.00%	-2.59%						
1825-1849	6.23%				4.56%				4.44%			0.26%	-1.07%						
1850-1874	9.32%				5.52%				4.95%			0.45%	0.86%				2.08%		
1875-1899	5.92%				4.46%				2.89%			-0.45%	-1.17%				-1.10%		
1900-1924	7.48%	4.18%			2.47%	3.45%			3.36%	2.45%		0.00%	-1.20%				2.14%		3.82%
1925-1949	7.30%	5.44%	5.32%	6.23%	3.59%	4.29%			1.14%	2.53%		2.73%	1.03%	-0.34%			0.88%		0.42%
1950-1974	10.02%	1.27%	1.10%	1.46%	2.62%	0.96%			3.63%	3.22%		6.30%	5.38%	6.46%			2.95%		3.09%
1975-1999	17.19%	10.15%	9.24%	10.47%	9.13%	9.81%			7.00%	5.72%		1.74%	1.00%	3.00%			-2.92%		1.75%
2000-2024	7.70%	5.75%	4.12%	5.39%	3.76%	4.75%	6.41%	3.27%	1.85%	4.83%		9.25%	6.19%	4.22%			4.60%		2.56%

Nota: Datos de 2025 hasta el 30 de septiembre de 2025
Fuente: Deutsche Bank, Finaeon, Bloomberg Finance LP



Figura 79: Rentabilidad real de los activos estadounidenses en diferentes horizontes temporales

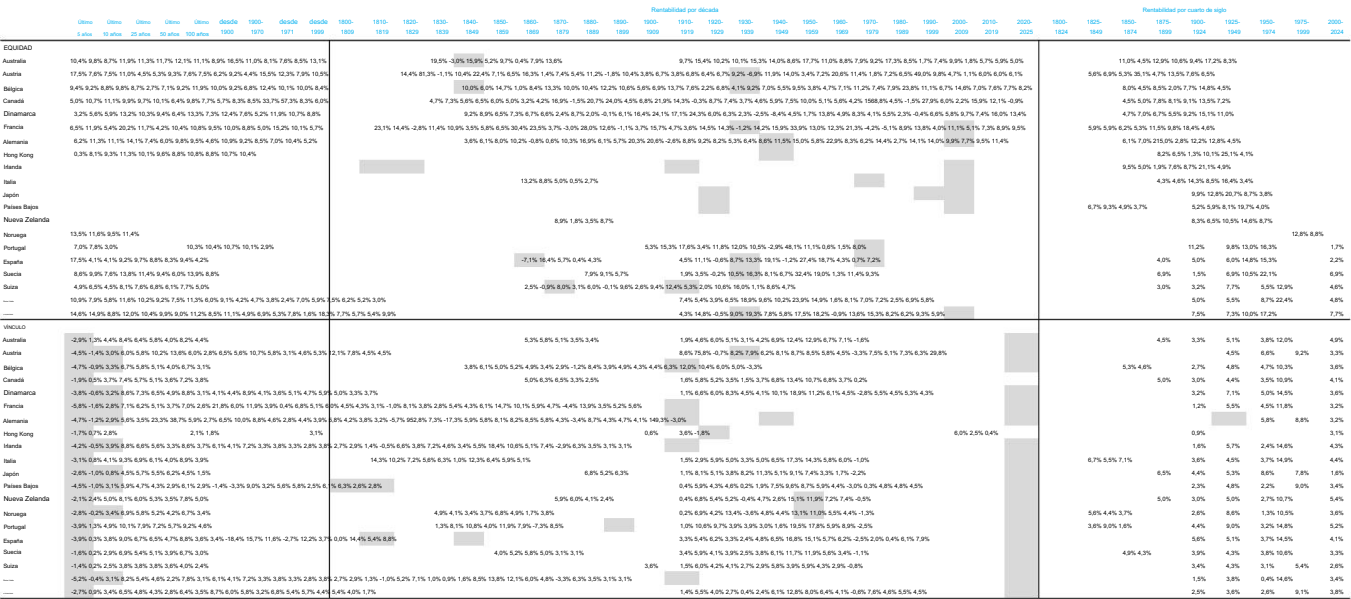
	Bono corporativo de renta variable AAA Bono BBB				Tesoro (10 años)	Bonos del Tesoro (30 años) de alto rendimiento		Tesoro (HY) Letra del Tesoro (coincidente)		Precios de las casas (Solo precio)		Oro	Cobre	Almendra	Trigo	materias primas (Índice CRB)
últimos 5 años (2021-2025)	9.46%	-7.66%	-6.82%	-4.08%	-7.11%	-13.09%	-0.24%	-5.24%	-1.24%	2.71%	11.10%	1.44%	0.77%		-4.95%	7.98%
últimos 10 años (2016-2025)	11.27%	0.24%	-0.99%	0.69%	-2.29%	-3.56%	3.09%	-1.96%	-1.01%	3.36%	10.62%	4.70%	2.11%		1.53%	2.28%
últimos 15 años (2011-2025)	11.13%	1.73%	0.03%	1.53%	-0.63%	-0.15%	3.15%	-1.16%	-1.16%	3.21%	4.27%	-2.24%	-5.10%		-4.06%	-3.28%
últimos 25 años (2001-2025)	6.10%	3.17%	1.36%	2.82%	0.85%	1.55%	4.34%	0.46%	-0.76%	2.01%	8.58%	4.34%	0.92%		1.25%	-0.78%
últimos 50 años (1976-2025)	8.11%	4.04%	2.90%	4.10%	2.76%	3.54%		0.72%	1.54%	3.18%	0.46%		-0.45%		-2.20%	-1.24%
últimos 75 años (1951-2025)	7.66%	2.16%	1.29%	2.19%	1.72%	1.67%		0.67%	1.06%	2.72%	0.52%	0.84%			-2.14%	-1.48%
últimos 100 años (1926-2025)	7.22%	2.58%	1.90%	2.78%	1.78%	1.89%		0.43%	1.07%	2.37%	0.62%		-0.03%		-1.68%	-0.96%
últimos 150 años (1876-2025)	6.64%				1.77%			0.78%		0.95%		-0.54%	0.03%		-1.20%	
últimos 200 años (1826-2025)	6.73%				2.44%			1.56%		0.62%		-0.68%				
desde 1800	6.94%				3.05%			2.00%		0.62%		-0.76%				
desde 1900	6.67%	2.23%			1.22%	1.52%		0.32%	0.66%	1.16%	-0.48%		-0.12%		-1.24%	
desde 1920	7.55%	2.90%	2.25%	3.12%	2.07%	2.27%		0.68%	1.21%	2.29%	0.35%		-0.30%		-1.79%	-0.89%
desde 1930	6.72%	2.41%	1.71%	2.59%	1.62%	1.70%		0.25%	1.16%	2.43%	0.34%	0.10%			-1.42%	-0.62%
desde 1971	6.99%	3.69%	2.48%	3.64%	2.37%	2.75%		0.58%	1.28%	4.75%	0.15%		1.49%		-1.49%	-0.60%
desde 1980	8.74%	4.75%	3.53%	4.65%	3.38%	4.25%		0.89%	1.31%	1.29%	0.16%		-2.05%		-2.37%	-1.48%
desde 1985	8.88%	4.74%	3.56%	4.59%	3.23%	4.36%	5.35%	2.70%	0.46%	1.72%	3.52%	2.18%		-0.65%	-1.42%	-0.55%
desde 1999	5.78%	2.76%	1.33%	2.63%	0.86%	1.45%	3.67%	0.52%	-0.54%	2.25%	7.45%	4.50%		3.64%	0.87%	0.72%
RENTIMIENTOPOR DÉCADA																
1800-1809	11.09%				8.68%			5.16%			0.00%	-1.62%				
1810-1819	4.56%				5.67%			4.72%			-0.34%	-4.96%				
1820-1829	9.05%				7.84%			5.86%			1.98%	0.31%				
1830-1839	3.23%				1.12%			2.20%			-1.35%	-0.65%				
1840-1849	10.82%				9.76%			7.94%			2.75%	0.13%				
1850-1859	0.07%				3.79%			3.47%			-1.53%	0.79%			4.08%	
1860-1869	13.58%				1.49%			0.81%			-2.29%	-2.20%	-16.24%		-5.75%	
1870-1879	10.20%				6.82%			6.50%			0.47%	0.19%	-12.30%		7.64%	
1880-1889	5.68%				5.43%			3.04%			0.00%	-1.66%	-0.70%		-5.09%	
1890-1899	5.23%				3.81%			2.19%			-0.13%	-1.39%	4.74%		-1.34%	
1900-1909	7.36%	1.95%			-0.71%	-0.22%		0.63%	-0.41%	-2.34%	-5.80%	-3.73%			3.58%	
1910-1919	-2.78%	-4.39%			-5.53%	-4.49%		-3.78%	-3.90%	-6.84%	-3.72%	5.59%			-0.14%	
1920-1929	15.87%	7.73%	7.53%	8.32%	6.48%	7.93%		4.87%	1.61%	0.95%	0.46%		-4.08%		-5.29%	-3.42%
1930-1939	1.60%	8.66%	9.72%	8.63%	6.11%	7.38%		2.67%	0.85%	7.60%	-1.50%	0.24%		-0.19%		1.37%
1940-1949	3.45%	-1.36%	-2.31%	0.07%	-2.52%	-2.60%		-4.63%	2.62%	-3.69%	-1.29%	-4.83%		2.17%		0.52%
1950-1959	16.67%	-2.02%	-2.25%	-1.60%	-1.80%	-3.03%		-0.20%	0.80%	-3.52%	3.66%	-0.75%	-2.85%		-1.57%	
1960-1969	5.11%	-1.90%	-2.05%	-1.59%	-0.16%	-0.78%		1.50%	-0.35%	-2.47%	2.84%		-1.70%	-5.34%		-2.22%
1970-1979	-1.48%	-1.42%	-2.18%	-1.41%	-1.19%	-3.48%		-0.82%	1.26%	21.74%	-1.00%	19.26%	3.79%		2.91%	
1980-1989	11.77%	7.73%	7.25%	8.50%	7.31%	7.99%		3.83%	0.74%	-7.11%	-4.31%	-9.98%	-5.55%		-6.76%	
1990-1999	14.85%	5.78%	4.85%	5.48%	4.91%	6.03%	8.04%	4.28%	1.97%	-0.25%	-6.07%	-4.90%	-1.23%	-8.97%		0.25%
2000-2009	-3.39%	4.78%	3.55%	4.24%	3.78%	5.24%	3.89%	3.57%	0.21%	1.39%	11.50%	9.16%	4.04%		3.43%	
2010-2019 11.60% 2020-2025 10.70%		6.28%	3.04%	4.41%	2.31%	5.57%	5.64%	0.58%	-1.16%	1.98%	1.53%	-3.22%	-4.26%	2.47%		-5.79%
RENTABILIDAD EN MEDIO SIGLO		-4.40%	-3.98%	-2.03%	-4.51%	-8.41%	0.61%	-3.32%	-1.20%	3.77%	13.14%	5.07%		-3.62%	-3.87%	4.43%
B H C																
1800-1849 7.70%					6.57%			5.16%			0.60%	-1.37%				
1850-1899	6.85%				4.25%			3.19%			-0.70%	-0.86%			-0.23%	
1900-1949	4.91%	2.39%			0.65%	1.47%		-0.11%	0.13%		-0.98%	-2.40%	-1.44%		-0.02%	
1950-1999	9.17%	1.55%	1.04%	1.79%	1.75%	1.24%		1.24%	0.44%		-0.01%	-0.81%	0.68%		-3.88%	-1.53%
2000-2025	5.33%	3.23%	1.63%	2.87%	1.31%	2.15%	3.82%	0.84%	-0.64%	2.15%	7.87%	4.02%	0.89%	1.62%		-0.04%
RENTABILIDAD AL CUARTO DE SIGLO																
1800-1824	8.96%				8.39%			5.65%			0.72%	-1.89%				
1825-1849	6.46%				4.78%			4.67%			0.47%	-0.86%				
1850-1874	7.20%				3.48%			2.92%			-1.49%	-1.09%			0.10%	
1875-1899	6.50%				5.03%			3.46%			0.10%	-0.63%	3.13%		-0.56%	
1900-1924	3.86%	0.67%			-0.98%	-0.04%		-0.12%	-1.00%	-3.37%	-4.53%	-1.30%			0.33%	
1925-1949	5.97%	4.14%	4.02%	4.92%	2.31%	3.00%		-0.11%	1.27%	1.46%	-0.22%	-1.57%			-0.37%	-0.82%
1950-1974	6.60%	-1.87%	-2.03%	-1.69%	-0.56%	-2.17%		0.42%	0.02%	3.01%	2.11%	3.16%			-0.24%	-0.11%
1975-1999	11.81%	5.09%	4.22%	5.39%	4.12%	4.77%		2.08%	0.86%	-2.94%	-3.64%	-1.73%	-7.38%		-2.93%	
2000-2024	5.02%	3.13%	1.53%	2.78%	1.18%	2.15%	3.76%	0.71%	-0.68%	2.22%	6.53%	3.55%	1.63%		2.00%	0.01%

Nota: Datos de 2025 hasta el 30 de septiembre de 2025

Fuente: Deutsche Bank, Finaeon, Bloomberg Finance LP



Figura 80: Rentabilidad nominal de acciones y bonos de mercados desarrollados (anualizada)



Nota: Datos de 2025 hasta el 30 de septiembre de 2025

Fuente: Deutsche Bank, Finaeon

Figura 81: Rentabilidad real de acciones y bonos de mercados desarrollados (anualizada)



Nota: Datos de 2025 hasta el 30 de septiembre de 2025

Fuente: Deutsche Bank, Finaeon

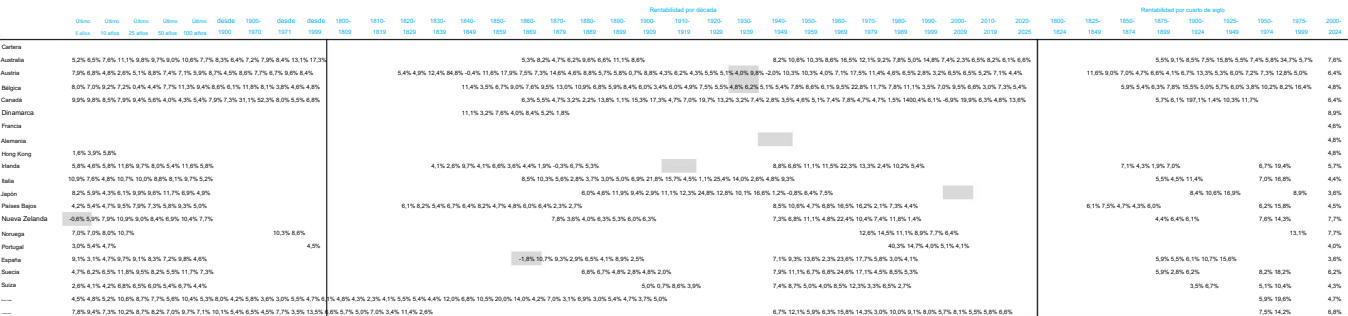


Figura 82: Rentabilidad anualizada de acciones y bonos en USD de mercados desarrollados



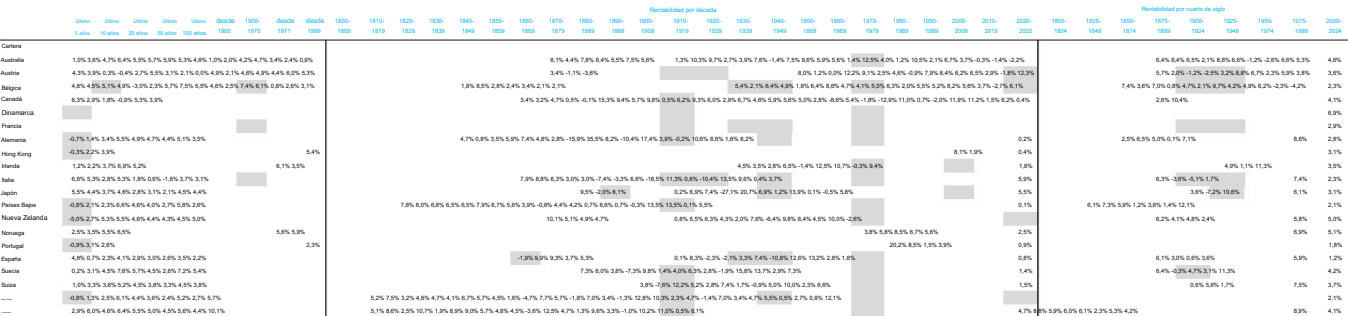
Nota: Datos de 2025 hasta el 30 de septiembre de 2025
Fuente: Deutsche Bank, Finaeon

Figura 83: Rentabilidades nominales de una cartera 60/40



Nota: Datos de 2025 hasta el 30 de septiembre de 2025
Fuente: Finaeon, Deutsche Bank

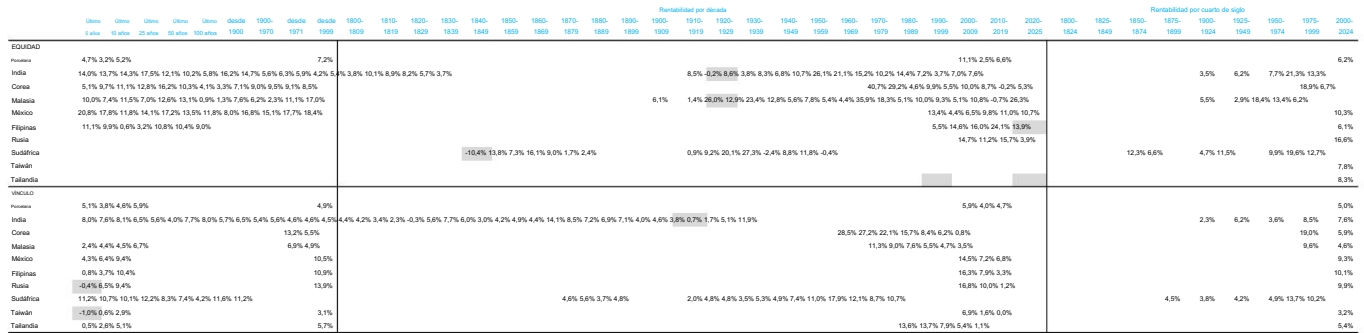
Figura 84: Rentabilidad real de una cartera 60/40



Nota: Datos de 2025 hasta el 30 de septiembre de 2025
Fuente: Finaeon, BOE, Haver Analytics, Deutsche Bank



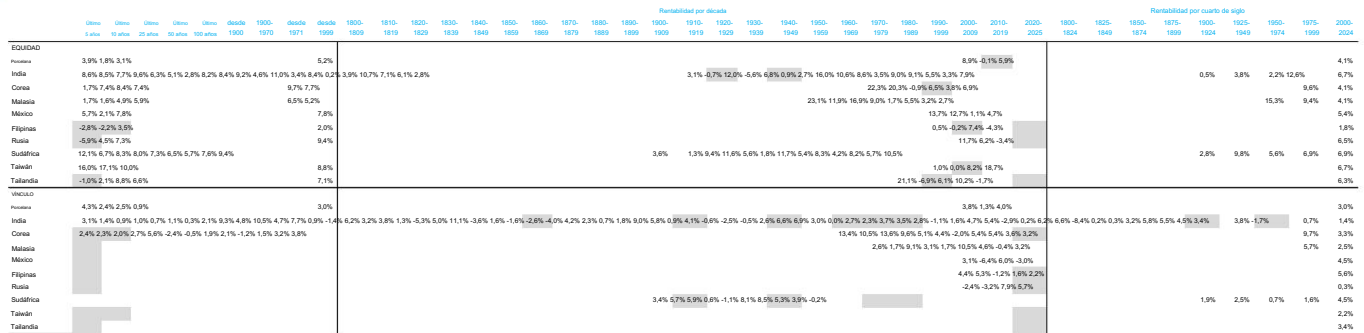
Figura 85: Rentabilidad nominal de acciones y bonos de mercados emergentes (anualizada)



Nota: Datos de 2025 hasta el 30 de septiembre de 2025.

Fuente: Deutsche Bank, Finaeon, Bloomberg Finance LP

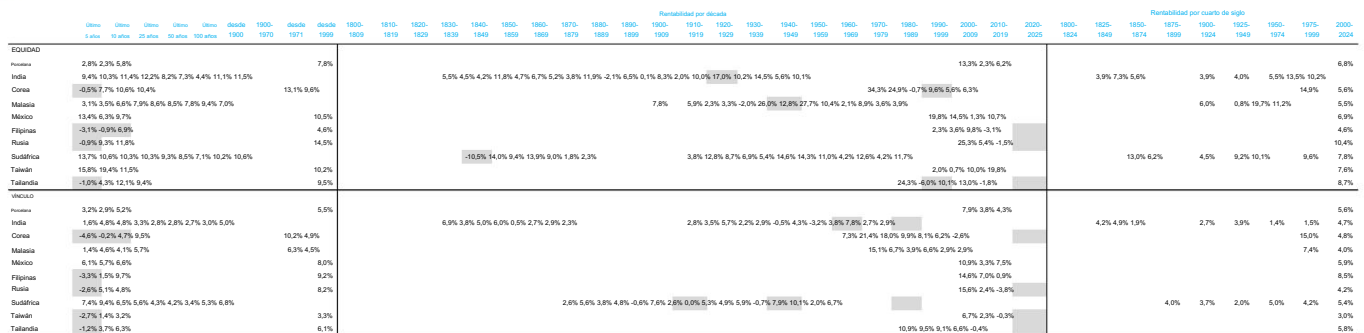
Figura 86: Rentabilidad real de acciones y bonos de mercados emergentes (anualizada)



Nota: Datos de 2025 hasta el 30 de septiembre de 2025.

Fuente: Deutsche Bank, Finaeon, Bloomberg Finance LP

Figura 87: Rentabilidad anualizada de acciones y bonos en USD de mercados emergentes



Nota: Datos de 2025 hasta el 30 de septiembre de 2025

Fuente: Deutsche Bank, Finaeon, Bloomberg Finance LP



Figura 88: Crecimiento del PIB nominal y real de los mercados desarrollados para diferentes horizontes temporales.



Fuente: Deutsche Bank, Finaeoa

Figura 89: Crecimiento del PIB nominal y real de los mercados desarrollados para diferentes horizontes temporales en USD



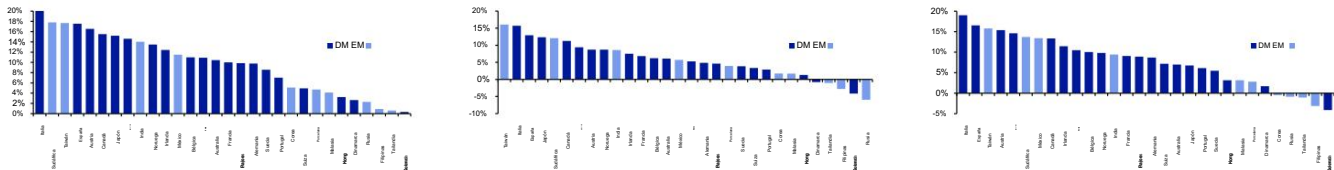
Fuente: Deutsche Bank, Finaeoa



Rentabilidad de los activos a largo plazo en gráficos

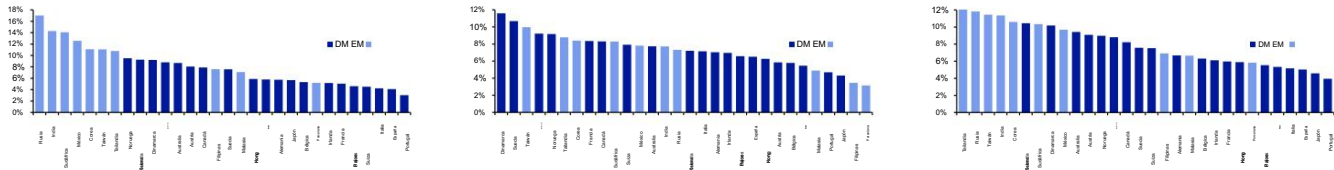
Gráficos de rentabilidad de la renta variable internacional

Figura 92: Rentabilidad anualizada de las acciones en los últimos 5 años: nominal (izquierda), real (centro), USD (derecha)



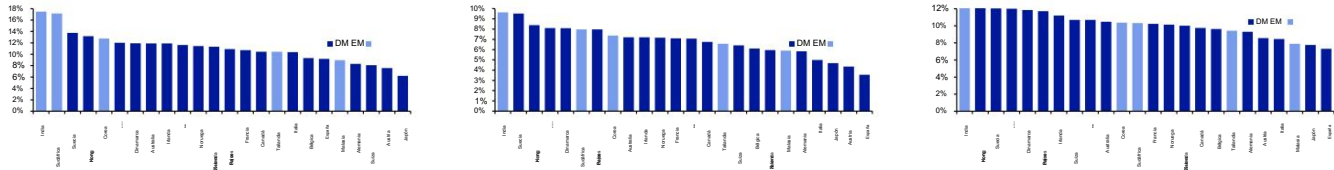
Fuente: Deutsche Bank, Finaeon, BoE, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP

Figura 93: Rentabilidad anualizada de las acciones en los últimos 25 años: nominal (izquierda), real (centro), USD (derecha)



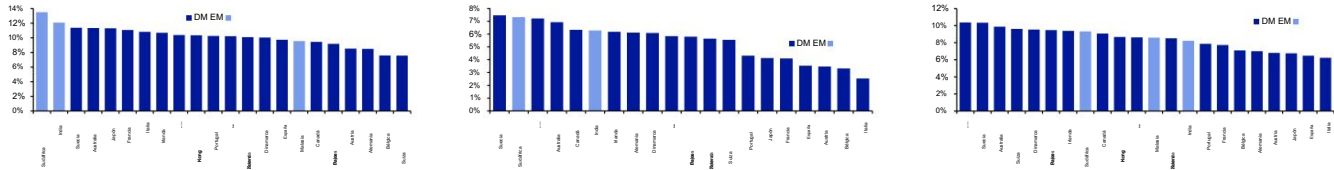
Fuente: Deutsche Bank, Finaeon, BoE, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP

Figura 94: Rentabilidad anualizada de las acciones en los últimos 50 años: nominal (izquierda), real (centro), USD (derecha)



Fuente: Deutsche Bank, Finaeon, BoE, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP

Figura 95: Rentabilidad anualizada de las acciones en los últimos 100 años: nominal (izquierda), real (centro), USD (derecha)

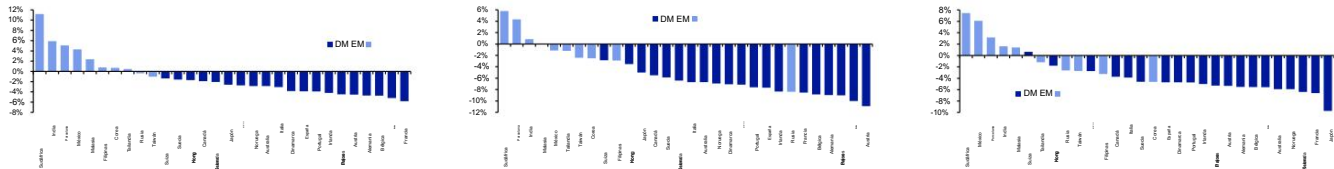


Fuente: Deutsche Bank, Finaeon, BoE, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP



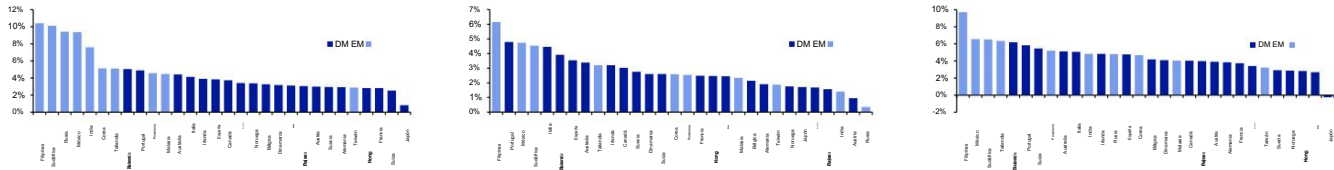
Gráficos internacionales de rentabilidad gubernamental a 10 años

Figura 96: Rentabilidad anualizada de los bonos de los últimos 5 años: nominal (izquierda), real (centro), USD (derecha)



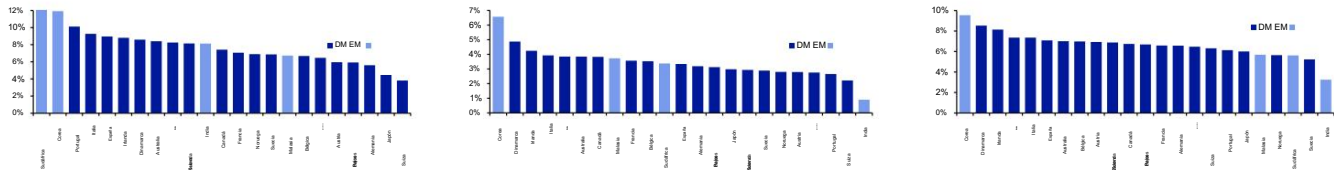
Fuente: Deutsche Bank, Finaeon, BoE, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP

Figura 97: Rentabilidad anualizada de los bonos de los últimos 25 años: nominal (izquierda), real (centro), USD (derecha)



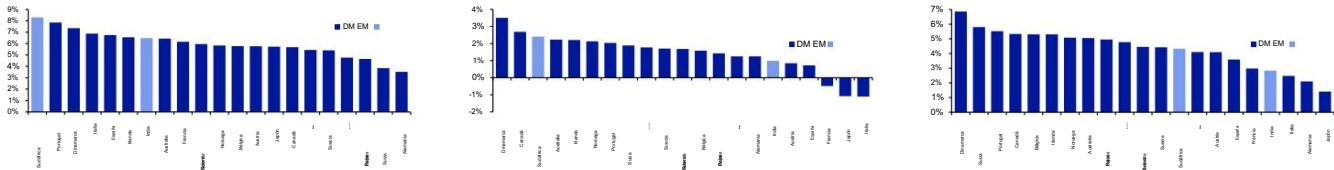
Fuente: Deutsche Bank, Finaeon, BoE, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP

Figura 98: Rentabilidad anualizada de los bonos de los últimos 50 años: nominal (izquierda), real (centro), USD (derecha)



Fuente: Deutsche Bank, Finaeon, BoE, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP

Figura 99: Rentabilidad anualizada de los bonos de los últimos 100 años: nominal (izquierda), real (centro), USD (derecha)

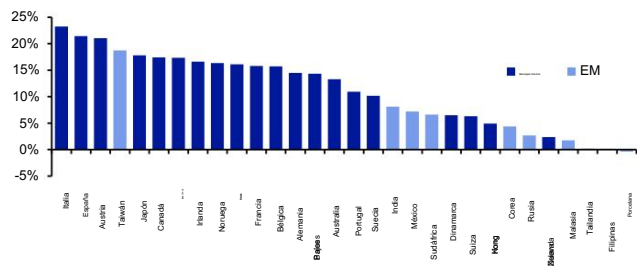


Fuente: Deutsche Bank, Finaeon, BoE, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP



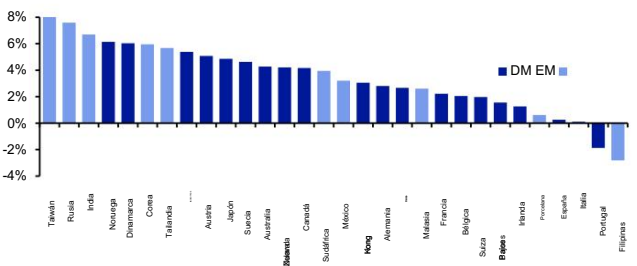
Renta variable internacional menos rentabilidad de los bonos

Figura 100: Rentabilidad anualizada de acciones y bonos de los últimos 5 años



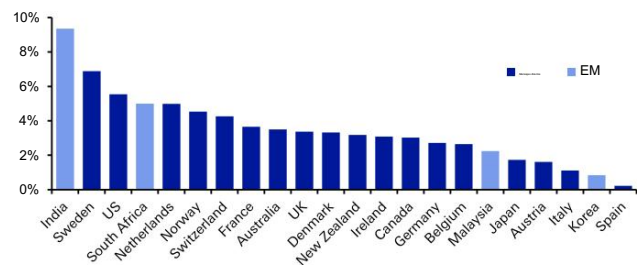
Fuente: Deutsche Bank, Finaeon, BoE, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP

Figura 101: Rentabilidad anualizada de acciones y bonos de los últimos 25 años



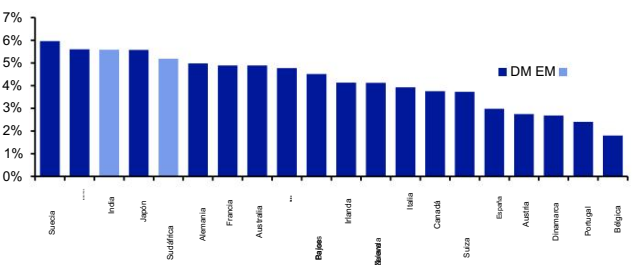
Fuente: Deutsche Bank, Finaeon, BoE, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP

Figura 102: Rentabilidad anualizada de acciones y bonos de los últimos 50 años



Fuente: Deutsche Bank, Finaeon, BoE, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP

Figura 103: Rentabilidad anualizada de acciones y bonos en los últimos 100 años



Fuente: Deutsche Bank, Finaeon, BoE, Haver Analytics, Bloomberg Finance LP



Apéndice 1

Este material ha sido elaborado por el Instituto de Investigación de Deutsche Bank y se le proporciona únicamente con fines informativos generales. El Instituto se basa en las opiniones, análisis e investigaciones de Deutsche Bank Research, economistas, estrategas y analistas. Por lo tanto, debe asumir que el contenido de este documento se basa en información previamente publicada y proporcionada a clientes de Deutsche Bank, quienes podrían haber realizado transacciones con base en ella.

Las opiniones y estimaciones expresadas en este documento reflejan la postura actual del autor o autores y pueden diferir de las de Deutsche Bank AG, sus filiales, otros empleados de Deutsche Bank y otros materiales publicados por Deutsche Bank. El contenido de este documento es válido a la fecha indicada en la primera página y puede cambiar sin previo aviso. Deutsche Bank no tiene obligación de actualizar ni modificar la información aquí contenida.

Este material no debe utilizarse como base para negociar valores u otros productos financieros, ni debe considerarse una recomendación o asesoramiento de inversión individualizado para ninguna persona. No constituye una oferta, solicitud ni invitación por parte de Deutsche Bank, ni en su nombre, a ninguna persona para comprar o vender ningún valor o instrumento financiero. Nada de lo contenido en este material constituye asesoramiento de inversión, legal, contable ni fiscal. Deutsche Bank realiza transacciones con valores, incluso por cuenta propia, y puede hacerlo de manera que no coincida con las opiniones o la información expresadas en este material.

Si bien la información contenida en este material se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, ni Deutsche Bank AG ni ninguna de sus filiales realizan declaración ni garantía alguna, expresa o implícita, en cuanto a la exactitud o integridad de las afirmaciones o la información contenida en este material y, por lo tanto, se excluye expresamente cualquier responsabilidad. Este material se proporciona sin ninguna obligación, ya sea contractual o de otro tipo.

La información relativa a transacciones o rendimientos pasados no es indicativa de resultados futuros.

En Estados Unidos, este informe es aprobado y/o distribuido por Deutsche Bank Securities Inc., miembro de FINRA. En Alemania, esta información es aprobada y/o comunicada por Deutsche Bank AG Frankfurt, entidad autorizada para operar como banco y prestar servicios financieros bajo la supervisión del Banco Central Europeo (BCE) y la Autoridad Federal de Supervisión Financiera de Alemania (BaFin). En el Reino Unido, esta información es aprobada y/o comunicada por Deutsche Bank AG, Sucursal de Londres, miembro de la Bolsa de Valores de Londres, autorizada por la Autoridad de Regulación Prudencial (PRA) del Reino Unido y sujeta a una regulación limitada por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) del Reino Unido (con el número 150018) y por la PRA. Esta información es distribuida en Hong Kong por Deutsche Bank AG, Sucursal de Hong Kong; en Corea del Sur por Deutsche Securities Korea Co.; y en Singapur por Deutsche Bank AG, Sucursal de Singapur. En Japón, esta información es aprobada y/o distribuida por Deutsche Securities Limited, Sucursal de Tokio. En Australia, los clientes minoristas deben obtener una copia de la Declaración de Divulgación del Producto (PDS, por sus siglas en inglés) relacionada con cualquier producto financiero mencionado en este informe y considerar la PDS antes de tomar cualquier decisión sobre si adquirir el producto.

Al acceder a este material, usted acepta que su contenido no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ninguna persona, ni en su totalidad ni en parte, para ningún fin, sin el consentimiento previo por escrito de Deutsche Bank. Asimismo, acepta no extraer, descargar, cargar, vender ni ofrecer en venta ningún contenido de este material, y se compromete a no utilizar, ni permitir que se utilice, ningún programa, mecanismo, herramienta o proceso informático, manual o automatizado, incluyendo ningún robot de rastreo web, para acceder, extraer, descargar, recopilar, extraer datos, mostrar, transmitir o publicar ningún contenido de este material.