



## Informe Mensual

5 de junio de 2025

Autor:  
Rosa Duce  
Chief Investment Officer Spain

# Recuperación tras los primeros acuerdos

### Se reduce el riesgo de recesión. Tensión en los mercados de deuda

Importantes subidas de los índices internacionales en el mes de mayo. Pese a la errática política de Donald Trump, el acuerdo comercial conseguido con Reino Unido y China ha relajado los miedos a la recesión global y han permitido recuperar prácticamente todas las caídas de marzo-abril. Al cierre, el S&P avanza un 6,1%, con los grandes valores tecnológicos (Nasdaq: +9,6%) liderando las subidas gracias a sus sólidos resultados. Las ganancias se repetían en Europa, con subidas del Stoxx 600 del 5,1%, y del 6,6% para el Ibex.

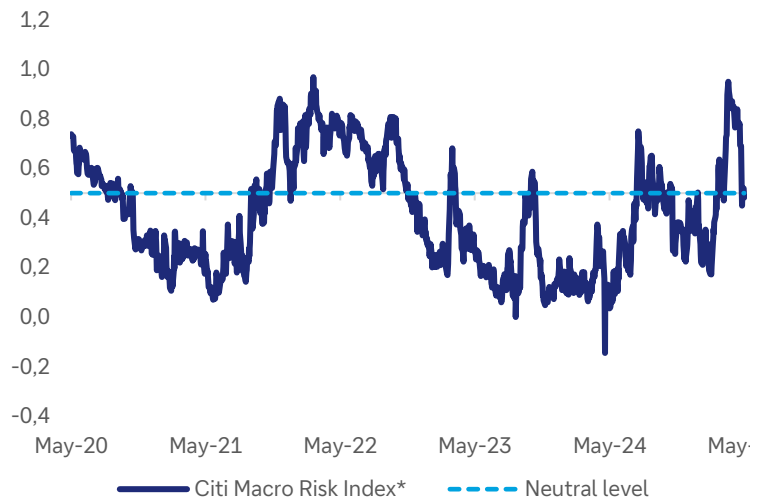
El mes hemos visto sin embargo una fuerte tensión en los mercados de deuda. La rebaja del rating crediticio de la deuda de EEUU desde Aaa a Aaa1 puso de manifiesto los miedos a la financiación del déficit fiscal y comercial de este país, en un momento en el que además la Administración Trump ha iniciado la tramitación de su Ley Presupuestaria, que incluye importantes rebajas fiscales. A cierre de mes se había pasado el filtro de la Cámara de Representantes por tan sólo un escaño de diferencia, y ahora es el Senado quien debatirá dicha ley. El resultado, la curva de tipos gobierno de EEUU se ha desplazado hacia arriba, con la rentabilidad del Treasury a 30 años llegando a superar de forma puntual el 5,10%. Este movimiento de subida en los tramos más largos de la curva se ha replicado globalmente, con especial mención a la subida de la rentabilidad del bono a 30 años japonés, que ha superado los máximos históricos desde que se empezó a emitir en 1999.

#### Temas de interés para mayo

Iniciamos el mes con muchos focos de incertidumbre sobre la mesa. Hay todavía muchos acuerdos comerciales bilaterales pendientes, sigue la tramitación de las rebajas fiscales en EEUU y además hemos visto una judicialización de la política comercial de EEUU tras declarar ilegales gran parte de los aranceles el Tribunal Internacional de Comercio de este país (la sentencia fue suspendida posteriormente, pero no anulada). En Europa, el BCE ha bajado hoy los tipos de interés al 2% (tipo depo) gracias a una evolución de la inflación más favorable de lo previsto, y estamos muy pendientes de posibles nuevos anuncios de rebajas impositivas por parte del gobierno alemán.

Los miedos a una recesión mundial se alejan, pero para ello hay que avanzar en los acuerdos comerciales bilaterales. Llegar al 9 de julio sin acuerdo supondría no sólo la posible implementación de los aranceles recíprocos, sino que incluso un nuevo aplazamiento sería una mala noticia, dado que mantendría durante más tiempo la incertidumbre, lo que pesaría sobre el crecimiento. De hecho, el acuerdo comercial entre la UE y EEUU sigue pendiente, así como avanza el plazo para el acuerdo definitivo con China. Estamos por lo tanto en una calma tensa, que nos hace seguir manteniendo una posición de cartera cautelosa, aunque con la visión de que las caídas pueden ser oportunidades de compra.

### El gráfico del mes: Se reduce la percepción de riesgo



\*El Citi Macro Risk mide la aversión al riesgo en base a los activos típicos sensibles al riesgo. Una lectura por encima de 0,5 significa aversión al riesgo por encima de la media. Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 15 de mayo, 2025.

### 1. Primeros acuerdos con China y Reino Unido

La menor aversión al riesgo en los mercados es el reflejo de las esperanzas en que habrá acuerdos comerciales antes del 9 de julio. De momento se han firmado dos, y en ambos casos la Administración Trump consigue ganancias. Con el Reino Unido, se mantiene el arancel del 10% sobre todas las importaciones de bienes, pero se elimina el 25% del aluminio y el acero y también se obtienen rebajas en otros productos como la carne o productos agrícolas. Reino Unido además facilitará los trámites arancelarios para los productos de EEUU. Y sin contramedidas. Por su parte el principio de acuerdo entre China y EEUU rebaja los aranceles a las importaciones de EEUU desde China del 145% al 30%, y los de China hacia EEUU desde el 125% al 10%. No parece tampoco un mal acuerdo para EEUU. Ahora las miradas se fijan en otros grandes países. Las negociaciones con Japón, Corea e India van muy avanzadas, pero no se terminan de concretar, y el primer borrador mandado por la UE a EEUU no sólo no fue aceptado por el presidente Trump, sino que además ha traído como respuesta la subida de los aranceles recíprocos desde el 25% al 50%, a partir del 9 de julio. La excusa, el acuerdo proponía cesiones de ambas partes, algo que EEUU no acepta. Según el escenario base de nuestros analistas, la tarifa arancelaria media a las importaciones de EEUU se elevará desde el actual 3,5% a niveles del 13%-14% (10% de base más aranceles específicos para cada país), con aranceles sectoriales como los ya aprobados al acero y aluminio, automóviles y componentes, semiconductores o el sector farma. **Conclusión. La percepción de riesgo se ha reducido, pero para que no vuelva a crecer hay que avanzar en los acuerdos comerciales.**



## 2. Crecen los miedos al excesivo endeudamiento mundial

En el mes de mayo hemos asistido a un creciente temor al incremento en los niveles de deuda pública a nivel mundial. Si miramos los principales países, hay programas de expansión en curso o previstos en EEUU, China, Japón, la UE y el Reino Unido. Esto hace que los inversores empiecen a demanda la llamada "primar por plazo", o lo que es lo mismo, a exigir mayor compensación por tener deuda de más larga duración. Empezando por EEUU, la Ley Presupuestaria actualmente en trámite en el Senado (ya se aprobó en el Congreso), incluye no sólo la extensión de las rebajas fiscales vigentes desde el primer mandato de Trump, sino que además pretende elevar la deuda en otros 4 bn. de USD. Todo ello hace que se esperen niveles de déficit del 6%-7% del PIB y ratios de deuda/PIB que podrían superar el 120%. No es extraño por lo tanto que EEUU haya perdido la máxima calificación crediticia de todas las agencias principales y que se haya producido una continua salida de los activos de deuda de este país. En Europa, la propuesta de elevar el gasto en Seguridad y Defensa hasta el 3% del PIB (unos 800.000 mn.EUR en 4 años) unido a los 1-1,5 bn. EUR que se gastará Alemania en Seguridad y Defensa e Infraestructuras supone un alrededor de un 10% del PIB de la UE si se desarrolla completamente. La buena noticia es que este último país tiene una salud fiscal envidiable (este programa de inversión fiscal podría llevar el ratio de deuda/PIB en Alemania hasta un 75%-80% como máximo), por lo que dicho gasto es más que asumible. Por último, la debilidad del crecimiento en China seguirá obligando a su gobierno a poner en marcha más medidas fiscales de estímulo, lo que seguirá elevando sus niveles de deuda (hasta superar, según el FMI, el 115% del PIB en 2030), mientras que Japón, seguirá manteniendo cifras del 230% si bien al ser este país un acreedor neto a nivel mundial nadie cuestiona su capacidad de pago. Todo este mayor gasto sugiere que las rentabilidades de los bonos a más largo plazo seguirán siendo elevadas, y las curvas de tipos irán cogiendo una pendiente cada vez más positiva. **Conclusión: los altos niveles de deuda a nivel mundial seguirán pesando sobre las rentabilidades a más largo plazo de las curvas.**

## 3. La economía mundial se aleja de la recesión. En Europa, Alemania liderará la recuperación

La economía de EEUU se contrajo un -0,2% anualizado en el primer trimestre, frente al 2,8 % del año pasado. El aumento de las importaciones contribuyó a la desaceleración, ya que las empresas y los consumidores almacenaron bienes en previsión de mayores aranceles. Es probable que el pico de incertidumbre sobre la política comercial haya quedado atrás, pero aún falta claridad sobre su impacto económico. El debilitamiento de la confianza entre los hogares y las empresas debido a los aranceles sugiere una continua debilidad de la economía a corto plazo. Ahora la atención se ha desplazado a las rebajas fiscales incluida en el proyecto de ley de presupuesto del presidente Trump. Esto, junto con las rebajas de tipos previstas por parte de la Fed (hasta 100 pb. a partir de septiembre), debería estabilizar el crecimiento del PIB de EEUU en el 1,2 % en 2025 y el 1,3 % en 2026. En la Eurozona, el PIB creció un 0,3 % en el primer trimestre. La sólida demanda interna, respaldada por una menor inflación, los programas fiscales y los menores costes de endeudamiento deberían sentar las bases para un mayor crecimiento. Si bien las tensiones en el inicio de las conversaciones comerciales entre Bruselas y Washington están afectando el sentimiento empresarial, la expansión fiscal ligada a la iniciativa de defensa de la UE y la relajación de las restricciones fiscales por parte de Alemania deberían impulsar el crecimiento en los próximos trimestres, con un crecimiento del PIB del 1,1 % en 2025 y el 1,4 % en 2026. La reducción de los costes energéticos y un euro más fuerte mantendrían la inflación cerca del objetivo del 2%, abriendo a nuevas rebajas de tipos por parte del BCE, hasta llegar el tipo de la facilidad de depósito al 1,75 %. En cuanto a China, el gobierno seguirá mitigando el impacto de los aranceles más altos de EEUU con medidas de impulso monetario y fiscal. Sin embargo, se mantienen los altos niveles de sobreoferta en el sector inmobiliario, por lo que alcanzar el objetivo del gobierno de crecimiento del PIB del 5% parece un desafío. Esperamos que el crecimiento del PIB se sitúe en el 4,0 % en 2025 y se desacelere aún más hasta el 3,8 % en 2026. **Conclusión: parece que la economía mundial eludirá la recesión, pero cuanto más dure la incertidumbre, más riesgo.**

### Evolución de los principales mercados en 2025

	Actual	Mes	2025
Rentabilidad bono del Tesoro a 10 años (Alemania)	2,51%	+7pb	+13 pb
Rentabilidad bono del Tesoro a 10 años (EEUU)	4.38%	+32 pb	-13 pb
EEUU (S&P500)	5.911,7	+6,1%	+0,5%
Zona euro (Euro Stoxx 50)	5.366,6	+4,0%	+9,6%
España (Ibex 35)	13.287,8	6,6%	+24,5%
Japón (Topix)	2,801,5	+5,03%	+0,6%
Asia excepto Japón (MSCI)	608,9	+4,8%	+6,9%
Petróleo Brent (en USD)	63,9	+1,2%	-14,0%
Oro (en USD)	3.285,7	-0,7%	25,0%
EUR/USD	1,135	0,1%	9,6%
EUR/GBP	0,843	-0,8%	1,6%
EUR/JPY	162,0	-0,4%	-0,1%

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG a 30 de mayo de 2025. Cifras en retorno total

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia-Pacífico, este documento se considera material de marketing, pero no es el caso de EEUU. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de los rendimientos futuros. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede llevar a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan un riesgo. El valor de una inversión puede bajar o subir y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo.



## 4. El Sur Global se prepara para un mundo más proteccionista.

La vuelta a un mayor proteccionismo propiciada por el Donald Trump supone un cambio en el predominio de la globalización que se venía desarrollando desde el final de la 2ª Guerra Mundial, donde los aranceles poco a poco se iban reduciendo en favor del libre comercio. Este movimiento coincidía además con la llegada de nuevos actores, que poco a poco, han ido ganando preeminencia en el mercado, con especial mención al Sudeste asiático. De forma que a día de hoy, cada vez el comercio entre dichos nuevos actores ha ganado importancia. Como ejemplo, hoy en día Asia es el segundo mayor mercado de comercio mundial, y casi la mitad de los intercambios comerciales de la región se realizan dentro de la misma. Esto hace que las subidas de los aranceles propuestas por EEUU tengan un efecto menor que en otros momentos de la historia. Es en este nuevo espacio de comercio aparece el concepto de Sur Global. Hablamos de 130 países, que representan al 65% de la población activa mundial y más del 35% del PIB medido en términos de paridad de poder adquisitivo. Destacan en este conjunto India, Indonesia o Brasil, que hoy ocupan posiciones centrales en la economía mundial. En el Sur Global se concentra el 40% de las reservas mundiales energéticas, y domina el mercado de materias primas, como el cobre, cobalto, níquel y las tierras raras, productos claves para el desarrollo de la tecnología y la IA. Y aunque a día de hoy sólo suponen un 11% de la capitalización mundial en las bolsas, está claro que cada vez están más en el punto de mira de los inversores. Estaríamos por lo tanto en un nuevo mundo, más proteccionista, donde las interrelaciones regionales crecen, y también la competencia. **Conclusión: el mundo se vuelve más proteccionista, pero dada la fuerte integración comercial global, esto supone un mayor riesgo de que EEUU pierda influencia en dicho comercio.** Actualmente el resto de Asia se ha convertido en la zona de mayor crecimiento de las exportaciones chinas, seguida por Europa. Asia es hoy el segundo mercado de comercio mundial. El Sur Global entra a jugar con fuerza en este entorno: sin estos países, no será posible el crecimiento sostenible, el acceso a materias primas críticas ni la estabilidad de la economía mundial.

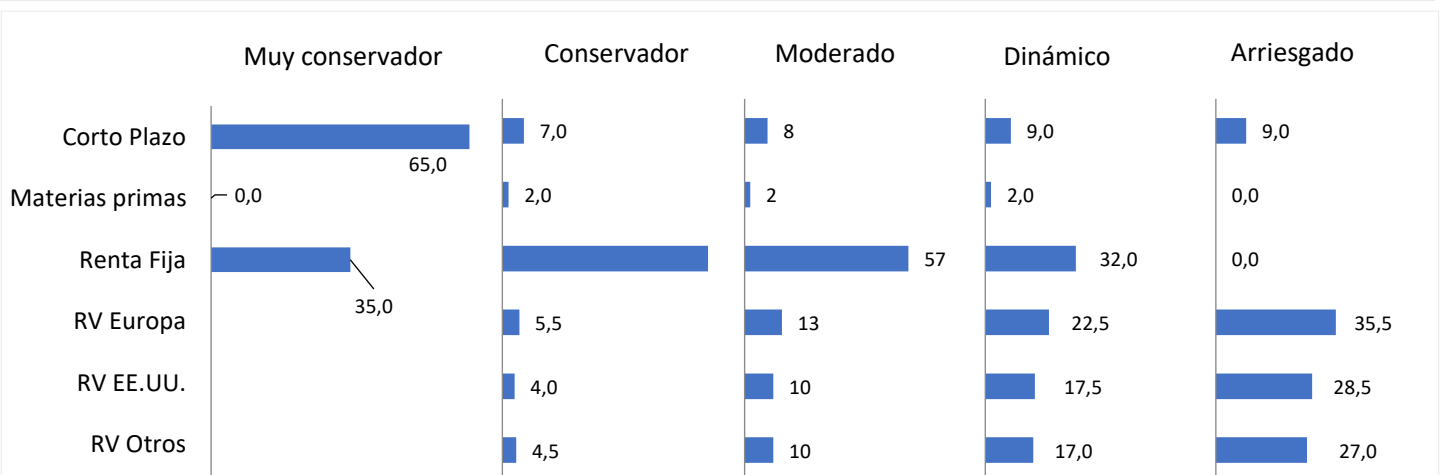
## 4. Visión estratégica

Cerramos un mes de mayo con muy buen comportamiento de las bolsas, gracias a los primeros acuerdos comerciales y a los menores riesgos de recesión. Pese a ello, sigue habiendo muchas incertidumbres que pueden provocar momentos de volatilidad. Hay todavía muchos acuerdos comerciales bilaterales pendientes, sigue la tramitación de las rebajas fiscales en EEUU y además hemos visto una judicialización de la política comercial de EEUU tras declarar ilegales gran parte de los aranceles el Tribunal Internacional de Comercio de este país (la sentencia fue suspendida posteriormente, pero no anulada). Incluso aunque parece que lo peor en lo comercial ha quedado atrás, su impacto concreto en las economías y los mercados de capitales está lejos de ser claro. Por este motivo seguimos manteniendo una ligera infraponderación de la renta variable en las carteras. Como sectores favoritos, industria y sector financiero serían las principales apuestas en Europa, el primero, por ser el mayor beneficiado de los programas de defensa e infraestructuras europeos, y el segundo, a verse favorecido por unas curvas de tipos con pendiente positiva, las sólidas perspectivas económicas (es un sector cíclico), y su atractiva política de dividendo. En EEUU, el sector tecnológico vuelve a ser favorito apoyado por los sólidos resultados empresariales, la confirmación de su apuesta por la inversión (sobre todo ligada al desarrollo de la IA), y unas valoraciones mucho menos exigentes.

En renta fija, la debilidad del USD y la mayor presión sobre los activos de deuda de EEUU (altos niveles de déficit) hace que bajemos la exposición en bonos públicos en USD en favor de bonos europeos, principalmente bonos corporativos Grado de Inversión, que ofrecen todavía, pese a las rebajas de tipos del BCE, rentabilidades atractivas. Mantenemos además duraciones medias, ante el riesgo de más subidas en los tramos largos de la curva.

**Conclusión:** El sentimiento actual en los mercados es más positivo, pero persisten los riesgos, Esto nos hace seguir manteniendo una posición de cartera cautelosa, aunque con la visión de que las caídas pueden ser oportunidades de compra.

### Carteras modelo por tipo de activo (en %)



Fuente: Deutsche Bank AG. A junio de 2025



## Comportamiento histórico

	30.5.2020 - 30.5.2021	30.5.2021 - 30.5.2022	30.5.2022 - 30.5.2023	30.5.2023 - 30.5.2024	30.5.2024 - 30.5.2025
<b>Performance</b>					
S&P 500	38.1%	-1.1%	1.1%	24.5%	12.9%
STOXX Europe 600	28.1%	-0.5%	2.3%	13.1%	6.2%
MSCI World	39.6%	-7.6%	-0.7%	19.7%	12.6%
MSCI EM	46.3%	-21.7%	-8.9%	9.0%	9.4%
Eurostoxx 50	33.5%	-5.6%	11.7%	16.1%	7.7%
SMI	16.2%	2.7%	-3.9%	5.3%	2.9%
DAX	33.9%	-6.1%	9.1%	16.3%	29.7%
FTSE 100	15.6%	8.2%	-1.0%	9.4%	6.6%
MSCI Japan	26.3%	-0.9%	12.0%	27.1%	1.7%
MSCI LatAm	43.2%	-2.8%	-9.2%	5.2%	-6.2%
CSI 300	37.6%	-24.3%	-4.7%	-6.3%	6.8%
TOPIX	24.5%	-1.3%	12.3%	26.3%	2.8%
MSCI Asia ex. Japan	46.7%	-20.7%	-8.4%	8.4%	10.6%
10-Year U.S. Treasury	-6.3%	-9.0%	-3.8%	-3.2%	5.7%
10-Year German Bund	-2.1%	-10.3%	-8.7%	0.2%	3.8%
Brent	97.1%	74.7%	-39.6%	11.3%	-21.9%
WTI	86.9%	76.2%	-40.6%	12.2%	-22.0%
Gold	9.5%	-2.0%	5.4%	19.7%	40.1%

Fuente: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Datos a 30 de mayo de 2025

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia-Pacífico, este documento se considera material de marketing, pero no es el caso de EEUU. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de los rendimientos futuros. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede llevar a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan un riesgo. El valor de una inversión puede bajar o subir y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo.



## Información importante

### General

Este documento no puede ser distribuido en Canadá o Japón. Este documento está dirigido exclusivamente a clientes minoristas o profesionales. Este documento se distribuye de buena fe por Deutsche Bank Aktiengesellschaft, sus sucursales (según lo permitido en cualquier jurisdicción pertinente), empresas afiliadas y sus directivos y empleados (colectivamente, "Deutsche Bank"). Este material es únicamente para su información y no pretende ser una oferta, ni una recomendación o solicitud de una oferta para comprar o vender cualquier inversión, valor, instrumento financiero u otro producto específico, para concluir una transacción, o para proporcionar cualquier servicio de inversión o asesoramiento de inversión, o para proporcionar cualquier investigación, estudio de inversión o recomendación de inversión, en cualquier jurisdicción, sino que está destinado únicamente con fines informativos. La información no sustituye al asesoramiento adaptado a las circunstancias individuales del inversor. Todos los materiales contenidos en esta comunicación deben ser examinados en su totalidad.

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

Este documento y toda la información incluida en el mismo se facilitan "tal cual", "según disponibilidad", y el Deutsche Bank no ofrece ninguna declaración ni garantía de ningún tipo, ya sea expresa, implícita o legal, en relación con cualquier declaración o información contenida en este documento o en relación con el mismo. En la medida en que lo permitan las leyes y reglamentos aplicables, no hacemos ninguna declaración sobre la rentabilidad de ningún instrumento financiero o medida económica.

Todas las opiniones, precios de mercado, estimaciones, declaraciones prospectivas, declaraciones hipotéticas, previsiones de rentabilidad u otras opiniones que conduzcan a conclusiones financieras contenidas en este documento reflejan el juicio subjetivo de Deutsche Bank en la fecha de este documento. Sin limitación, Deutsche Bank no garantiza la exactitud, adecuación, integridad, fiabilidad, puntualidad o disponibilidad de esta comunicación o de cualquier información contenida en este documento y rechaza expresamente cualquier responsabilidad por errores u omisiones en el mismo. Las declaraciones prospectivas implican elementos significativos de juicios y análisis subjetivos y los cambios en los mismos y/o la consideración de factores diferentes o adicionales podrían tener un impacto material en los resultados indicados. Por lo tanto, los resultados reales pueden variar, quizás materialmente, de los resultados aquí contenidos. Salvo que se indique lo contrario en este documento, todas las manifestaciones de opinión reflejan la valoración actual de Deutsche Bank, que puede cambiar en cualquier momento. Deutsche Bank no asume ninguna obligación de actualizar la información contenida en este documento ni de informar a los inversores sobre la información actualizada disponible. La información contenida en este documento está sujeta a cambios sin previo aviso y se basa en una serie de supuestos, estimaciones, opiniones y modelos o análisis hipotéticos que -aunque, desde el punto de vista actual del Banco se basan en información adecuada- pueden no resultar válidos o resultar en el futuro exactos o correctos y pueden diferir de las conclusiones expresadas por otros departamentos del Deutsche Bank. Aunque la información contenida en este documento se ha obtenido de fuentes que el Deutsche Bank considera fidedignas y fiables, el Deutsche Bank no garantiza la integridad, imparcialidad o exactitud de la información y no debe confiarse en ella como tal. Este documento puede proporcionar, para su comodidad, referencias a sitios web y otras fuentes externas. Deutsche Bank no se hace responsable de su contenido y éste no forma parte de este documento. El acceso a dichas fuentes externas corre por su cuenta y riesgo.

En la medida en que lo permitan las leyes y reglamentos aplicables, este documento tiene únicamente fines informativos y no pretende crear ninguna obligación jurídicamente vinculante para el Deutsche Bank, y el Deutsche Bank no actúa como su asesor financiero ni en calidad de fiduciario, salvo que el Deutsche Bank acuerde expresamente lo contrario por escrito. Antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben considerar, con o sin la asistencia de un profesional financiero, si las inversiones y estrategias descritas o proporcionadas por Deutsche Bank son apropiadas, a la luz de las necesidades de inversión particulares del inversor, sus objetivos, circunstancias financieras, los posibles riesgos y beneficios de dicha decisión de inversión. A la hora de tomar una decisión de inversión, los inversores potenciales no deben basarse en este documento, sino únicamente en lo contenido en la documentación final de oferta relativa a la inversión. Como proveedor global de servicios financieros, el Deutsche Bank se enfrenta de vez en cuando a conflictos de intereses reales y potenciales. La política del Deutsche Bank consiste en adoptar todas las medidas adecuadas para mantener y aplicar medidas organizativas y administrativas eficaces para identificar y gestionar dichos conflictos. La alta dirección del Deutsche Bank es responsable de garantizar que los sistemas, controles y procedimientos del Deutsche Bank sean adecuados para identificar y gestionar los conflictos de intereses. Deutsche Bank no presta asesoramiento fiscal o jurídico, ni siquiera en este documento, y nada de lo contenido en el mismo debe interpretarse como que Deutsche Bank presta a ninguna persona asesoramiento en materia de inversión. Los inversores deben solicitar asesoramiento a sus propios expertos fiscales, abogados y asesores de inversión a la hora de considerar las inversiones y estrategias descritas por el Deutsche Bank. Salvo que se notifique lo contrario en un caso concreto, los instrumentos de inversión no están asegurados por ninguna entidad gubernamental, no están sujetos a sistemas de protección de depósitos y no están garantizados, ni siquiera por el Deutsche Bank. Queda prohibida la reproducción o difusión de este documento sin la autorización expresa y por escrito del Deutsche Bank. El Deutsche Bank prohíbe expresamente la distribución y transferencia de este material a terceros. Deutsche Bank no acepta responsabilidad alguna derivada del uso o distribución de este material o por cualquier acción o decisión tomada con respecto a las inversiones mencionadas en este documento que el inversor haya realizado o pueda realizar en el futuro. La forma de circulación y distribución de este documento puede estar restringida por la legislación o la normativa de determinados países, incluidos, entre otros, los Estados Unidos. Este documento no está dirigido a ninguna persona o entidad que sea ciudadana o residente de una localidad, estado, país u otra jurisdicción en la que dicha distribución, publicación, puesta a disposición o uso sea contraria a la ley o a la normativa, o que someta al Deutsche Bank a algún requisito de registro o licencia en dicha jurisdicción que no se cumpla en la actualidad. Las personas a las que pueda llegar este documento están obligadas a informarse de dichas restricciones y a respetarlas. Los resultados pasados no son garantía de resultados futuros; nada de lo aquí contenido constituirá representación, garantía o predicción alguna en cuanto a resultados futuros. Si el inversor lo solicita, puede obtener más información. Deutsche Bank AG es una sociedad anónima ("Aktiengesellschaft") constituida con arreglo a las leyes de la República Federal de Alemania, con sede en Fráncfort del Meno. Está registrada en el tribunal de distrito ("Amtsgericht") de Fráncfort del Meno con el número HRB 30 000 y tiene licencia para llevar a cabo actividades bancarias y prestar servicios financieros. Las autoridades supervisoras son el Banco Central Europeo ("BCE"), Sonnemannstrasse 22, 60314 Fráncfort del Meno, Alemania ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) y la Autoridad Federal Alemana de Supervisión Financiera ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"), Graueheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn y Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Fráncfort del Meno ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)), y por el Banco Central Alemán ("Deutsche Bundesbank"), Wilhelm-Epstein-Strasse 14, 60431 Fráncfort del Meno ([www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)). El presente documento no ha sido presentado a ninguna de las autoridades supervisoras mencionadas anteriormente ni a las mencionadas a continuación, ni ha sido revisado o aprobado por las mismas.

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal es una entidad de crédito regulada por el Banco de España y la CNMV e inscrita en sus respectivos Registros Oficiales con el Código 019. DB SAEU sólo puede llevar a cabo los servicios financieros y las actividades bancarias que entran dentro del ámbito de su licencia vigente. El domicilio social en España se encuentra en Paseo de la Castellana número 18, 28046 - Madrid. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 28100, Libro 0, Folio 1, Sección 8, Hoja M506294, Inscripción 2. NIF: A08000614. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia-Pacífico, este documento se considera material de marketing, pero no es el caso de EEUU. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. El rendimiento pasado no es indicativo de los rendimientos futuros. La rentabilidad se refiere a un valor nominal basado en las ganancias/pérdidas de los activos y no tiene en cuenta la inflación. La inflación tendrá un impacto negativo en el poder adquisitivo de este valor monetario nominal. Dependiendo del nivel actual de inflación, esto puede llevar a una pérdida real de valor, incluso si el rendimiento nominal de la inversión es positivo. Las inversiones conllevan un riesgo. El valor de una inversión puede bajar o subir y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Su capital puede estar en riesgo.