

EXPECTED RETURNS A 5 AÑOS

# La Era de la Confusión

RESUMEN EJECUTIVO

2023  

---

2027

# Resumen ejecutivo

## La Era de la Confusión

Para inversores profesionales

Allá por el año 1720, Johann Sebastian Bach, posiblemente uno de los más grandes compositores clásicos de todos los tiempos, escribió una notablemente compleja fuga en si menor que no solo tiene cuatro voces, sino que también incluye un tema en el que se utilizan los doce semitonos de la escala temperada, algo nunca visto hasta entonces. Puesto que el tema cubre todas las notas de la octava, la fuga parece carecer por completo de armonía, razón por la cual uno de los críticos contemporáneos de Bach la calificó de “confusa”. Sin embargo, resultó ser revolucionaria. Rayando en la atonalidad, sembró la simiente de un importante cambio de paradigma en la música que no ocurriría hasta dos siglos después, cuando Arnold Schönberg se inspiró en esta fuga para componer música atonal, abandonando el consolidado reino de la música tonal.

## RESUMEN EJECUTIVO

La fuga de Bach resuena con fuerza hoy en día en los mercados financieros. Dada la pluralidad y persistencia de las recientes conmociones, una sensación de desorientación resuena en el imparable ascenso de volatilidad en el mercado de renta fija a causa de la mayor tasa de inflación estadounidense y la menor tasa de crecimiento del PIB chino de los últimos 40 años. Al igual que las cuatro voces diferenciadas de la fuga de Bach, la orquesta de los mercados financieros viene interpretando este año cuatro compases muy diferentes, con una rápida alternancia entre ellos. En lo que llevamos de año se ha producido un aumento de los intereses nominales de la deuda pública estadounidense y un descenso de los diferenciales crediticios (régimen de propensión al riesgo), un descenso de los intereses en deuda pública y un aumento de los diferenciales crediticios (régimen de aversión al riesgo), un aumento de dichos intereses y de dichos diferenciales crediticios (régimen de QT), y un descenso de ambas variables (régimen de QE).

Nuestro informe del año pasado sobre previsiones a 5 años se titulaba "Los tórridos años veinte", y llevaba por subtítulo "Sube la temperatura". Por desgracia, un año después tenemos que concluir que las cosas se han calentado a la velocidad de una olla a presión, y no solo por el calentamiento global. Una guerra en pleno apogeo en Europa que ha desencadenado una crisis energética y alimentaria, unida a unos niveles de inflación que en las economías desarrolladas rondan los dos dígitos, claramente no entraban en las previsiones. Aunque el Covid efectivamente parece ir camino de convertirse en endémico, sigue lastrando al principal motor de crecimiento mundial: China. Un país que simultáneamente debe lidiar también con una crisis inmobiliaria y una grave sequía.

### La era de la confusión está marcada por la pluralidad, la persistencia y la reflexividad

En nuestra opinión, hemos entrado ya en la era de la confusión. Confusión, debido a la infinidad y variedad de piezas móviles con las que los actores del mercado tienen que hacer malabares, y que dan lugar a que las divergencias entre las opiniones de los analistas sean mayores de lo habitual en lo que respecta a factores tan decisivos como la efectividad de las políticas monetarias y presupuestarias, el cambio climático, la incidencia de los precios de la energía y los alimentos, la trayectoria de crecimiento de China, el sobreendeudamiento, la zombificación o la geopolítica. Este aumento de la incertidumbre se refleja en unos niveles de volatilidad de casi el doble que antes del Covid, según las previsiones de los analistas acerca de los beneficios empresariales globales a 12 meses vista. Esta era de la confusión se ve favorecida por la pluralidad de conmociones recientes, la persistencia de las mismas y su reflexividad, la reacción a esas conmociones. Observamos esta confusión o desorientación sobre todo en tres aspectos clave: la falta de entendimiento de la inflación, el cambio en las políticas monetarias y el debate sobre si la Gran Moderación ha concluido.

### Comprender la falta de comprensión de la inflación

En primer lugar, existe bastante confusión en torno al origen de la inflación actual, y lo más preocupante es que en los círculos de los bancos centrales también es así.

Powell dijo a principios de 2021 que tal vez debíamos "desaprender" la relación monetarista que se recoge en los libros de texto entre los agregados monetarios y la producción y la inflación, aunque otras figuras o exfiguras de los bancos centrales, como Mervyn King, no estuvieran de acuerdo. Manifestó además que la famosa frase de Friedman de que "la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario" sigue siendo válida, y que los bancos centrales no deberían haber impreso tanto dinero nuevo para salir de la recesión del Covid. Como ilustramos en el Capítulo 4, desaprender de Friedman no parece muy prudente, aunque la velocidad del dinero sea baja.

## RESUMEN EJECUTIVO

Naturalmente, también existe confusión sobre la trayectoria que va a seguir la inflación a partir de ahora. La opinión vertida el pasado año por los responsables de los bancos centrales de que la inflación iba a ser “transitoria” se ha dado de bruces con la realidad. Powell tuvo que admitir que: “Creo que ahora sabemos lo poco que sabemos sobre la inflación”. Los principales bancos centrales han caído víctimas del mismo error de concepto en sus previsiones, suponiendo que bastaba con marcar un objetivo de inflación y después dejar correr los modelos sobre el supuesto de que a largo plazo la inflación siempre termina por reducirse al 2%. De este modo, los responsables de los bancos centrales han estado golpeando la pelota y fallando durante la recuperación postpandémica, terminando por detrás de la curva. En último término, los banqueros centrales no solo corren el riesgo de que el llamado “canal de las expectativas” de transmisión de la política monetaria se colapse si las previsiones de inflación se desligan, sino que también se arriesgan a perder su propia credibilidad como luchadores contra la inflación. Este año, los responsables de los bancos centrales se han hecho eco claramente de este riesgo al eliminar la palabra “transitorio” de su discurso y embarcarse en un ciclo de endurecimiento rápido.

En la publicación del año pasado advertíamos que “la inflación podría resultar menos transitoria de lo que se presupone”, basándonos en la idea de que la incertidumbre macroeconómica históricamente elevada derivada de la conmoción del Covid auguraba un periodo prolongado y más persistente de reequilibrio económico. Un aspecto tranquilizador es que este reequilibrio ya está en marcha, y las presiones sobre la cadena de suministro están atenuándose, como acredita la reducción de los precios de transporte y la caída de los precios de los bienes básicos. En el lado de la demanda, el consumo de bienes, que fue excesivamente elevado en 2020/2021, se ha normalizado. Los precios reales del petróleo han bajado y, con la incidencia cada vez más pronunciada de los efectos de base generados por la deceleración interanual de los precios del petróleo sobre la inflación general, la vida debería ser un poco más sencilla para los responsables de los bancos centrales.

Sin embargo, hay un obstáculo. En la fase actual, los efectos de base de los precios de la energía ya deberían haber dado lugar a una disminución de las cifras generales del IPC, pero estos efectos se han visto subsumidos por la reflexividad<sup>1</sup>: a medida que cambian los componentes del coste de la vida, los actores económicos van reaccionando y demandando compensación a través de salarios y actualización de las pensiones. La reflexividad sugiere que, tras un pico de inflación, el subsiguiente proceso de desinflación puede ser errático y no supone que la inflación vaya a descender clara y automáticamente hacia los objetivos marcados por los bancos centrales. Aunque las conmociones inflacionarias exógenas (alimentos/energía) puedan desvanecerse a medida que avance 2023, la respuesta de los productores y consumidores locales generará efectos endógenos que reactivarán las fuentes de inflación internas (servicios, alquileres).

1. Término introducido en la disciplina económica por Soros en su libro “La alquimia de las finanzas” (1987).

Así pues, la aparición de desinflación sigue sin despejar la incógnita de hasta dónde llegará la inflación en el medio plazo. Después de que los mercados financieros se hayan visto sorprendidos tanto por la pluralidad como por la persistencia de las conmociones en 2022, la reflexividad podría ser el nuevo factor que prolongue en el tiempo este episodio de confusión acerca de la inflación, en un contexto de mayor poder de negociación colectiva de los obreros frente al capital. Aunque nuestra conclusión es que el listón para que la inflación se afiance está bastante alto y las recesiones, que esperamos que se produzcan de una u otra forma en cada uno de nuestros escenarios, son muy desinflacionarias, la posible aparición de una asimetría en la distribución de la frecuencia de inflación prevista en las economías desarrolladas es un hilo conductor clave de cara al periodo 2023-2027.

### Un cambio histórico en la política monetaria

La segunda razón por la que consideramos que estamos entrando en la era de la confusión es que un importante cambio de régimen está ganando tracción en los mercados financieros con la transición de la QE a la QT por parte de los bancos centrales. La razón de este cambio es que las primas de riesgo de inflación nos dicen que el miedo a la deflación que reinó durante una década ha sido reemplazado por el temor a la inflación, lo cual ha eliminado la necesidad de que los tipos de interés se mantengan artificialmente bajos y se adopten medidas de flexibilización monetaria poco convencionales. En este sentido, en gran medida, estamos adentrándonos en terreno inexplorado. Acostumbrados a la intervención de la Reserva Federal, los mercados interpretaban las malas noticias macroeconómicas como buenas noticias, ya que implicaban que iba a llegar más dinero barato. Toda una generación de traders se ha visto condicionada por la tendencia de subida de los balances de los bancos centrales como porcentaje del PIB. Esta tendencia alcista ha provocado una reflación masiva de los precios de los activos. No olvidemos que, a pesar de la significativa compresión de múltiplos observada el último año, la ratio precio/beneficio estándar del S&P 500 sigue registrando una subida del 97% desde que el expresidente de la Fed, Sr. Bernanke, anunciara por primera vez la QE en noviembre de 2008. Ahora que la tendencia de expansión de los balances de los bancos centrales está a punto de revertirse, sencillamente resulta demasiado fácil suponer que la QT será la imagen especular de la QE y que, por tanto, todo se encuentra ya plenamente reflejado en los precios actuales. La experiencia del periodo de QT moderada en Estados Unidos, de 2017 a 2019, ya demostró que el impacto sobre las condiciones de liquidez es asimétrico a la baja. En un mundo en que los riesgos de inflación están inclinados al alza, las malas noticias macroeconómicas al final son simplemente malas noticias.

### ¿Adiós a la Gran Moderación?

En tercer lugar, la pluralidad, la persistencia y la consiguiente reflexividad que emanan de las recientes conmociones ha desatado un importante debate macroeconómico sobre si la Gran Moderación ha terminado. Aunque la confusión en sí podría ser indicativa de un incipiente cambio de paradigma, por sí sola no basta. Consideramos que el futuro se ha vuelto menos predecible y seguimos siendo agnósticos en lo referente al cambio de régimen de cara a los próximos cinco años, aunque está claro que la Gran Moderación se está viendo salpicada por diversos brotes de estanflación.

Para decir con contundencia que se está produciendo un cambio de paradigma se requieren pruebas muy contundentes. En nuestra opinión, no hay suficientes evidencias para concluir que estemos cerca de un punto de inflexión en el que la reflexividad provoque una inflación incontrolada en las economías desarrolladas. Si la reversión demográfica que se está produciendo en China, el principal motor del crecimiento mundial, termina siendo netamente desinflacionaria, debido a que el prolongado desapalancamiento de su vasto sector inmobiliario dé lugar a un débil crecimiento del consumo, la Gran Moderación bien podría continuar. Por el contrario, si los bancos centrales se muestran demasiado sensibles al crecimiento y giran prematuramente, abortando el ciclo de endurecimiento monetario sin eliminar las causas de la inflación mientras China se recupera, es probable que estemos más cerca de decir adiós a la era de la Gran Moderación.

### Nuestros escenarios

¿Adónde nos lleva todo esto en lo referente a nuestro planteamiento de escenarios hipotéticos? En nuestro supuesto principal, **el de aterrizaje forzoso que atenúa la inflación**, prevemos que la economía mundial experimentará una recuperación titubeante y fatigosa después de que Estados Unidos caiga en recesión en 2023 y eso enfríe la demanda lo suficiente como para atenuar la inflación. No obstante, los recortes de los tipos oficiales de la Fed durante la próxima recesión tendrán una impronta de dureza, ya que se espera

## RESUMEN EJECUTIVO

que la inflación permanezca en zonas limítrofes (2,6% de media en 2023-2027). La actividad de inversión dirigida al restablecimiento de las cadenas de suministro genera resiliencia, pero también compromete la eficiencia. Tres motores, a saber, los tipos de interés reales bajos, el nivel de exceso de ahorro y la asequibilidad de la vivienda, que según referencias históricas podrían sostener un crecimiento del consumo por encima de la tendencia en los próximos cinco años para las economías de los mercados desarrollados, han comenzado a petardear. Por ello, rebajamos la trayectoria de crecimiento estadounidense para los próximos cinco años del 2,3% a una tasa anualizada de crecimiento del PIB real del 1,75%, por debajo de la tendencia. El empeoramiento de los factores demográficos provocará una deceleración del crecimiento de la actividad real de China por debajo del 5%.

En nuestro supuesto alcista **Los Plateados Años Veinte**, vemos emerger un rayo de esperanza de la reciente pluralidad de conmociones. Esperamos que el PIB real estadounidense repunte hasta el 3,75% en 2024 y que el crecimiento geométrico a 5 años del PIB anualizado se sitúe en una saludable tasa superior a la tendencia del 2,75% en el periodo 2023-2027. Esto se basa en nuestra perspectiva de que las innovaciones derivadas de las inversiones en activos fijos verdes y el auge de las inversiones en inmovilizado tras el Covid comenzarán finalmente a dejarse notar en las cifras de productividad. La Ley de Reducción de la Inflación promulgada recientemente en Estados Unidos generará un repunte cíclico de las inversiones en activos fijos verdes. Europa intensifica su alejamiento de Rusia como proveedor decisivo de energía, gracias a las terminales de importación de GNL y a los contratos de suministro de GNL a largo plazo, y se independiza estratégicamente de Rusia. Al mismo tiempo, la iniciativa REPowerEU contribuye al objetivo europeo "Fit for 55". China logra la inmunidad de rebaño contra el Covid en 2023, así como un desapalancamiento controlado de su sector inmobiliario, lo que le permite alcanzar el objetivo de crecimiento anual del 5,5% marcado por el PCC.

En nuestro escenario bajista, **Los Lastrados Años Veinte**, prevemos que el actual ciclo de endurecimiento monetario global y la subsiguiente recesión en 2023 no resultan suficientes para que la inflación baje de su persistente pedestal. En este escenario, se materializan miles de riesgos reales ya que abunda la reflexividad, tanto en los mercados financieros como en la economía real. Como sucediera con la Fed de la época de Volcker, en la década de 1980, se necesitan dos recesiones para controlar la inflación. La Fed muestra una mayor sensibilidad al crecimiento a medida que avanza en el ciclo de endurecimiento continuado y recorta los tipos oficiales durante el episodio recesivo de 2023-2024 más que en el supuesto de nuestro caso base. No obstante, la recesión es más prolongada, ya que la confianza de los consumidores no se recupera tan rápidamente como en los otros escenarios debido a la elevada inflación registrada.

Ante la persistencia de los problemas relacionados con la oferta en un contexto de elevadas tensiones geopolíticas, la inflación subyacente sube de nuevo al 4,75% en 2025. Esto comienza a preocupar muy gravemente a la Fed, que se embarca en un ciclo de endurecimiento agresivo. Las curvas de tipos de interés vuelven a invertirse y tiene lugar otra recesión, más profunda, en 2026/2027. El crecimiento geométrico a 5 años del PIB anualizado se encuentra en el extremo inferior de su rango histórico, y la tasa de crecimiento del PIB estadounidense es de tan solo el 0,95% en el periodo 2023-2027.

Desde la coyuntura actual, es totalmente plausible que se produzcan en los próximos cinco años situaciones más extremas y divergentes, que van desde una deflación en toda regla tras un aterrizaje forzoso hasta una situación económica en la que se asienta la psicología inflacionaria, llegando así a un punto de inflexión en el que la inflación se descontrola. Sin embargo, aunque plausibles, estos supuestos imaginables tienen una baja probabilidad de materializarse, en nuestra opinión, y presentan equilibrios muy inestables.



## RESUMEN EJECUTIVO

### Rentabilidad real entre baja a negativa, primas de riesgo contenidas

¿Cómo puede evitar un inversor la deflexión en esta era de la confusión? Analizando los hechos desde el prisma de la pluralidad, la persistencia y la reflexividad. La confusión no es nada nueva para los mercados financieros; en realidad lleva siendo algo cotidiano para los inversores desde sus inicios, como queda patente en el libro de La Vega de 1688 titulado *Confusión de confusiones* sobre la primera bolsa de valores del mundo, la de Ámsterdam, en el siglo XVII. La confusión da lugar a oportunidades para los inversores activos. Desde la perspectiva de los mercados financieros, la era de la confusión bien podría terminar siendo la era de las oportunidades de alfa para los inversores activos y avezados a medida que la marea de excesiva liquidez que dio lugar a las operaciones monetarias fáciles vaya retrocediendo.

Cabe esperar que la rentabilidad de los activos en euros se mantenga por debajo de su promedio histórico a largo plazo en los próximos cinco años, debido principalmente a que el interés sin riesgo estaría por debajo de la situación de normalidad y, en algunos casos, las primas de riesgo se mostrarían contenidas, salvo en el caso de las materias primas. Para los inversores con una cartera internacional cuya moneda sea el dólar estadounidense, las perspectivas son más prometedoras, ya que se prevé que las demás divisas se revaloricen frente al dólar y que el mercado alcista del billete verde llegue a su fin en los próximos cinco años.

Hemos reducido ligeramente la previsión de rentabilidad para la renta variable un 0,25%, lo que ha dado lugar a una rentabilidad nominal total geométrica del 4% para la cartera de renta variable de mercados desarrollados, en euros. El repunte de los tipos de interés nominales sin riesgo desde septiembre de 2021 ha dado lugar a una mejora de los resultados para muchas clases de activos de renta fija, con una notable mejora del 1,5% en el caso de la deuda soberana de mercados desarrollados (con cobertura en euros).

### Resumen ejecutivo 2022-2026

|  | Rentabilidad anualizada a 5 años |       |
|--|----------------------------------|-------|
|  | EUR                              | USD   |
| <b>Renta fija</b>                                |                                  |       |
| Efectivo   | 1,00%                            | 2,50% |
| Bonos de gobierno AAA domésticos                 | -0,50%                           | 3,25% |
| Bonos de gobierno global desarrollado (cubierto) | 1,00%                            | 2,50% |
| Deuda gobiernos emergentes (local)               | 2,75%                            | 5,75% |
| Crédito corporativo Investment Grade (cubierto)  | 1,75%                            | 3,25% |
| Crédito corporativo High Yield (cubierto)        | 2,75%                            | 4,25% |
| <b>Renta variable</b>                            |                                  |       |
| Renta variable de mercados desarrollados         | 4,00%                            | 7,25% |
| Renta variable de mercados emergentes            | 5,25%                            | 8,25% |
| Inmobiliarias cotizadas                          | 3,75%                            | 6,75% |
| Materias primas                                  | 4,00%                            | 7,00% |
| <b>Precios al consumo</b>                        |                                  |       |
| Inflación  | 2,25%                            | 2,75% |

Fuente: Robeco. Septiembre de 2022. El valor de sus inversiones puede fluctuar y los resultados estimados no garantizan el rendimiento futuro.

## RESUMEN EJECUTIVO

En comparación con el año pasado, asumir riesgo en renta variable de mercados desarrollados está un poco peor remunerado que en renta fija. Es la primera vez desde que comenzamos a publicar Expected Returns hace doce años que proyectamos que la prima de riesgo en renta variable de mercados desarrollados para un inversor en euros va a situarse por debajo de su exceso de retorno en situación normalizada. Esto se debe, en parte, a que prevemos un cambio de nivel en la volatilidad del consumo que garantiza una prima de riesgo en renta variable a medio plazo superior a la que refleja actualmente el mercado. Sin embargo, desde la perspectiva de la rentabilidad nominal absoluta, todavía no existe una alternativa a las acciones en el universo tradicional multiactivo, y solo las materias primas pueden igualar los resultados de la renta variable para un inversor en euros.

Mantener el poder adquisitivo real en una cartera diversificada a escala mundial va a ser muy complicado, ya que descubrimos que una cartera globalmente diversificada de acciones y bonos tiene una rentabilidad real, es decir, ajustada conforme a la inflación, del -2,9% anual cuando la inflación anual se encuentra por encima del 4%. En otras palabras, los periodos inflacionarios son, con mucho, los peores en lo que se refiere al poder adquisitivo de los inversores. Con la excepción de nuestro pronóstico alcista, consideramos que la inflación se situará en una horquilla del 2,5% al 5% en las economías desarrolladas, lo que supone un claro desafío para la diversificación de la cartera, ya que la correlación entre renta variable y fija tiende a ser positiva en este rango de inflación para los mercados desarrollados. Por lo tanto, continuará la búsqueda de activos alternativos para cubrir el riesgo en renta variable. A este respecto, queremos destacar que no hemos rebajado nuestra previsión para el sector inmobiliario, aunque se espera que las materias primas sigan generando resultados similares a los de la situación normalizada a pesar de los resultados del superciclo de las materias primas registrado en los últimos dos años.

La última fuga en si menor de Bach, *Das Wohltemperierte Klavier*, desbarató el paradigma dominante en la escena musical del siglo XVIII, inspirando a Beethoven, Mendelssohn y muchos otros en siglos posteriores. Sin embargo, Bach no dio al traste con todo ya que, en última instancia, sus composiciones siguieron siendo de naturaleza tonal. De la misma manera, la era de la confusión desafiará y transformará los fundamentos de la Gran Moderación que venimos disfrutando los últimos 40 años, pero tal vez no los desbarate todavía. ●



# Información importante

Robeco Institutional Asset Management B.V. ("Robeco") tiene una licencia como gestora de Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (UCITS) y Fondos de Inversión Alternativa (AIF) ("Fondos") de la Autoridad Neerlandesa para los Mercados Financieros. Este documento comercial está destinado únicamente a inversores profesionales, definidos como inversores que califican como clientes profesionales, que han solicitado ser tratados como clientes profesionales o están autorizados a recibir dicha información en virtud de las leyes aplicables. Robeco y/o sus empresas relacionadas, afiliadas y subsidiarias no serán responsables de ningún daño que puedan surgir del uso de este documento. Los usuarios de esta información que presten servicios de inversión en la Unión Europea tienen su propia responsabilidad de evaluar si se les permite recibir la información de acuerdo con la normativa MiFID II. En la medida en que esta información califique como un beneficio no monetario menor razonable y apropiado según MiFID II, los usuarios que brindan servicios de inversión en la Unión Europea son responsables de cumplir con los requisitos de divulgación y mantenimiento de los registros aplicables.

El contenido de este documento se basa en fuentes de información consideradas fiables y no incluye garantías de ningún tipo. Sin más explicaciones, este documento no puede considerarse completo. Las opiniones, estimaciones o previsiones pueden cambiar en cualquier momento sin previo aviso. En caso de duda, busque asesoramiento independiente. Este documento está destinado a proporcionar al inversor profesional información general sobre las capacidades específicas de Robeco, pero no ha sido preparado como análisis de inversión y no constituye una recomendación de inversión para comprar o vender determinados valores o productos de inversión ni para adoptar ninguna estrategia de inversión o asesoramiento jurídico, contable o fiscal.

Todos los derechos relacionados con la información contenida en este documento son y seguirán siendo propiedad de Robeco. Este material no se puede copiar ni compartir con el público ni reproducirse o publicarse de ninguna forma ni por ningún medio sin el permiso previo por escrito de Robeco. La inversión implica riesgos. Antes de invertir, tenga en cuenta que el capital inicial no está garantizado. Los inversores deben asegurarse de comprender completamente el riesgo asociado con cualquier producto o servicio de Robeco ofrecido en su país. Los inversores también deben tener en cuenta su propio objetivo de inversión y su nivel de tolerancia al riesgo. Los rendimientos históricos se proporcionan únicamente con fines ilustrativos. El precio de las unidades puede subir o bajar y el rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros. Si la moneda en la que se muestra el rendimiento anterior difiere de la moneda del país en el que reside, debe tener en cuenta que, debido a las fluctuaciones del tipo de cambio, el rendimiento mostrado puede aumentar o disminuir si se convierte a su moneda local. Para obtener más detalles, consulte el Folleto. Este documento no está dirigido a ninguna persona o entidad que sea ciudadano o residente en países que no permiten la oferta de servicios financieros extranjeros o en los que Robeco no ofrece sus servicios. La información de los Fondos incluida en este documento está calificada en su totalidad por referencia al Folleto y debe leerse junto con el Folleto, donde se incluye información detallada sobre los Fondos y los riesgos asociados. El Folleto y los Documentos de Información Fundamental para el Inversor se pueden obtener de forma gratuita en [www.robeco.es](http://www.robeco.es).

La sucursal de Robeco en España está registrada en el Registro Mercantil de Madrid, en el tomo 19.957, folio 190, sección 8, hoja M-351927 y en el Registro Oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de sucursales de empresas de servicios de inversión del Espacio Económico Europeo, con el número 24. Tiene domicilio en Madrid en la Calle Serrano 47 y CIF W0032687F.

