

Los Méritos de la Deuda Soberana Emergente en Divisa Local

Comparación entre la deuda en divisa local y fuerte

Agosto de 2025





El aumento de la preocupación por el deterioro de las cuentas fiscales en varios —aunque no todos— los países desarrollados, junto con el creciente temor a la llamada "dominancia fiscal" sobre la política monetaria, ha llevado a los inversores a reconsiderar la composición de sus carteras de renta fija y a observar a los mercados emergentes (ME) desde una nueva perspectiva. En Colchester, hemos sostenido desde hace tiempo que la solidez relativa de los balances, la adhesión sostenida a la ortodoxia en las políticas, el cambio hacia una financiación predominantemente doméstica y el potencial de rentabilidad que ofrecen varios mercados emergentes los hacen cada vez más atractivos en comparación con sus homólogos del mundo desarrollado y con otros sectores del mercado de renta fija.

Sin embargo, no todos los "mercados emergentes" son iguales. Hoy en día, muchos inversores y analistas siguen utilizando el término "mercados emergentes" de forma generalizada para definir a todos aquellos países que no pertenecen al "mundo desarrollado". En nuestra opinión, esto es un error. Ya no es apropiado agrupar a países con calificación de grado de inversión como la República Checa, Polonia o Chile en la misma categoría que países con calificación inferior al grado de inversión como Pakistán, Venezuela o Uganda. Hoy en día, los primeros —y otros similares— se asemejan más a varios mercados desarrollados tradicionales, mientras que los segundos son Mercados Frontera que presentan características similares a los "mercados emergentes" de las décadas de 1980 y 1990, que dieron lugar a la "crisis del tequila", la "crisis asiática" y otros shocks que los inversores asocian con los mercados emergentes. En muchos aspectos, los mercados frontera actuales son los mercados emergentes de antaño.

Es evidente que, al igual que existe una diferencia entre los bonos corporativos de grado de inversión y los de alto rendimiento en el espacio de crédito, también hay una diferenciación similar dentro de los mercados emergentes. En términos generales, el universo de renta fija de mercados emergentes puede dividirse en exposición a deuda emitida en moneda local y deuda emitida en moneda fuerte, predominantemente en dólares estadounidenses.

Los inversionistas pueden acceder a:

1. El segmento de mayor calidad crediticia dentro del espectro de mercados locales, y/o
2. Bonos en moneda local en mercados frontera, a través de índices de referencia específicos para moneda local.

Por otro lado, los índices de referencia en moneda fuerte tienden a agrupar todos los mercados emergentes en una sola categoría, que abarca desde países con calificación AA hasta aquellos con calificación C en el extremo inferior del espectro crediticio. No es sorprendente que las características estructurales de los países que componen cada índice, su calidad crediticia y su perfil de riesgo y retorno potencial difieran entre las tres alternativas: mercados emergentes en moneda local, mercados frontera en moneda local y mercados emergentes en moneda fuerte.

En este documento nos enfocamos en la deuda soberana de mercados emergentes en moneda local y en moneda fuerte, exploramos estas diferencias, consideramos su posible rol dentro de una estrategia de inversión diversificada y evaluamos las valoraciones actuales.

El papel de la deuda de mercados emergentes en una cartera diversificada

Todos los inversionistas, en mayor o menor medida, deben equilibrar y ponderar tres objetivos: seguridad, liquidez y rentabilidad. Sus circunstancias particulares, objetivos y tolerancia al riesgo desempeñan un papel clave en la decisión de asignación de activos y en dónde invertir.



Por ejemplo, en el caso de un banco central o un administrador de reservas, la liquidez y la seguridad probablemente sean prioritarias, por lo que la deuda de mercados desarrollados, tanto doméstica como global, suele constituir el núcleo de su cartera. Sin embargo, otras clases de activos han ofrecido históricamente un mayor potencial de rentabilidad y, por lo tanto, también pueden tener cabida en la asignación de activos, considerando sus características de seguridad y liquidez.

Otros inversionistas, como los fondos patrimoniales, fundaciones o fondos de pensiones, pueden dar mayor peso a los rendimientos esperados a largo plazo, aunque también es probable que asignen parte de su cartera a activos relativamente seguros y líquidos para mejorar el perfil general de riesgo-retorno.

Si bien la decisión más básica de asignación de activos entre acciones y bonos sigue siendo fundamental en la construcción de carteras hoy en día, los inversionistas también consideran una amplia variedad de otras clases de activos, desde bienes raíces hasta deuda de mercados emergentes, capital privado y crédito privado.

Cada clase de activo necesita competir cada vez más con otras para cumplir un rol específico dentro de la cartera agregada.

Los asignadores de activos son cada vez más conscientes de que las características de diversificación, riesgo y retorno potencial de la deuda de mercados emergentes (EM, por sus siglas en inglés) la convierten en una adición potencialmente interesante dentro de una cartera diversificada.

La deuda en moneda local de mercados emergentes no solo puede competir con bonos corporativos de grado de inversión y de alto rendimiento por un lugar en la cartera, sino que también está siendo considerada cada vez más como una asignación dedicada en lugar de parte de la exposición tradicional a renta fija de mercados desarrollados, dada su calificación crediticia, la solidez relativa de sus balances y su potencial de retorno.

En contraste, debido a su orientación predominantemente en dólares estadounidenses y su menor calidad crediticia, la deuda de mercados emergentes en moneda fuerte suele competir con bonos de alto rendimiento (High Yield) y otros sectores orientados al riesgo o al retorno total por un espacio en la cartera agregada.

Aunque algunos aún caen en el error de considerar la deuda en moneda local y en moneda fuerte como equivalentes, sus características subyacentes, calidad crediticia y exposición cambiaria indican que no lo son. Si bien se puede argumentar con claridad que ambas deben tratarse de forma diferenciada, muchos aún las comparan como alternativas. Por lo tanto, cualquier análisis debe evaluar los méritos respectivos de ambas.

Con esto en mente, Colchester considera que la deuda soberana de mercados emergentes en moneda local es particularmente atractiva hoy en día, tanto por razones estratégicas (preservación de capital, liquidez y retorno), como tácticas (valoraciones atractivas en el momento actual). En contraste, aunque la deuda soberana en moneda fuerte ha generado históricamente retornos atractivos, sus características son menos adecuadas para los objetivos de seguridad (preservación de capital) y liquidez, debido a sus menores calificaciones crediticias y menor liquidez.

Además, en nuestra opinión, las valoraciones actuales de la deuda en moneda fuerte de mercados emergentes son menos atractivas que las que se observan en el espacio de moneda local. Esto se debe en parte a la sobrevaloración actual del dólar estadounidense, en el cual están denominados estos bonos.



Tabla 1. Retornos de clase de activos a largo plazo (31 de diciembre de 2002-31 de diciembre de 2024)¹

	Annualised Return	Annualised Volatility
Global Equities	9.30%	15.14%
US High Yield debt	7.37%	8.81%
Hard Currency EM debt	6.49%	8.74%
Local Currency EM debt	4.89%	11.60%
US Corporate debt	4.26%	6.28%
Local Currency EM debt (USD hedged)	3.72%	4.40%
Global Investment Grade (IG) Government debt (USD hedged)	3.08%	3.59%
US Treasuries	2.60%	4.66%
Global Investment Grade (IG) Government debt	2.23%	6.87%

Fuente: Bloomberg. Rentabilidades expresadas en términos no cubiertos en USD, salvo que se indique lo contrario.

Nota: La fecha de inicio del 31 de diciembre de 2002 se eligió porque corresponde a la fecha de creación del índice de mercados emergentes en moneda local.

Rentabilidades históricas y correlaciones

Históricamente, tanto la deuda de mercados emergentes en moneda fuerte como en moneda local (sin cobertura en USD) han generado rentabilidades significativamente superiores a las de los activos tradicionales de renta fija defensiva, como los bonos del Tesoro de EE. UU., aunque con una mayor volatilidad (ver Tabla 1). La clase de activos en moneda local ha superado cómodamente a los bonos del Tesoro de EE. UU., a la deuda gubernamental de mercados desarrollados globales y a la deuda corporativa estadounidense desde la creación del índice estándar de deuda en moneda local de mercados emergentes a finales de 2002.

La deuda en moneda fuerte ha tenido un rendimiento aún mejor durante este período, aunque ha generado menores retornos que la deuda corporativa de alto rendimiento. Como era de esperar, la deuda en moneda local sin cobertura ha sido más volátil (11,6 %) que la deuda en moneda fuerte (8,7 %), debido principalmente a su exposición a monedas distintas al dólar y a los movimientos en los tipos de cambio.

La volatilidad de la deuda en moneda local, cuando se cubre al dólar estadounidense, se reduce significativamente a 4,4 %, situándose por debajo de la de la deuda en moneda fuerte. De hecho, la deuda en moneda local cubierta al USD ha mostrado la segunda menor volatilidad entre las clases de activos analizadas en la Tabla 1 y, además, presenta los mejores retornos ajustados por riesgo en términos cubiertos.

La relevancia de la volatilidad depende del objetivo y la tolerancia al riesgo de cada inversionista. Para muchos, el riesgo de pérdida permanente es probablemente más importante que la simple volatilidad de precios. Como se mencionó anteriormente, la deuda en moneda fuerte conlleva un mayor riesgo crediticio que la deuda en moneda local, lo que expone a los inversionistas a una mayor probabilidad de impago. Ese riesgo crediticio debe sopesarse frente al retorno potencial.

¹ MSCI World Net Total Return USD Index, Intercontinental Exchange (ICE) Bank of America (BoFA) US Cash Pay High Yield Index, JP Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI) Global Diversified, JP Morgan Global Bond Index – Emerging Market Global Diversified (GBI-EM), ICE BoFA Corporate Index, FTSE World Government Bond Index (WGBI), FTSE US Global Bond Index (GBI).



Además del perfil de rentabilidad, también debe considerarse la relación o correlación entre los distintos sectores de renta fija —y, por tanto, los posibles beneficios de diversificación— a nivel de cartera agregada. La Tabla 2 sugiere que los beneficios de diversificación de la deuda de mercados emergentes en moneda local son superiores a los de la deuda en moneda fuerte, dada su menor correlación histórica con los bonos del Tesoro de EE. UU., la deuda corporativa de grado de inversión y la deuda corporativa de alto rendimiento.

Dado el carácter intrínseco de ambas clases de activos, este resultado es esperable. Los bonos en moneda fuerte suelen estar en manos de inversionistas globales y se valoran en el mercado como un diferencial de crédito respecto a la curva de los bonos del Tesoro de EE. UU. (ya que la mayoría de esta clase de activos está denominada en USD). Por otro lado, los bonos en moneda local de mercados emergentes suelen ser adquiridos por inversionistas domésticos y, por tanto, son menos sensibles a los cambios en las condiciones financieras globales y más sensibles a las condiciones económicas locales.

Tabla 2. Correlaciones del rendimiento histórico de los sectores de renta fija (31/12/2014 - 31/12/2024)²

	US Treasuries	Local Currency EM	Hard Currency EM	US IG Corporate	US High Yield
US Treasuries	1.00				
Local Currency EM	0.31	1.00			
Hard Currency EM	0.44	0.82	1.00		
US IG Corporate	0.73	0.66	0.86	1.00	
US High Yield	0.21	0.67	0.84	0.73	1.00

Fuente: Bloomberg. Rendimientos en USD (sin cobertura de divisa).

Si bien es importante comprender los rendimientos históricos y el comportamiento de las correlaciones, el desempeño pasado no es necesariamente indicativo de resultados futuros. Los rendimientos generados por cualquier inversión pueden depender en gran medida de la valoración de la clase de activo en cuestión al momento de la inversión. El punto de partida importa.

El repunte de los rendimientos como respuesta al shock inflacionario posterior al COVID ha provocado un reajuste generalizado de las tasas de interés en todos los sectores de renta fija, acercándolas más a sus niveles históricos. Si bien los inversionistas vuelven a ser "remunerados" por mantener bonos, la atraktividad relativa de los distintos sectores varía.

Lo más notable es que los spreads de crédito han caído a mínimos de varios años en mercados como EE. UU., Reino Unido y Europa durante el tercer trimestre de 2025. Esto sugiere que podría ser prudente actuar con cierta cautela en aquellos sectores que se valoran como un diferencial respecto a la deuda soberana subyacente. Esto incluye la deuda corporativa, la deuda de alto rendimiento (high yield) y la deuda de mercados emergentes en moneda fuerte.

Parte del rendimiento absoluto y relativo histórico de estos sectores refleja la compresión de spreads que ha tenido lugar, así como la fortaleza relativa del dólar estadounidense frente a los activos no estadounidenses que componen una mayor proporción de los índices globales y de los índices de deuda de mercados emergentes en moneda local presentados en la Tabla 1. Una reversión de cualquiera de estos factores probablemente tendría un impacto significativo en los rendimientos relativos en el futuro.

Como se mencionó anteriormente, los asignadores de activos no solo deben considerar los retornos potenciales. También deben tener en cuenta la preservación del capital, las calificaciones crediticias y la liquidez.

² FTSE US GBI, JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index, JP Morgan EMBI Global Diversified Index, ICE BofA Corporate Index, ICE BofA US Cash Pay High Yield Index.



1) Preservación del capital y liquidez

Comenzando por las características de seguridad, o preservación del capital, de la deuda de mercados emergentes en moneda local y en moneda fuerte:

Probabilidad de incumplimiento

La Tabla 3 muestra las tasas históricas de incumplimiento durante los últimos 50 años de la deuda soberana de mercados emergentes, tanto en moneda local como en moneda extranjera, y desglosadas por calificación crediticia.

Tabla 3. Tasas de incumplimiento promedio acumulativo en soberanos (1975-2024)

Rating	Foreign Currency	Local Currency
AAA	0.00	0.00
AA	0.00	0.00
A	1.09	1.04
BBB	2.44	1.28
BB	3.74	2.04
B	17.36	8.35
CCC/CC	49.23	33.08

Fuente: Default, Transition and Recovery: Estudio anual de incumplimiento soberano y transición de calificaciones 2024, Standard & Poor's, 2025.

La deuda en moneda local ha tenido una tasa de incumplimiento más baja en todos los casos. Intuitivamente, esto era de esperarse. Los emisores soberanos suelen tener la capacidad única de crear ("imprimir") la moneda en la que está denominado el bono, así como la facultad de recaudar impuestos de sus economías domésticas para cubrir sus necesidades de financiamiento y servicio de deuda. Además, los gobiernos enfrentan presión por parte de su población local, que vota o, de forma implícita, tiene el poder de remover a quienes están en el poder.

Por lo tanto, no sorprende que, dado que la mayor parte de la deuda en moneda local de mercados emergentes está en manos de inversionistas domésticos, exista una mayor disposición a incumplir con acreedores extranjeros que con los nacionales en momentos de tensión. Estos factores hacen que la deuda en moneda fuerte de mercados emergentes sea más vulnerable al incumplimiento, y la experiencia histórica lo confirma.

Al analizar los incumplimientos y explorar por qué los impagos en moneda extranjera son mucho más frecuentes, vale la pena considerar por qué los gobiernos emiten deuda en moneda extranjera. Si una persona tomara un préstamo, por ejemplo, para comprar una casa, ganaría dinero en su moneda local, compraría la casa en su moneda local y, casi con toda seguridad, pediría el préstamo en su moneda local. Pedir dinero prestado en una moneda extranjera podría permitir obtener una tasa de interés más baja, pero también implicaría asumir el riesgo de que el tipo de cambio se mueva, y este riesgo casi siempre será mucho mayor que cualquier ahorro en la tasa de interés que pudiera justificarse.

Lo mismo ocurre con los gobiernos: al endeudarse en moneda extranjera, asumen un riesgo cambiario considerable. Entonces, ¿por qué lo hacen?



El universo de mercados emergentes está compuesto por dos tipos de países: aquellos que tienen una "cobertura natural" frente al riesgo cambiario, y aquellos que no la tienen. Por ejemplo, Arabia Saudita y Catar forman parte del índice de deuda en moneda fuerte de mercados emergentes y emiten deuda en dólares estadounidenses. Ambos países tienen sus monedas ancladas al dólar, ya que sus principales exportaciones —petróleo y gas— están denominadas en esa moneda. Aunque se endeudan en dólares, también cuentan con una "cobertura natural", ya que la mayor parte de sus ingresos está directamente vinculada al dólar.

Por otro lado, hay países como Argentina y Egipto que también se endeudan en dólares estadounidenses, pero pertenecen a la segunda categoría, ya que carecen de una cobertura natural significativa. Entonces, ¿por qué lo hacen?

Esencialmente, la respuesta es que en países donde el sistema financiero no está muy desarrollado, los gobiernos suelen tener dificultades para obtener el financiamiento necesario a nivel interno. Esto los obliga a recurrir a inversionistas internacionales, quienes a menudo prefieren prestar en dólares estadounidenses. Una vez que un país se endeuda en moneda extranjera, queda expuesto a fuertes movimientos cambiarios, especialmente cuando su moneda local se deprecia frente al dólar. Cuando esto ocurre, se reduce su capacidad de repago de la deuda externa.

Históricamente, cuando un país ha incumplido con su deuda en moneda extranjera, a menudo ha sido precedido por una fuerte caída en el valor de su moneda local. Normalmente, existen otros problemas fundamentales en el país que contribuyen a la debilidad de la moneda, pero es la devaluación cambiaria la que, por lo general, termina forzando el incumplimiento.

2) Calificación crediticia

Dada la mayor probabilidad de incumplimiento en la deuda de mercados emergentes en moneda fuerte, los asignadores de activos deben ser conscientes de los diferentes perfiles de calificación crediticia de ambos sectores de renta fija de mercados emergentes al compararlos.

No solo la probabilidad de incumplimiento es menor en la deuda en moneda local, sino que el índice estándar de deuda en moneda local de mercados emergentes (**JP Morgan GBI-EM Global Diversified**) presenta un perfil de calificación claramente superior al de su contraparte en moneda fuerte (**JP Morgan EMBI Global Diversified**). Esta diferencia se muestra claramente en el **Gráfico 1**.

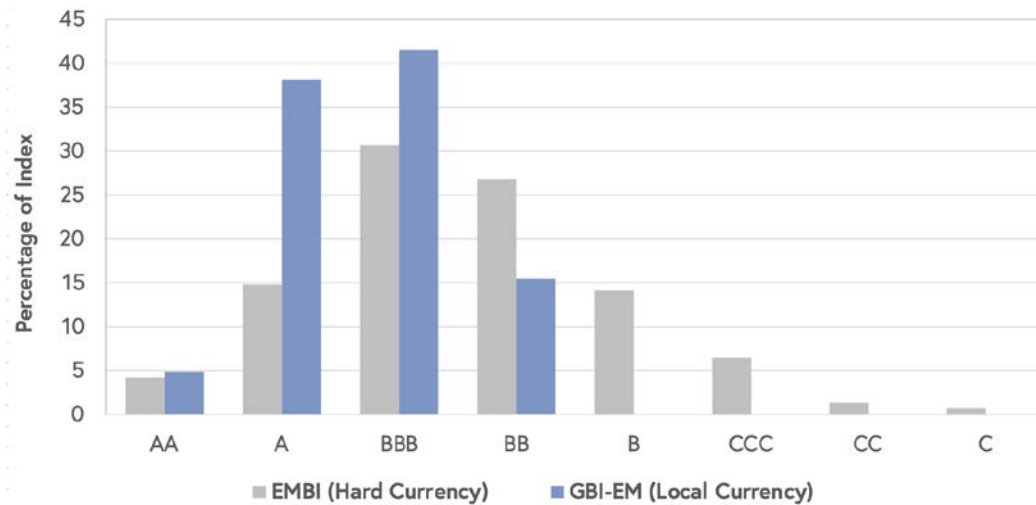
Las calificaciones crediticias más altas que disfruta la deuda en moneda local no son sorprendentes, ya que las economías con monedas e inflación más estables, así como con mercados de capitales domésticos más profundos, tienden a emitir más deuda a nivel local en lugar de hacerlo en moneda fuerte en los mercados internacionales. Muchos de los países incluidos en el índice de moneda local emiten alrededor del **90 % de su deuda en moneda local**. Al emitir en su propia moneda, el riesgo de incumplimiento se reduce, y esto es recompensado por las agencias calificadoras con mejores calificaciones.

El **Gráfico 1** muestra claramente que la gran mayoría del índice de deuda en moneda local —alrededor del 85 %— cuenta actualmente con calificación de **grado de inversión**. En cambio, el índice de deuda en moneda fuerte tiene solo un **49,7 %** con calificación de grado de inversión³ y un "extremo" compuesto por países con calificaciones bajas. Aquí es donde se cruzan la calificación crediticia y la probabilidad de incumplimiento.

³ A finales de Agosto de 2025



Gráfico 1. Perfil de calificación crediticia de índices de divisas locales y moneda fuerte⁴



Fuente: JP Morgan, Bloomberg. A agosto de 2025.

3) Liquidez

La liquidez es la última característica que los asignadores de activos deben considerar. Al comparar la profundidad y liquidez de cada mercado, se observa que el universo de deuda en moneda local es significativamente más grande y líquido. Actualmente, JP Morgan estima que el valor de mercado de la deuda soberana de mercados emergentes en moneda local es de aproximadamente 13 billones de dólares estadounidenses, mientras que el stock de deuda en moneda fuerte se estima en solo 1,5 billones de dólares⁵.

Esta gran y creciente discrepancia no es sorprendente, ya que los países tienen incentivos para reducir su vulnerabilidad externa desarrollando mercados de capitales locales y emitiendo deuda en moneda doméstica. Esto reduce su exposición a shocks externos, el riesgo de fuga de capitales y una posible escasez de divisas para cubrir necesidades de financiamiento.

Los tres mayores emisores de deuda gubernamental dentro del universo de mercados emergentes —China, India y Brasil— emiten más del 90 % de su deuda en moneda local.

A medida que los países emergentes aumentan sus niveles de ingreso y estándares de gobernanza, comienzan a emitir deuda gubernamental en moneda local, y los inversionistas extranjeros suelen ingresar a sus mercados. Esto amplía el universo potencial de inversión y mejora la liquidez. Una vez que la curva de rendimientos en moneda local de un país está completamente desarrollada y se establecen prácticas adecuadas de liquidación de bonos, los proveedores de índices suelen considerar su inclusión en los índices de referencia relevantes. Cuando esto ocurre, la demanda y el perfil de liquidez suelen aumentar. La inclusión de India en el índice JPM GBI-EM de moneda local en 2024 es un buen ejemplo de esta evolución (ver recuadro).

No sorprende que, dado el mayor volumen de emisión en moneda local, exista mayor liquidez y menores diferenciales entre precios de compra y venta (*bid-ask spreads*) en los mercados de deuda en moneda local en comparación con los de moneda fuerte. Por ejemplo, según nuestra experiencia, los diferenciales promedio ponderados en el universo de moneda local rondan el 0,30 % del precio, mientras que en el universo⁶ de inversión en moneda fuerte son aproximadamente el doble.

⁴ La calificación que se muestra es la más alta de S&P, Moody's y Fitch, donde estén disponibles. La calificación de moneda local se utiliza para el JP Morgan GBI-EM Global Diversified (GBI-EM) y la calificación de moneda extranjera para el JP Morgan Embi Global Diversified (EMBI).

⁵ JP Morgan as at end of December 2024.

⁶ As at the end of December 2024.



La inclusión de India en el índice JPM GBI-EM Global Diversified

En 2024, India fue incluida en el índice de bonos soberanos de mercados emergentes en moneda local, sumando así la quinta economía más grande del mundo al índice de referencia. Esta incorporación aportó mayor liquidez al mercado de deuda en moneda local, ya que atrajo a inversionistas extranjeros. También mejoró el perfil de grado de inversión del índice, ya que India contaba con una calificación BBB- por parte de las tres principales agencias calificadoras en ese momento⁷.

El peso de India en el índice comenzó con un pequeño porcentaje inicial en su inclusión en junio de 2024 y actualmente ha alcanzado su peso total del 10 % en el índice⁸. Esto significa que seis de las veinte economías más grandes del mundo ya forman parte del índice JPM GBI-EM Global Diversified. Arabia Saudita también está considerando su inclusión en el índice de moneda local, lo que elevaría ese número a siete.

India no solo aporta otra gran economía al índice, sino que también contribuye a la diversificación dentro del mismo. El mercado indio no solo tiene una baja correlación con los mercados de bonos desarrollados y los activos de riesgo, sino que también presenta una correlación relativamente baja con otros países del universo de mercados emergentes.

Durante los últimos diez años hasta finales de 2024, la correlación de los bonos indios cubiertos al dólar estadounidense con los bonos del Tesoro de EE. UU. fue de solo 0,34, mientras que su correlación con la deuda de alto rendimiento de EE. UU. fue de apenas 0,07.

La siguiente tabla muestra la correlación de los bonos indios con otros mercados de bonos principales en el índice de moneda local, así como con el propio índice agregado. Es evidente que las correlaciones históricas han sido bajas en todos los casos. Esto sugiere que la incorporación de India probablemente aumentó la diversificación dentro del índice y mejoró el conjunto de oportunidades para que gestores activos como Colchester puedan generar potencialmente alfa.

Tabla 4. Correlación entre los bonos del gobierno indio denominados en INR y otros mercados de bonos en moneda local

	India	Brazil	Mexico	Indonesia	Thailand	Poland	China	Türkiye	Colombia	Malaysia	GBI-EM
India	1.00										
Brazil	0.24	1.00									
Mexico	0.25	0.36	1.00								
Indonesia	0.21	0.42	0.56	1.00							
Thailand	0.36	0.36	0.66	0.47	1.00						
Poland	0.31	0.13	0.52	0.34	0.55	1.00					
China	0.21	0.10	0.13	0.03	0.32	0.10	1.00				
Türkiye	0.07	0.25	0.19	0.30	0.21	0.05	0.04	1.00			
Colombia	0.28	0.46	0.57	0.53	0.52	0.44	0.02	0.15	1.00		
Malaysia	0.20	0.32	0.59	0.51	0.73	0.54	0.27	0.02	0.40	1.00	
GBI-EM	0.14	0.54	0.63	0.71	0.57	0.38	0.02	0.27	0.63	0.54	1.00

Fuente: JP Morgan, Colchester Global Investors. Los rendimientos están expresados en términos cubiertos en USD y corresponden a los 10 años hasta finales de diciembre de 2024.

⁷ La calificación crediticia de India posteriormente se elevó a BBB por S&P el 14 de agosto de 2025

⁸ A fines de agosto de 2025.



Valoraciones relativas: moneda fuerte versus moneda local

Las características estructurales de una clase de activo deben equilibrarse con su valoración al momento de considerar los méritos —o no— de su inclusión en la asignación de activos de una cartera diversificada.

Al valorar la deuda de mercados emergentes en moneda fuerte, hay dos componentes que conforman su valoración. Como la mayoría de estos bonos están emitidos en dólares estadounidenses y se valoran en relación con los bonos del Tesoro de EE. UU., el primer componente es la valoración del bono del Tesoro subyacente. Por supuesto, un inversionista puede acceder directamente al mercado de bonos del Tesoro sin necesidad de comprar deuda de mercados emergentes, por lo que el componente realmente relevante es el diferencial de rendimiento frente a la curva de gobierno de la moneda de emisión, y este es el principal indicador de valoración.

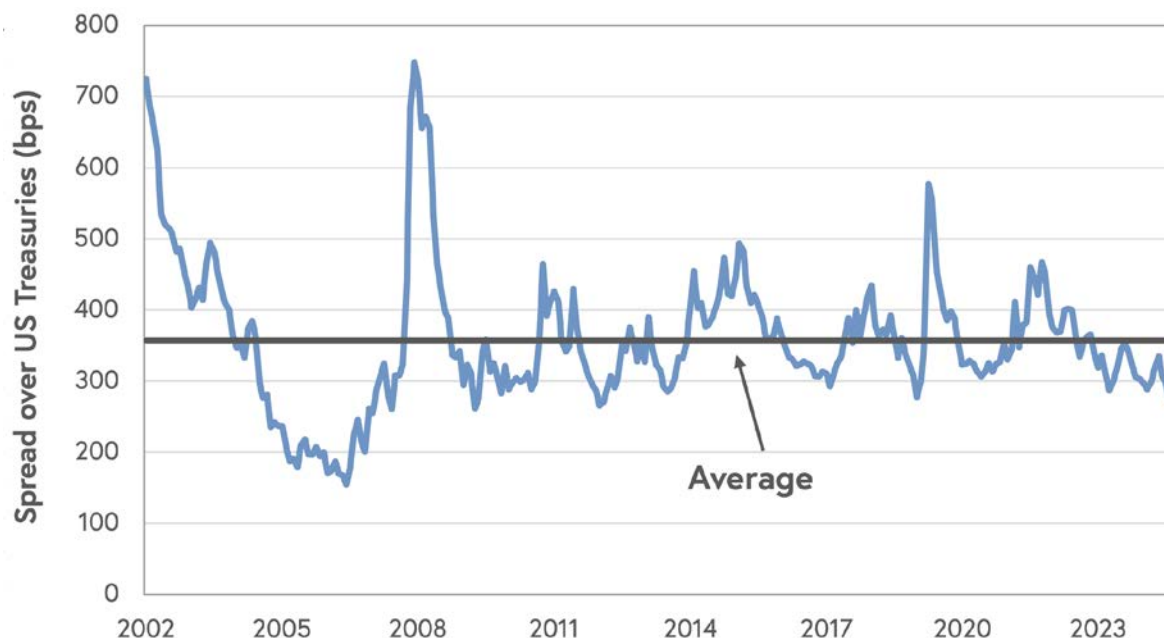
Como se mencionó anteriormente, dado que la mayoría de la deuda en moneda fuerte está emitida en dólares, el diferencial se evalúa típicamente frente a la curva de bonos del Tesoro de EE. UU. El Gráfico 2 muestra el diferencial del índice EMBI sobre los bonos del Tesoro desde diciembre de 2002⁹. El diferencial ha promediado 357 puntos básicos durante todo este período. Incluso si se ignoran las oscilaciones asociadas con la burbuja de valoración de mediados de los 2000 —cuando el diferencial cayó a unos 150 puntos básicos a mediados de 2007— y su posterior repunte tras el estallido de dicha burbuja, el diferencial promedió 356 puntos básicos en el período posterior a la crisis financiera global (desde finales de 2010 hasta finales de agosto de 2025). En otras palabras, si se excluye esa volatilidad extrema, el promedio es prácticamente el mismo.

En este contexto, resulta quizás sorprendente ver que el diferencial actual se encuentra en los límites inferiores de los últimos 15 años, justo cuando las perspectivas de crecimiento global son especialmente inciertas debido al posible impacto negativo de los aranceles estadounidenses, la probable dislocación de las cadenas de suministro y la incertidumbre en torno a la inflación y las tasas de interés. Un entorno así no siempre ha sido favorable para prestatarios con baja calificación que dependen del capital extranjero.

Aunque el mismo argumento podría aplicarse a los diferenciales y valoraciones en otros sectores de crédito en la actualidad, esto sugiere —al menos para nosotros— que se justifica cierta cautela en el espacio de deuda en moneda fuerte de mercados emergentes: la historia sugiere que las valoraciones están en el lado caro.

⁹ Esta es la fecha de inicio del índice equivalente de JP Morgan Global Diversified en moneda local.

Gráfico 2 - JP Morgan Morgan EMBI Global Diversified Index y nivel promedio, diciembre de 2002 hasta finales de agosto de 2025



Fuente: JP Morgan, Bloomberg, Colchester Global Investors. Datos de fin de mes de diciembre de 2002 a agosto de 2025.
Tenga en cuenta que el spread se calcula sobre los US Treasuries.

Dólar estadounidense

El segundo factor que los asignadores de activos deben tener en cuenta al evaluar el valor relativo de la deuda de mercados emergentes en moneda fuerte frente a la de moneda local es el valor inicial del dólar estadounidense. La fortaleza —o debilidad— del dólar influye directamente en los rendimientos relativos.

Mientras que los rendimientos de la deuda en moneda fuerte están denominados en dólares estadounidenses y, por tanto, no se ven afectados por los movimientos del dólar (ya que esa es la moneda del bono subyacente), los rendimientos de la deuda en moneda local sí fluctúan en sentido inverso al movimiento del dólar. Es decir, una apreciación del dólar implica una depreciación de las monedas locales y, por tanto, menores rendimientos en dólares para los activos denominados en esas monedas, y viceversa.

Por lo tanto, los rendimientos relativos entre ambas clases de deuda de mercados emergentes se ven significativamente afectados por la evolución del dólar. Como se analiza más adelante, el fortalecimiento sostenido del dólar durante los últimos diez años ha sido sin duda un factor clave en la diferencia de rendimiento histórico entre la deuda en moneda local y en moneda fuerte (ver Tabla 1).

La valoración actual del dólar es, por tanto, un elemento crucial al evaluar los posibles rendimientos futuros. Si el dólar se debilita, se esperaría que la deuda en moneda local de mercados emergentes tenga un mejor desempeño (todo lo demás constante), y lo contrario si el dólar se fortalece desde los niveles actuales. Por eso, la valoración actual del dólar importa.



En ese sentido, el principal motor del marco de valoración de divisas de Colchester es el tipo de cambio real, junto con una evaluación de la solidez del balance de un país, sus instituciones, gobernanza y otros factores ESG, así como el diferencial de tasas de interés reales a corto plazo.

A pesar de su caída desde los máximos recientes a comienzos del año, nuestro marco de valoración sugiere que el dólar estadounidense sigue estando significativamente sobrevalorado a finales de agosto de 2025. Si el dólar continúa debilitándose, es razonable esperar que las monedas que componen el universo de mercados emergentes se aprecien (en promedio) frente al dólar, lo que impulsaría los rendimientos relativos de los activos denominados en esas monedas.

En consecuencia, el viento de cola relativo que ha favorecido a la deuda en moneda fuerte durante la última década podría convertirse en un viento en contra, a medida que los activos en monedas distintas al dólar superen en rendimiento a sus contrapartes en moneda fuerte.

Si bien una caída del dólar estadounidense no afectaría el valor de las inversiones en deuda de mercados emergentes en moneda fuerte para un inversionista basado en dólares (ya que los activos están denominados en esa misma moneda), tampoco le permitiría beneficiarse de dicha caída. En otras palabras, existe un costo de oportunidad potencial al invertir en deuda en moneda fuerte cuando el dólar está sobrevalorado.

Sin embargo, no todo está perdido, ya que una depreciación del dólar también podría beneficiar al índice de deuda en moneda fuerte. Un dólar más débil, todo lo demás constante, facilitaría el repago de la deuda en dólares, aliviando parte de la presión sobre los emisores con calificaciones más bajas. No obstante, dado que los spreads ya están "ajustados" en comparación con los niveles históricos, la mejora en los diferenciales probablemente sería solo marginal.

Valoraciones en moneda local

Pasando a la deuda de mercados emergentes en moneda local, el marco de inversión de Colchester descompone el valor inherente de los mercados de bonos locales en dos componentes. Para los bonos, el principal impulsor de la valoración es el rendimiento real esperado (es decir, ajustado por inflación). Luego, dado que compramos esos bonos en sus monedas locales, también valoramos la moneda.

Comenzando con la valoración de los bonos, históricamente, los mercados con mayores rendimientos reales relativos han generado mejores retornos que aquellos con rendimientos reales más bajos. Por lo tanto, después de ajustar por la solidez —o falta de ella— del balance de un país, así como por la calidad de su gobernanza y otros factores ESG, nos inclinamos por países con mayores rendimientos reales ajustados. Como el rendimiento real ex post es desconocido, nos enfocamos en las perspectivas de inflación para estimar los rendimientos reales ex ante o esperados.

En este sentido, la inflación en los mercados emergentes se vio afectada durante los últimos 3 a 4 años por los mismos shocks de oferta y demanda que impactaron a los países desarrollados. Al igual que en otras regiones, hubo un aumento de la inflación tras la disrupción de las cadenas de suministro post-pandemia, el shock de demanda impulsado por estímulos agresivos, y los elevados precios de alimentos y energía. América Latina y Europa Central fueron particularmente golpeadas, mientras que la experiencia en Asia fue más mixta¹⁰.

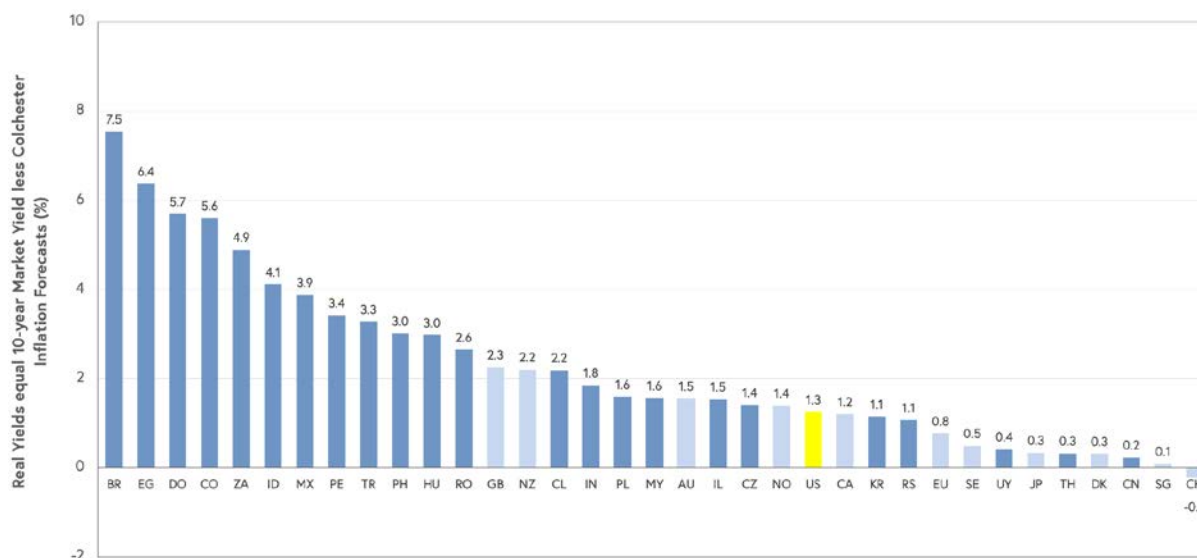
¹⁰ La inflación superó el 25% en Hungría y alcanzó alrededor del 18% en Polonia y la República Checa. Países como Colombia, Brasil y Chile tuvieron un desempeño algo mejor, con picos entre el 12% y el 14%, mientras que la inflación en México alcanzó su máximo en línea con EE. UU., alrededor del 9%. En contraste, la inflación en India apenas se desvió de sus niveles habituales, la inflación en China alcanzó un máximo del 3% y la inflación en Indonesia y Corea del Sur llegó aproximadamente al 6%. En comparación, la inflación en Australia y Canadá alcanzó alrededor del 8%, en Suecia alrededor del 12%, en el Reino Unido el 11%, en la Eurozona el 10%, en Noruega y Nueva Zelanda el 7% y en Japón el 4%. Fuente: Bloomberg, datos de inflación medidos entre abril de 2022 y agosto de 2025.

A medida que las presiones inflacionarias globales han disminuido, la inflación ha bajado en varios mercados emergentes a un ritmo similar —o incluso más rápido— que en los mercados desarrollados. Destacan países como México, Indonesia y Sudáfrica, que han experimentado descensos significativos hasta niveles comparativamente bajos, al haberse controlado la inflación.

Aunque el panorama inflacionario futuro se ha complicado por la situación de los aranceles en EE. UU., las tasas de interés reales siguen siendo elevadas en varios países emergentes en comparación con los desarrollados. Esto hace que estos mercados sean más atractivos tanto en términos absolutos como relativos frente a sus contrapartes desarrolladas, incluido el mercado de bonos de EE. UU.

Esto puede observarse en el Gráfico 3, que muestra las estimaciones de rendimiento real esperado de Colchester a finales de agosto de 2025. Es evidente que se podría construir una cartera diversificada de bonos de mercados emergentes que ofrezca cómodamente un rendimiento real esperado del 4 %, en contraste con el 1 % a 1,5 % disponible en los mercados desarrollados. Todo lo demás constante, esto sugiere que los bonos de mercados emergentes tienen mayor potencial de generar rendimientos superiores en el futuro que los del universo desarrollado.

Gráfico 3. Rendimientos reales esperados en los mercados emergentes y desarrollados a agosto de 2025



AU	Australia	CZ	Czech Republic	ID	Indonesia	NO	Norway	SE	Sweden
BR	Brazil	DK	Denmark	IL	Israel	NZ	New Zealand	SG	Singapore
CA	Canada	DO	Dominican Republic	IN	India	PE	Peru	TH	Thailand
CH	Switzerland	EG	Egypt	JP	Japan	PH	Philippines	TR	Turkiye
CL	Chile	EU	Eurozone	KR	South Korea	PL	Poland	US	United States
CN	China	GB	United Kingdom	MX	Mexico	RO	Romania	UY	Uruguay
CO	Colombia	HU	Hungary	MY	Malaysia	RS	Serbia	ZA	South Africa

Notas: 1. El rendimiento real prospectivo para el sector a 10 años se muestra aquí solo con fines representativos. Colchester valora los sectores de 2, 5, 10 y 20 años de la curva de rendimientos al valorar un país. La cartera final refleja el valor disponible en estos puntos individuales de la curva de rendimientos.

2. El rendimiento real esperado para la Eurozona se calcula en base al rendimiento del Bund alemán a 10 años y la previsión de inflación de Colchester para la Eurozona.

3. Fuente: Colchester Global Investors, datos individuales de IPC y PPI de bancos centrales, y Bloomberg.

El segundo posible impulsor de los rendimientos es el componente de divisas. Como se mencionó anteriormente, si se espera que la cesta de monedas asociadas a los activos extranjeros mantenidos (en este caso, bonos y monedas de mercados emergentes) se aprecie frente al dólar estadounidense, esto proporciona un viento de cola estructural adicional para los rendimientos en la clase de activos de bonos de mercados emergentes¹¹. Lo contrario también es cierto.

¹¹ Si todos los activos extranjeros están cubiertos (hedged) de vuelta a la moneda local, entonces el potencial de obtener rendimientos positivos o negativos por el efecto de las divisas se elimina.



Por lo tanto, al evaluar las valoraciones de las monedas de mercados emergentes frente al dólar estadounidense, es útil considerar en qué punto del ciclo de valoración se encuentra actualmente el dólar. Si el dólar está sobrevalorado y se espera que disminuya a medio plazo, esto, manteniéndose todo lo demás constante, mejorará el potencial de retorno de los bonos/monedas de mercados emergentes en moneda local.

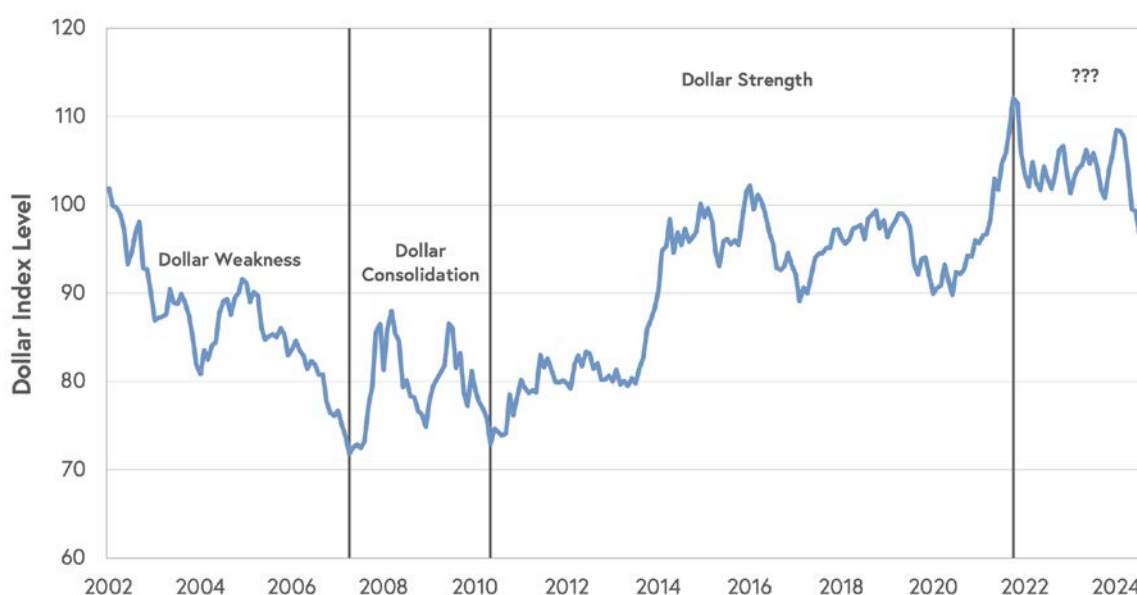
Desde la creación del índice de deuda en moneda local de mercados emergentes, ha habido tres episodios distintos en el dólar estadounidense:

1. la depreciación en los primeros siete u ocho años de este siglo,
2. la apreciación significativa que tuvo lugar desde 2011 hasta 2022 (aunque esta tendencia alcista prolongada del dólar experimentó periodos de debilidad en 2017 y 2020), seguida de un nuevo impulso tras la pandemia, y
3. un periodo de consolidación entre 2008 y 2011 (ver Gráfico 4).

Para determinar la valoración actual del dólar estadounidense, como se mencionó anteriormente, recurrimos a una evaluación del tipo de cambio real. Históricamente, esto ha demostrado ser una métrica útil para evaluar el valor relativo de las monedas a medio plazo y sustenta nuestro marco de valoración de divisas en Colchester. Nuestra evaluación actual del valor real del dólar estadounidense sugiere que podría haber alcanzado su punto máximo en la segunda mitad de 2022 y que ahora podría estar al inicio de otro ciclo depreciación, similar al observado a principios de la década de 2000. Colchester estima que el dólar estadounidense alcanzó una sobrevaloración en términos reales de cerca del 30% frente a una cesta ponderada por igual de cinco monedas principales de economías desarrolladas¹² en finales de 2022.

Si bien el dólar estadounidense se ha debilitado un poco desde entonces, según nuestro análisis del tipo de cambio real, ha permanecido en niveles extremadamente sobrevalorados durante todo 2024 y hasta 2025. Suponiendo, como sugiere la evidencia histórica, que este superciclo del dólar estadounidense probablemente esté llegando a su fin y que la probabilidad de una corrección hacia su valor justo esté aumentando, esto probablemente impactará de manera favorable en los rendimientos de bonos en moneda local de mercados emergentes en el futuro.

Gráfico 4: Ciclos en el tipo de cambio del dólar estadounidense



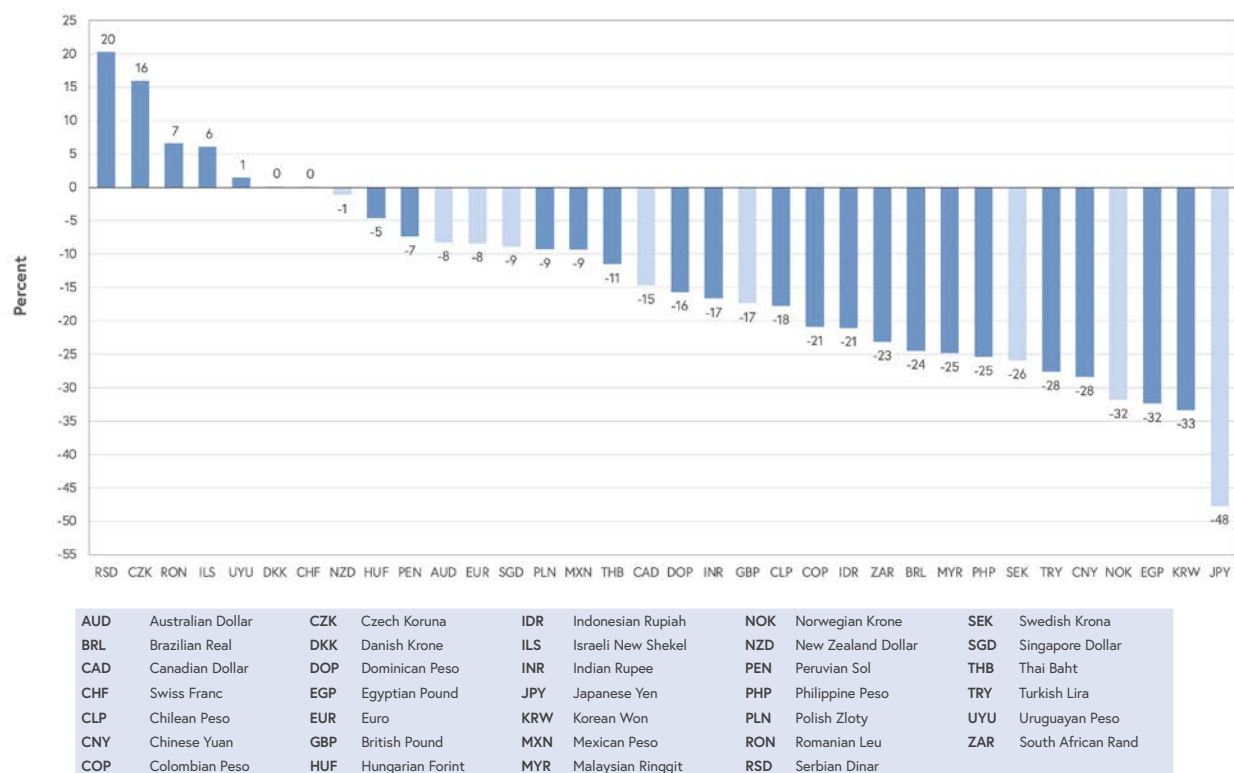
Fuente: Índice del dólar de Bloomberg, Colchester Global Investors. Datos desde diciembre de 2002 hasta finales de agosto de 2025.

¹² El euro, la libra esterlina, el yen japonés, el dólar canadiense y la corona noruega.

El Gráfico 5 muestra las estimaciones del tipo de cambio real tanto para monedas de economías desarrolladas como emergentes al cierre de agosto de 2025. Una cesta ponderada por igual de monedas de mercados emergentes está infravalorada en relación con el dólar estadounidense en casi un 12% en términos reales. Esto sugiere que es más probable que las monedas de mercados emergentes se aprecien frente al dólar estadounidense a medio plazo, lo que proporcionaría un posible viento de cola para los rendimientos de activos denominados en dólares estadounidenses sin cobertura.

Como mínimo, esto indica que cualquier rendimiento positivo de los bonos, generado por los mayores rendimientos reales y nominales que ofrecen los bonos de deuda en moneda local de mercados emergentes, probablemente no se verá erosionado por la debilidad de las monedas emergentes a medio plazo. Por supuesto, un inversor basado en dólares estadounidenses podría beneficiarse de una caída del dólar manteniendo activos no denominados en dólares, pero lo especialmente atractivo de los bonos locales de mercados emergentes es que, en nuestra opinión, el activo subyacente —los bonos— también está atractivamente valorado.

Gráfico 5: Estimaciones del tipo de cambio real frente al dólar estadounidense a cierre de agosto de 2025



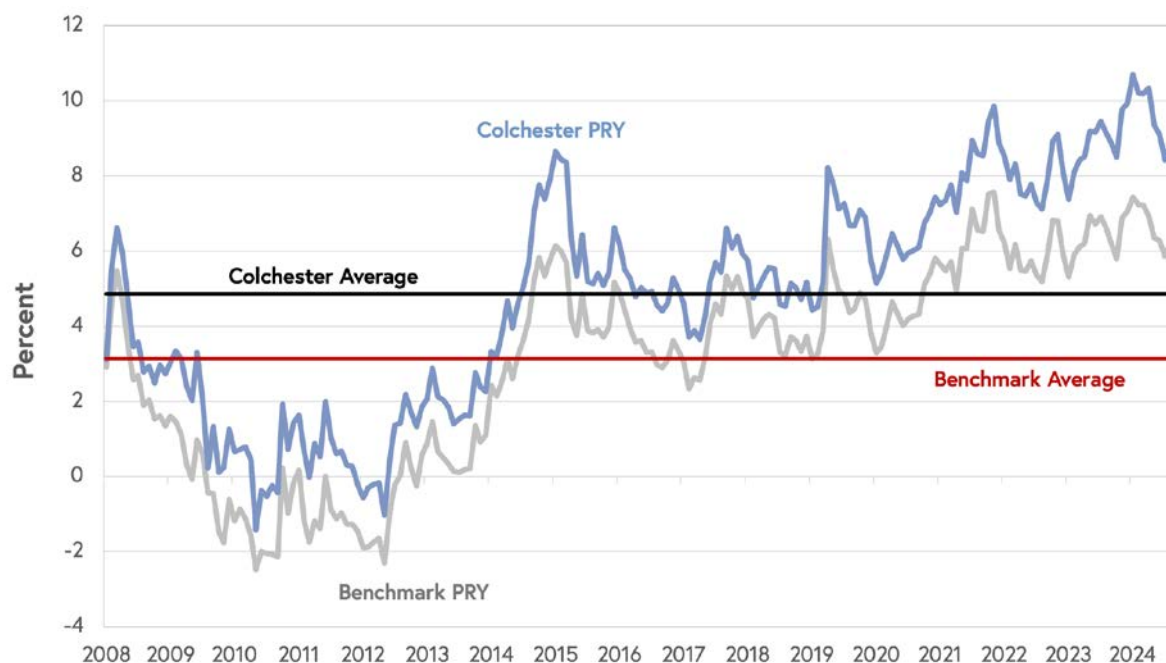
Fuente: Colchester Global Investors, datos individuales de IPC y PPI de bancos centrales, Bloomberg y WMR.

El Gráfico 6 muestra una métrica de valoración combinada para el índice de bonos en moneda local de mercados emergentes (JP Morgan GBI-EM Global Diversified) y para la cartera de Colchester a lo largo del tiempo. El componente de bonos es simplemente el rendimiento real prospectivo promedio ponderado. Es decir, los rendimientos nominales de cada mercado ajustados por la previsión de inflación de Colchester. El componente de divisas es el porcentaje ponderado de sobrevaloración o infravaloración en términos reales frente al dólar estadounidense, dividido por -5.¹³ La sobrevaloración o infravaloración se estima calculando el tipo de cambio real de la moneda y comparándolo con una medida de equilibrio a largo plazo o "valor justo".

¹³ La evidencia histórica sugiere que, en promedio, existe un proceso de reversión a la media de 5 años. Por lo tanto, al dividir por -5, traducimos la sobrevaloración o infravaloración en un cambio esperado promedio en el tipo de cambio. Por ejemplo, si una moneda está infravalorada en un 10% frente al USD, lo traducimos en una expectativa positiva de cambio en el tipo de cambio del 2% (es decir, -10%/-5).

La combinación de las valoraciones actuales de bonos y divisas en el Gráfico 6 sugiere que la deuda en moneda local de mercados emergentes está atractivamente valorada en comparación con la historia. Si bien no está en su punto de valoración más alto observado, se encuentra cerca del mejor valor que hemos visto desde que Colchester lanzó su programa de deuda en moneda local de mercados emergentes en 2008, y el valor real intrínseco disponible hoy es favorable en comparación con la historia. Estimamos que el valor disponible se divide casi por igual entre bonos y monedas de mercados emergentes.

Gráfico 6. Valoraciones combinadas de PRY de bonos y divisas



Fuente: JP Morgan, Bloomberg, Colchester Global Investors. Datos desde diciembre de 2008 hasta agosto de 2025.

Las líneas negra y roja muestran los promedios respectivos durante el período.

Consideraciones sobre el balance

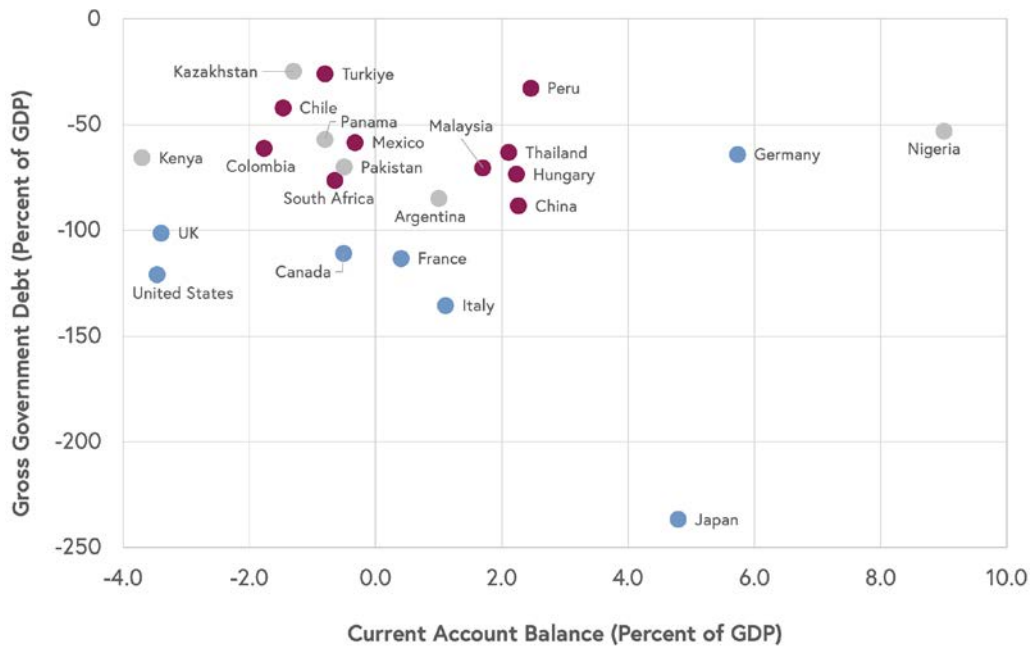
Por último, los inversores deben considerar si sus inversiones son seguras, es decir, si recibirán el reembolso. Para ello, en Colchester evaluamos la solidez del balance fiscal de un país y factores relacionados, tanto para valorar la oportunidad que ofrece su mercado de bonos como para determinar la sostenibilidad de su perfil de deuda y déficit. Una evaluación del balance externo también permite identificar posibles vulnerabilidades que puedan ejercer presión sobre la moneda.

En general, el universo de bonos en moneda local presenta fundamentos más sólidos que muchos emisores de países desarrollados. Una medida agregada simple que combina tanto el nivel de deuda pública de un país como su cuenta corriente proporciona una visión útil sobre la solidez general de su balance. El nivel de deuda pública ofrece información sobre la disciplina o laxitud fiscal histórica de un país, su capacidad para absorber shocks y su habilidad para pagar su deuda. De manera similar, la cuenta corriente da una idea de la capacidad de un país para financiarse, la necesidad de capital extranjero y la acumulación de pasivos externos.

Si bien existen muchas dimensiones y capas para evaluar la solidez del balance de un país, el Gráfico 7 ofrece una instantánea útil. Muestra estas dos medidas representadas en un diagrama de dispersión para una selección de países principales del índice de mercados emergentes en moneda local, algunos del índice en moneda fuerte y los países del G7.



Gráfico 7: Deuda pública bruta frente a la posición de cuenta corriente



Fuente: FMI, Colchester Global Investors. Datos a 2024.

Los países emergentes locales se muestran en rojo y tienden a situarse en la parte superior del gráfico, lo que significa que están relativamente menos endeudados. Los países en gris son algunos de los que forman parte del índice de mercados emergentes en moneda fuerte y presentan, en general, un panorama similar. Solo Alemania, entre los países desarrollados, tiene niveles de deuda pública comparables a muchos países emergentes, mientras que el resto de los países desarrollados presentan niveles de deuda significativamente más altos.

La posición de la cuenta corriente es algo más matizada: la mayoría de los países emergentes suelen estar dentro de una banda de +/-2%, los países frontera tienden a registrar déficits más grandes (dada su necesidad de capital en esta etapa de desarrollo) y los países del G7 muestran una dispersión considerable, con Estados Unidos y Reino Unido, en particular, consumiendo notablemente más de lo que producen en comparación con el resto del mundo.

Estas conclusiones son coherentes con los patrones que hemos observado desde la crisis financiera global. Es decir, una menor disciplina fiscal y ortodoxia de políticas en el mundo desarrollado en comparación con los mercados emergentes, lo que ha llevado a un aumento más rápido de la deuda en esos países. Esto se ha traducido en balances estructuralmente más sólidos en los mercados emergentes frente a los desarrollados. Dentro de nuestro marco de inversión, esto mejora el valor relativo de los mercados emergentes frente a los desarrollados, ya que la mayor solidez de sus balances les otorga una mayor capacidad para resistir y amortiguar shocks, como el impacto arancelario de 2025 que actualmente afecta a nivel global. Esto refuerza la ventaja en rendimiento real (o PRY) mencionada anteriormente y reduce la probabilidad de que problemas de balance deterioren las posibles ganancias por apreciación de las monedas si el dólar estadounidense continúa depreciándose.



Conclusión

Para concluir, creemos que los asignadores de activos deben sopesar las características de rentabilidad, liquidez y seguridad de las distintas clases de activos. Tanto la deuda soberana de mercados emergentes en moneda local como en moneda fuerte ofrecen rendimientos históricos atractivos y beneficios de diversificación en relación con la renta fija tradicional, pero también deben considerarse clases de activos distintas. En nuestra opinión, la deuda en moneda local de mercados emergentes ofrece una liquidez estructuralmente mayor y un menor riesgo de crédito por las razones expuestas en este documento. Los beneficios de diversificación también son algo mejores, y la naturaleza de grado de inversión de esta clase de activo hace que compita cada vez más con bonos corporativos de grado de inversión y, en menor medida, con deuda de mercados desarrollados, para ocupar espacio en carteras diversificadas. Los factores globales tienden a influir más en los mercados de deuda en moneda fuerte, mientras que los factores domésticos suelen tener mayor impacto en los mercados de deuda en moneda local.

En nuestra opinión, la perspectiva cíclica actual favorece la deuda en moneda local de mercados emergentes. La deuda en moneda fuerte y otros sectores de crédito presentan actualmente diferenciales de rendimiento bajos en relación con la historia, mientras que las valoraciones en los mercados de bonos locales parecen atractivas, especialmente cuando se combinan con la actual sobrevaloración fundamental del dólar estadounidense frente a la mayoría de las monedas globales. Si el dólar estadounidense continúa ajustándose hacia su valor justo, esto debería proporcionar un viento de cola significativo para los rendimientos de la deuda en moneda local de mercados emergentes en el futuro. Asimismo, las mejoras estructurales en los balances de varios países emergentes en las últimas décadas se han reflejado en notables mejoras en las calificaciones crediticias del sector. Esto ha incrementado significativamente su atractivo en comparación con varias economías desarrolladas, cuyos balances públicos muestran cada vez más señales de tensión y restricciones de política. Estos mercados emergentes ya no presentan las características históricas de los mercados emergentes; hoy en día, los mercados frontera son los que mejor representan esas características.

En resumen, creemos que los atractivos rendimientos reales disponibles, la significativa infravaloración de las monedas frente al dólar estadounidense y la solidez relativa de los balances hacen que la deuda en moneda local de mercados emergentes sea una propuesta atractiva en el entorno actual.



COLCHESTER GLOBAL INVESTORS - INFORMACIÓN IMPORTANTE

Divulgaciones de Riesgo

- Colchester Global Investors ("Colchester") considera que este documento es una comunicación de marketing y, para los posibles inversores en fondos, está calificado en su totalidad por la información más completa contenida en los documentos de oferta del fondo correspondiente. Este material ha sido preparado exclusivamente para su uso con inversores profesionales o institucionales y no es apto para inversores minoristas. Este material puede contener información ilustrativa sobre productos que pueden no estar disponibles en su jurisdicción. Para más información, póngase en contacto con su representante local de MCS. Los inversores deben buscar asesoramiento profesional antes de realizar una inversión. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros y el valor de cualquier inversión puede bajar así como subir. La inversión en los productos mencionados en este documento pone en riesgo su capital, y puede perder parte o la totalidad de su inversión. Ninguna parte de este documento puede ser reproducida o publicada en ninguna forma o por ningún medio sin el permiso previo por escrito de Colchester.
- Salvo que se indique lo contrario, este documento refleja las opiniones y puntos de vista de Colchester a fecha 31 de agosto de 2025. En relación con los productos y estrategias mencionados en este documento, la información se proporciona únicamente con fines ilustrativos y está destinada solo a clientes profesionales e intermediarios de terceros. Las opiniones expresadas en este documento pueden cambiar sin previo aviso en cualquier momento después de su publicación. Sin perjuicio de nuestros deberes fiduciarios con los clientes existentes, Colchester no garantiza la exactitud ni la integridad de la información contenida en este documento y rechaza toda responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo, indirecto, consecuente u otros, incluyendo la pérdida de beneficios, incurridos por usted o cualquier tercero que puedan surgir por la confianza depositada en este documento.
- El rendimiento, a estos efectos, se define como los resultados de una cartera (o partes de una cartera incluidas en el rendimiento extraído, si corresponde). Salvo que se indique lo contrario, todos los rendimientos se ilustran en términos brutos de comisiones. Los rendimientos brutos no reflejan la deducción de comisiones y gastos, lo que inevitablemente reduciría los rendimientos del cliente. Los clientes pueden solicitar en cualquier momento los resultados netos de rendimiento a las comisiones acordadas en su Acuerdo de Gestión de Inversiones o en los documentos del Prospecto/ Oferta. Un documento completo de rendimiento conforme a los Global Investment Performance Standards (GIPS®) está disponible bajo solicitud. Información adicional sobre las políticas y procedimientos para calcular y reportar rendimientos también está disponible bajo solicitud. Nada en este documento debe interpretarse como asesoramiento de inversión, fiscal u otro tipo, ni debe considerarse una solicitud, recomendación, respaldo u oferta para comprar o vender ningún instrumento financiero.
- No hay garantía de que el enfoque de inversión, las técnicas o las estrategias utilizadas por Colchester sean exitosas o rentables. No se puede asegurar que las estrategias de negociación específicas empleadas produzcan resultados positivos. Cualquier factor que dificulte la ejecución de operaciones, como una menor liquidez o desarrollos extremos en el mercado, podría tener un efecto adverso en el rendimiento. Invertir en mercados frontera implica un mayor riesgo de pérdida que invertir en mercados más desarrollados debido, entre otros factores, a una mayor iliquidez, riesgos regulatorios, políticos, fiscales y económicos.
- La inversión responsable es una parte integral del proceso de inversión; sin embargo, Colchester nunca toma decisiones de inversión basadas únicamente en factores Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ESG). A menos que se especifique en el Acuerdo de Gestión de Inversiones del cliente o en los documentos de oferta, los activos específicos con bajas calificaciones ESG pueden no ser excluidos de las carteras. Las estrategias de clientes que invierten en base a criterios de sostenibilidad/ESG implican un análisis cualitativo y subjetivo. No hay garantía de que las determinaciones realizadas por Colchester sean exitosas y/o se alineen con los principios de inversores específicos.
- Los posibles inversores y clientes deben ser conscientes de que cualquier inversión implica un grado de riesgo. El retorno de su inversión puede aumentar o disminuir como resultado de fluctuaciones en la moneda si su inversión se realiza en una moneda distinta a la utilizada en el cálculo del rendimiento pasado en este documento.



- Cuando se incluyen valores extranjeros en una cartera, pueden existir posibles restricciones de liquidez y repatriación de fondos, riesgos macroeconómicos, riesgos políticos, riesgos de tipo de cambio, riesgos fiscales, riesgos de liquidación y posibles limitaciones en la disponibilidad de información de mercado. Los clientes y posibles inversores reconocen el riesgo inherente asociado con las inversiones seleccionadas y que no existen garantías.
- Esto no es un informe de investigación ni pretende serlo. Cierta información contenida en este documento puede constituir declaraciones prospectivas. Debido a las diversas incertidumbres y eventos reales, el desempeño real de los mercados puede diferir sustancialmente de lo reflejado o contemplado en dichas declaraciones prospectivas. Como resultado, los clientes/inversores no deben basarse en dichas declaraciones prospectivas para tomar decisiones de inversión.
- La información sobre el rendimiento presentada es una estimación del rendimiento futuro basada en la evidencia del pasado sobre cómo varía el valor de esta inversión y/o en las condiciones actuales del mercado. No es un indicador exacto. Lo que usted reciba variará dependiendo de cómo se comporte el mercado y de cuánto tiempo mantenga la inversión.
- Cualquier rendimiento futuro está sujeto a impuestos, los cuales dependen de la situación personal del inversor y pueden cambiar en el futuro.
- Este documento puede contener información obtenida de terceros, incluidas calificaciones de agencias de calificación crediticia. La reproducción y distribución de contenido de terceros en cualquier forma está prohibida, salvo con el permiso previo por escrito de la tercera parte correspondiente. Los proveedores de contenido de terceros no respaldan ni recomiendan los valores o productos aquí mencionados, ni garantizan la exactitud, integridad, actualidad o disponibilidad de ninguna información, incluidas las calificaciones (por negligencia o de otro modo), independientemente de la causa, ni los resultados obtenidos del uso de dicho contenido. Los proveedores de contenido de terceros no otorgan garantías expresas ni implícitas, incluidas, entre otras, garantías de comerciabilidad o idoneidad para un propósito o uso particular. Los proveedores de contenido de terceros no serán responsables de ningún daño directo, indirecto, incidental, ejemplar, compensatorio, punitivo, especial o consecuente, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluidos ingresos o beneficios perdidos y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) en relación con cualquier uso de su contenido, incluidas las calificaciones. Las calificaciones crediticias son opiniones y no declaraciones de hechos ni recomendaciones para comprar, mantener o vender valores. No abordan la idoneidad de los valores para fines de inversión y no deben considerarse asesoramiento de inversión.
- Todos los valores están calificados por Organizaciones de Calificación Estadística Reconocidas a Nivel Nacional (NRSRO) Moody's, Standard & Poor's (S&P) y/o Fitch. Si un valor está calificado por más de una de estas organizaciones, se utiliza la calificación más alta asignada en nuestros desgloses de calificación crediticia. Las calificaciones se miden en una escala que generalmente va desde AAA (la más alta) hasta D (la más baja).
- La información sobre el cálculo de las estadísticas utilizadas para las características de la cartera está disponible bajo solicitud. En este documento se proporcionan y detallan, cuando corresponde, diversos estándares de la industria, índices y datos comparativos de rendimiento del sector. Estos incluyen índices de FTSE, Bloomberg, MSCI, JP Morgan e ICE. Los datos también se obtienen de Bloomberg y Datastream.
- London Stock Exchange Group plc y sus empresas del grupo (colectivamente, el "Grupo LSE"). ©Grupo LSE 2025. FTSE Russell es un nombre comercial de ciertas empresas del Grupo LSE. FTSE® es una marca registrada de las empresas relevantes del Grupo LSE y es utilizada por cualquier otra empresa del Grupo LSE bajo licencia. "TMX®" es una marca registrada de TSX, Inc. y es utilizada por el Grupo LSE bajo licencia. Todos los derechos sobre los índices o datos de FTSE Russell pertenecen a la empresa relevante del Grupo LSE que posee el índice o los datos. Ni el Grupo LSE ni sus licenciantes aceptan ninguna responsabilidad por errores u omisiones en los índices o datos y ninguna parte puede basarse en los índices o datos contenidos en esta comunicación. No se permite la distribución adicional de datos del Grupo LSE sin el consentimiento expreso por escrito de la empresa relevante del Grupo LSE. El Grupo LSE no promociona, patrocina ni respalda el contenido de esta comunicación.



- La información ha sido obtenida de fuentes consideradas fiables, pero J.P. Morgan no garantiza su integridad ni exactitud. El Índice se utiliza con permiso. El Índice no puede ser copiado, utilizado ni distribuido sin la aprobación previa por escrito de J.P. Morgan. Copyright 2025, J.P. Morgan Chase & Co. Todos los derechos reservados.
- ICE BOFA CORPORATE INDEX Y ICE BOFA US CASH PAY HIGH YIELD INDEX (EL "ÍNDICE") SON PRODUCTOS DE ICE DATA INDICES, LLC ("ICE DATA") Y SE UTILIZAN CON PERMISO. ICE® ES UNA MARCA REGISTRADA DE ICE DATA O SUS AFILIADAS Y BOFA® ES UNA MARCA REGISTRADA DE BANK OF AMERICA CORPORATION, LICENCIADA POR BANK OF AMERICA CORPORATION Y SUS AFILIADAS ("BOFA") Y NO PUEDE SER UTILIZADA SIN LA APROBACIÓN PREVIA POR ESCRITO DE BOFA. ICE DATA, SUS AFILIADAS Y SUS RESPECTIVOS PROVEEDORES DE TERCEROS RECHAZAN TODAS LAS GARANTÍAS Y REPRESENTACIONES, EXPRESAS Y/O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO CUALQUIER GARANTÍA. DE COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN PROPÓSITO O USO PARTICULAR, INCLUYENDO LOS ÍNDICES, LOS DATOS DEL ÍNDICE Y CUALQUIER DATO INCLUIDO, RELACIONADO O DERIVADO DE ELLOS. NI ICE DATA, NI SUS AFILIADAS, NI SUS RESPECTIVOS PROVEEDORES DE TERCEROS SERÁN RESPONSABLES DE NINGÚN DAÑO O RESPONSABILIDAD CON RESPECTO A LA ADECUACIÓN, EXACTITUD, ACTUALIDAD O INTEGRIDAD DE LOS ÍNDICES O LOS DATOS DEL ÍNDICE O CUALQUIER COMPONENTE DE LOS MISMOS, Y LOS ÍNDICES Y LOS DATOS DEL ÍNDICE Y TODOS SUS COMPONENTES SE PROPORCIONAN "TAL CUAL" Y SU USO ES BAJO SU PROPIO RIESGO. LA INCLUSIÓN DE UN VALOR EN UN ÍNDICE NO CONSTITUYE UNA RECOMENDACIÓN POR PARTE DE ICE DATA DE COMPRAR, VENDER O MANTENER DICHO VALOR, NI SE CONSIDERA ASESORAMIENTO DE INVERSIÓN. ICE DATA, SUS AFILIADAS Y SUS RESPECTIVOS PROVEEDORES DE TERCEROS NO PATROCINAN, RESPALDAN NI RECOMIENDAN A COLCHESTER GLOBAL INVESTORS, NI A NINGUNO DE SUS PRODUCTOS O SERVICIOS.
- No se puede garantizar que los profesionales actualmente empleados por Colchester continúen trabajando en la firma ni que el nivel de experiencia o el rendimiento pasado sean indicativos de resultados o éxitos futuros.
- La información sobre cómo presentar una queja, cualquier derecho a compensación y cualquier derecho de cancelación le será proporcionada a solicitud.

Información Regulatoria

- Colchester es una firma propiedad de sus empleados con sede en Londres y oficinas regionales en Nueva York, Singapur, Dublín, Madrid, Múnich y Dubái, además de una oficina de representación en Sídney, Australia.
- Colchester Global Investors Limited está autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority en el Reino Unido. Colchester también está registrada ante la Securities and Exchange Commission en EE. UU.
- Colchester Global Investors Limited está registrada ante la Securities Commission de Las Bahamas, como gestora de inversiones de un fondo de inversión autorizado como Smart Fund modelo 003, de acuerdo con las disposiciones de la Investment Funds Act, 2019.
- Colchester Global Investors (Singapore) Pte. Ltd posee una licencia de servicios de mercados de capitales en gestión de fondos emitida por la Autoridad Monetaria de Singapur. Colchester Global Investors (Singapore) Pte. Ltd también posee una licencia de servicios de gestión discrecional de inversiones offshore emitida por la Financial Services Commission de Corea.
- Tenga en cuenta lo siguiente respecto al estatus regulatorio de Colchester en Australia: (i) ni Colchester Global Investors Limited ni Colchester Global Investors (Singapore) Pte. Ltd. poseen una licencia de servicios financieros australiana para la provisión de ciertos servicios financieros, y ambas entidades están exentas del requisito de poseer una licencia de servicios financieros australiana bajo la Ley de Sociedades de 2001 (Cwlth) respecto a los servicios financieros que Colchester presta; (ii) Colchester Global Investors Limited está autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority del Reino Unido bajo leyes del Reino Unido, que difieren de las leyes australianas; (iii) Colchester Global Investors (Singapore) Pte. Ltd. está regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur bajo leyes de Singapur, que difieren de las leyes australianas. Por lo tanto, los clientes mayoristas australianos no necesariamente están sujetos a los mismos tipos



de protecciones legales o recursos que tendrían si Colchester estuviera directamente sujeta a la Ley de Sociedades. Colchester tiene derecho a ofrecer sus servicios financieros en Australia en virtud de una exención del requisito de poseer una Licencia de Servicios Financieros Australiana bajo la Ley de Sociedades, sobre la base, entre otras cosas, de que los clientes son "clientes mayoristas" según el significado de la Ley de Sociedades.

- Colchester Global Investors (Singapore) Pte. Ltd está autorizada como proveedor de servicios financieros por la Financial Sector Conduct Authority (licencia número 53343) en Sudáfrica.
- Colchester Global Investors Middle East Limited está regulada por la Dubai Financial Services Authority para la provisión de gestión de activos, asesoramiento sobre productos financieros y organización de operaciones en inversiones. Todas las comunicaciones y servicios están dirigidos únicamente a Clientes Profesionales. Personas que no sean Clientes Profesionales, como Clientes Minoristas, no son los destinatarios previstos de las comunicaciones o servicios de Colchester Global Investors Middle East Limited. Colchester Global Investors Middle East Limited es una empresa establecida en el Dubai International Financial Centre (DIFC) conforme a la Ley de Sociedades del DIFC con número de registro CL 3239.
- Colchester Global Investors Inc. es una filial de propiedad total de Colchester Global Investors Limited. No tiene permiso para proporcionar asesoramiento de inversión ni para realizar actividades reguladas.
- Colchester Global Investors (Dublín) Management Limited está autorizada y regulada por el Banco Central de Irlanda. Colchester Global Investors (Dublín) Management Limited, Sucursal en España, es una sucursal de Colchester Global Investors (Dublín) Management Limited establecida en España y supervisada por la CNMV. Colchester Global Investors (Dublín) Management Limited, Sucursal en Alemania, es una sucursal de CGIE establecida en Alemania y supervisada por la Autoridad Federal de Supervisión Financiera (BaFin).

ESTE DOCUMENTO ESTÁ DESTINADO EXCLUSIVAMENTE A USO PROFESIONAL Y NO ES PARA DISTRIBUCIÓN PÚBLICA. PUEDE CONTENER INFORMACIÓN QUE ES PRIVILEGIADA, CONFIDENCIAL O EXENTA DE DIVULGACIÓN SEGÚN LA LEGISLACIÓN APLICABLE. SI HA RECIBIDO ESTA COMUNICACIÓN POR ERROR, POR FAVOR IGNÓRELA Y ELIMÍNELA, Y NO DIFUNDA SU CONTENIDO A NINGUNA OTRA PERSONA.

ESTE DOCUMENTO NO CONSTITUYE UN PROSPECTO NI UNA CIRCULAR DE OFERTA PARA SUSCRIBIR VALORES. LOS POTENCIALES INVERSORES DEBEN REVISAR LOS DOCUMENTOS DE OFERTA DEL PRODUCTO RELEVANTE O EL ACUERDO DE GESTIÓN DE INVERSIONES, Y EN PARTICULAR, LAS DIVULGACIONES DE RIESGO QUE SE INCLUYEN EN ELLOS.