

## EL CASO A FAVOR DE LA DEUDA DE MERCADOS EMERGENTES EN DIVISA LOCAL

Mayo 2025 – Colchester Global Investors

Un panorama económico cada vez más incierto y el aumento de la incertidumbre en las políticas han afectado a todas las clases de activos en los últimos 12 meses. Al igual que otras clases de activos, la deuda en moneda local de mercados emergentes (“EM”) se vio afectada por las expectativas cambiantes del mercado sobre el ritmo de los recortes de tasas por parte de la Reserva Federal de EE. UU., las implicaciones económicas y políticas de la victoria electoral de Donald Trump en EE. UU., y una serie de otros choques macroeconómicos y geopolíticos que han sacudido al mundo recientemente.

La fortaleza del dólar estadounidense fue un tema dominante en 2024, lo que impactó negativamente en el rendimiento de todos los activos no denominados en dólares. El índice J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified en términos no cubiertos en dólares estadounidenses cayó un -2.4% en 2024, superando ligeramente el rendimiento de -2.9% de los bonos del mundo desarrollado. Sin embargo, los primeros cinco meses de 2025 han mostrado una fuerte recuperación, con el índice de emergentes subiendo un 9.2% en términos no cubiertos en dólares, superando a los bonos del gobierno de EE. UU., el índice Bloomberg US Aggregate, el crédito de alto rendimiento de EE. UU. y el mercado de acciones.

A pesar de estos sólidos rendimientos, la clase de activos sigue ofreciendo un rendimiento real potencial atractivo, y las monedas EM continúan infravaloradas frente al dólar, todo respaldado por fundamentos sólidos en los mercados emergentes. Estos factores positivos probablemente generen rendimientos favorables en el futuro.

### Desempeño en lo que va del año

Algunos podrían sorprenderse por el sólido desempeño de esta clase de activos en lo que va de año, dada la

reciente turbulencia en los mercados financieros. Diversos factores favorables ayudaron a contrarrestar algunos de los temas macroeconómicos más amplios de 2024, impulsando así la rentabilidad relativa. Las medidas tempranas y contundentes de los bancos centrales de mercados emergentes en 2021 y 2022 en respuesta al shock inflacionario aumentaron su credibilidad ante los inversores y los posicionaron para iniciar el ciclo de flexibilización monetaria antes de que se produjera en los mercados desarrollados (véase el Tabla 1). A medida que el proceso de desinflación se hizo más visible y se afianzó en los mercados emergentes, esto dio margen para que los bancos centrales de mercados emergentes comenzaran a reducir los tipos de interés en 2023 y 2024, impulsando la rentabilidad positiva del mercado de bonos. A pesar de la fortaleza del dólar estadounidense, las divisas de mercados emergentes se beneficiaron de las altas tasas de interés reales a corto plazo y de la profunda infravaloración de las divisas en términos reales en 2024. Los rendimientos positivos registrados hasta la fecha en 2025 se han visto impulsados nuevamente por las ganancias sostenidas de los bonos y las ganancias incrementales de las divisas frente al dólar estadounidense.

**Tabla 1: Retornos acumulados a fines de mayo de 2025**

### TABLAS Y GRÁFICOS DISPONIBLE EN ANEXO I

#### Perspectivas de retorno potencial

Al considerar las perspectivas para la clase de activo, conviene desglosar las rentabilidades futuras esperadas en la rentabilidad que se podría obtener del activo subyacente (en este caso, los bonos de mercados emergentes) y la rentabilidad asociada a la probable dirección de las divisas en las que están denominados dichos activos (la cesta de divisas de

mercados emergentes asociada a dichos bonos). Ambos elementos contribuyen a la rentabilidad total potencial. Consideramos cada uno de ellos desde la perspectiva de un inversor que opera en dólares estadounidenses.

La rentabilidad en dólares estadounidenses del componente de bonos del gobierno estadounidense del índice FTSE-World Government Bond Index arrojó un +2,47%, el índice Bloomberg US Aggregate un +2,45%, el índice Bloomberg US High Yield Corporate un +2,68% y el S&P 500 un +0,51% durante el mismo período hasta mayo de 2025.

### **Perspectivas de retorno potencial de los bonos emergentes**

#### **Inflación y rendimientos reales en mercados emergentes**

En el marco de inversión de Colchester, el rendimiento real prospectivo es un indicador clave de valor. Históricamente, los mercados de bonos de los países con rendimientos reales relativos más altos han generado mejores rentabilidades que aquellos con rendimientos reales más bajos. Por consiguiente, tras ajustar la solidez del balance general de un país, la solidez y la calidad de su gobernanza, así como otros factores de gobernanza ambiental y social (ESG), nos inclinamos por los países con rendimientos reales (ajustados) más altos.

Dado que se desconoce el rendimiento real expost futuro, nos centramos en las perspectivas de inflación para determinar nuestras estimaciones de los rendimientos reales ex ante o prospectivos disponibles.

En este sentido, la inflación en los países emergentes se vio afectada durante los últimos 3 o 4 años por las mismas perturbaciones de la oferta y la demanda a las que se vio expuesto el mundo desarrollado. Al igual que en otros países, se produjo un aumento repentino de la inflación en respuesta a las interrupciones de la cadena de suministro posteriores a la pandemia, la consiguiente perturbación de la demanda impulsada por un estímulo agresivo y los elevados precios de los alimentos y la energía. América Latina y Europa Central se vieron particularmente afectadas, mientras que la experiencia en Asia fue más heterogénea. A medida que las presiones inflacionarias globales se han reducido, la inflación ha disminuido en varios mercados emergentes a un ritmo similar, si no más rápido, que el

observado en algunos mercados desarrollados. Esta disminución se ha observado especialmente en América Latina, en economías como México y Chile, donde la inflación ha seguido una clara trayectoria descendente tras alcanzar su punto máximo en 2022.

El proceso desinflacionario en curso en muchos de los principales mercados emergentes no es sorprendente, dado el ritmo y la magnitud del ajuste de la política monetaria. Muchos bancos centrales de mercados emergentes no solo fueron más conservadores que sus homólogos de mercados desarrollados en respuesta al impacto de la COVID-19, como se mencionó anteriormente, sino que también fueron mucho más agresivos al endurecer la política monetaria ante el deterioro de las perspectivas de inflación. En México y Colombia, por ejemplo, sus respectivos bancos centrales comenzaron a subir los tipos de interés unos 12 meses antes que la Reserva Federal de Estados Unidos (véase el Gráfico 1). Esto los colocó en una posición más sólida para comenzar a relajar la política monetaria antes, a medida que la inflación disminuía.

#### **Gráfico 1: Evolución de los tipos de interés de los bancos centrales**

#### **TABLAS Y GRÁFICOS DISPONIBLE EN ANEXO I**

Sin embargo, tanto las economías emergentes como las desarrolladas se enfrentan a una considerable incertidumbre a medida que la economía global se ajusta a la nueva política arancelaria y comercial del gobierno estadounidense. Existe una considerable incertidumbre sobre el tamaño, la duración y la cobertura de los aranceles propuestos y, por lo tanto, su posible impacto en el crecimiento y la inflación globales. No obstante, es probable que el impacto inicial sea inflacionario, similar a un shock de oferta. Es probable que EE. UU. experimente el mayor aumento de la inflación, ya que los aranceles sobre los bienes importados se trasladarán (en diversos grados) al consumidor final. El impacto directo fuera de EE. UU. es menos claro, ya que, en ausencia de aranceles nuevos o de represalia sobre las exportaciones estadounidenses, no hay un impacto inmediato en los niveles de precios en esos países.

Dado el entorno actual, nos enfrentamos a una mayor complejidad de lo normal al considerar las perspectivas de inflación.

No obstante, creemos que las perspectivas de inflación se han deteriorado más en EE. UU. en relación con el

resto del mundo. También observamos cierta presión alcista en América Latina y en otros países más expuestos a la economía estadounidense. No obstante, nuestra inflación prevista en países como México, Brasil y Colombia es contenida en comparación con shocks previos que han impactado negativamente en América Latina. En cambio, consideramos esto como un shock desinflacionario para China. Es probable que los países de Asia y otras regiones más integrados con China también experimenten poca o ninguna presión inflacionaria adicional.

### **Gráfico 2: Rendimientos reales prospectivos en oferta en los mercados emergentes y desarrollados a fines de mayo de 2025**

#### **TABLAS Y GRÁFICOS DISPONIBLE EN ANEXO I**

A pesar de este panorama inflacionario en evolución, las tasas de interés reales prospectivas se mantienen altas en varios países emergentes en comparación con las del mundo desarrollado. Esto hace que estos mercados sean atractivos no solo en términos absolutos, sino también en relación con sus contrapartes del mundo desarrollado, incluido el mercado de bonos del Tesoro estadounidense. Esto se puede observar en el Gráfico 2, que muestra las estimaciones prospectivas de rendimiento real de Colchester a finales de mayo, que incorpora nuestra evaluación inicial del impacto inflacionario de los aranceles estadounidenses. Es evidente que las tasas de rendimiento real ofrecidas dentro de una cesta diversificada de países emergentes en el lado izquierdo del gráfico son significativamente más atractivas que las ofrecidas en la mayoría de los países desarrollados. En igualdad de condiciones, esto sugiere que los bonos emergentes tienen un mayor potencial de generar mayores rendimientos en el futuro que los del universo de los mercados desarrollados, incluido EE. UU.

#### **Fundamentos Favorables**

Algunos podrían argumentar que estos mayores rendimientos reales están justificados dada la percepción de que los países emergentes tienen balances más débiles, una gobernanza más deficiente y peores factores ESG que los países desarrollados, y que estos mayores rendimientos reales simplemente reflejan una prima de riesgo más alta. En términos simples, los países con balances más sólidos, mejor gobernanza, mayor respeto por los derechos de propiedad, una fuerza laboral con mayor formación y salud, y estándares sociales y ambientales más altos,

etc., suelen generar mejores resultados económicos y tienen mayor probabilidad de pagar su deuda. En Colchester coincidimos en la importancia de todos estos factores y los integramos explícitamente en nuestro marco de valoración de inversiones. Donde discrepamos con la opinión de que los mayores rendimientos reales están justificados es en la interpretación o el análisis del estado actual de los balances, la gobernanza y otros factores ESG en el mundo emergente. Los balances de los mercados emergentes, en particular, son más sólidos de lo que muchos perciben.

### **Gráfico 3: Balance fiscal primario pre y post COVID en una selección de países desarrollados y emergentes**

#### **TABLAS Y GRÁFICOS DISPONIBLE EN ANEXO I**

Durante las últimas tres décadas, aproximadamente, se ha producido un cambio estructural silencioso en la solvencia fundamental y la solidez de los balances de muchos países que aún se definen como "economías emergentes". Muchos de estos países, que en su día aplicaron políticas poco ortodoxas y convivieron con las consiguientes perturbaciones económicas y la dislocación del mercado de capitales, reformaron sus métodos hace unas dos décadas o más y, en cambio, se han convertido en ejemplos de virtud económica en comparación. Esto se hace evidente en la calificación crediticia del conjunto de oportunidades de los mercados emergentes que comprende el universo de la deuda de los mercados emergentes locales. El índice cuenta ahora con un sólido grado de inversión, con solo un 15 % por debajo del mínimo de calificación crediticia de grado de inversión.

En parte, se ha producido una ligera inversión de roles, ya que varias economías avanzadas se enfrentan hoy a balances financieros débiles y una disciplina política deficiente. Esto se puso claramente de manifiesto por los enfoques políticos contrastantes adoptados en respuesta al impacto de la pandemia de COVID-19, y muchos argumentarían, más recientemente, por la formulación de políticas aparentemente errática en EE. UU. a principios de 2025. Muchos mercados emergentes no solo demostraron una política monetaria proactiva y asertiva durante la pandemia de COVID-19 y el posterior impacto inflacionario, sino que también adoptaron una gestión macroeconómica más ortodoxa y prudente que la observada en gran parte del mundo desarrollado. Esto acentuó las trayectorias fiscales y de deuda pública cada vez más divergentes

que el mundo desarrollado y emergente habían seguido durante las últimas dos décadas. Más recientemente, esto se puede observar en el Gráfico 3, que contrasta la posición promedio del saldo fiscal primario entre 2015 y 2019 (pre-COVID) con los niveles en 2024 para diversas economías.

Si bien el gasto fiscal de emergencia se utilizó ampliamente para amortiguar el impacto de la COVID-19 y sostener la actividad, sorprendentemente muchos países han mantenido, en diversos grados, los niveles de gasto de emergencia tras la crisis. La persistencia de un apoyo fiscal significativo ha sido más pronunciada en el mundo desarrollado. El análisis económico tradicional sugeriría que la magnitud y la persistencia de los déficits fiscales actuales en el mundo desarrollado han sido inconsistentes con la resiliencia y el nivel de actividad económica en esos países. Esta política fiscal procíclica ha provocado una mayor acumulación de deuda en esos países, irónicamente en un momento en que sus bancos centrales intentaban enfriar la economía. En cambio, como se aprecia claramente en el Gráfico 3, muchos mercados emergentes fueron más prudentes en respuesta al impacto de la pandemia y rápidamente retornaron a políticas fiscales más equilibradas tras la misma. Los niveles relativos de deuda han respondido en consecuencia.

#### **Gráfico 4: Deuda pública de las economías emergentes y avanzadas, porcentaje del PIB**

##### **TABLAS Y GRÁFICOS DISPONIBLE EN ANEXO I**

Esta paradoja también se observa en la evolución de los niveles de deuda pública en cada grupo desde el año 2000. Esto se aprecia claramente en el Gráfico 4, que muestra los niveles promedio de deuda de las economías avanzadas, China y las economías emergentes (excluyendo China). Puede sorprender a algunos que los mercados emergentes, en su conjunto (excluyendo a China), hayan sido mucho más eficaces que sus homólogos de mercados desarrollados a la hora de controlar los niveles de deuda durante las últimas dos o tres décadas. Se observa claramente que las economías emergentes no solo tienen niveles de deuda mucho más bajos en general, sino que su aumento también ha sido mucho más controlado. A diferencia de sus homólogos de mercados emergentes, China ha experimentado una rápida expansión de la deuda durante este período. Desde la crisis financiera mundial, la deuda pública se ha más que duplicado en

el país y esta tendencia al alza ha continuado en el período posterior a la COVID-19.

Esta relativa solidez de balance contradice la percepción de muchos inversores de que la exposición a los mercados emergentes se asocia con economías económicamente volátiles y vulnerables. El término "mercados emergentes" tiene su origen en las décadas de 1980 y 1990 y se asocia con la creación de los llamados "Bonos Brady", la "Crisis del Tequilla Mexicano" y la "Crisis de los Bonos Asiáticos". Sin embargo, unos 30 o 40 años después, muchos de los países que protagonizaron esos acontecimientos (México, Tailandia, Indonesia, etc.) se han transformado en países con un sólido grado de inversión. Han abordado sus vulnerabilidades y se han forjado un historial de aplicación de políticas macroeconómicas ortodoxas. Hoy en día, todos cuentan con bancos centrales independientes y creíbles, mantienen regímenes monetarios flexibles, han desarrollado un sector de ahorro interno y se financian internamente en moneda local. Los mercados fronterizos actuales, como Sri Lanka, Egipto, Kenia, etc., tienen características más parecidas a las de los mercados emergentes de las décadas de 1980 y 1990 y, en muchos aspectos, podrían considerarse como los mercados emergentes de antaño.

En nuestra opinión, el término "mercados emergentes" es inapropiado dado el cambio estructural ocurrido en las últimas tres décadas. Los países que hoy en día se denominan comúnmente "mercados emergentes" podrían considerarse más bien mercados en moneda local con grado de inversión.

#### **Gráfico 5: Cuenta fiscal y corriente**

##### **TABLAS Y GRÁFICOS DISPONIBLE EN ANEXO I**

En Colchester, siempre evaluamos la solidez de los balances de los países para comprender cómo pueden resistir impactos externos (en este caso, los aranceles estadounidenses sostenidos y una dislocación más amplia de la actividad económica). Anticipamos que los países con balances más sólidos se desenvolverán mejor en este entorno. En concreto, aquellos con posiciones externas sólidas, superávits por cuenta corriente y posiciones de inversión internacional neta (PIIN) positivas o casi equilibradas probablemente resistirán mejor el impacto. De igual manera, aquellos con mayor margen fiscal podrían tener la capacidad de apoyar a los sectores afectados negativamente y promover una reasignación de recursos y mano de

obra. En lugar de tomar represalias directas con aranceles recíprocos, los países que pueden permitírsele podrían estar más inclinados a responder con un mayor gasto fiscal, apoyando y promoviendo a los sectores afectados.

El Gráfico 5, que ofrece una visión general de los balances fiscales y externos de una selección de países de mercados emergentes y desarrollados, sugiere que varios países de mercados emergentes tienen balances relativos más sólidos y, por lo tanto, potencialmente mayor capacidad para absorber un impacto externo. Además, cuando consideramos cuán abiertos están los países de mercados emergentes (EM) al comercio y qué proporción de su comercio es con los EE. UU., vemos poca diferencia en el panorama en comparación con el mundo de mercados desarrollados (DM). Es variado en ambos, con poca diferencia significativa entre los dos. Por ejemplo, las exportaciones totales de Alemania y Suecia, que representan alrededor del 50% del PIB, son solo marginalmente más bajas que el promedio del 60% observado en Tailandia y Polonia. De manera similar, la exposición directa de las exportaciones de México a los EE. UU. es similar a la de Canadá, con aproximadamente el 80% del total de exportaciones.

Esta fuerza subestimada del balance absoluto y relativo, junto con las características estructurales cambiadas que sustentan a los países considerados dentro del conjunto de oportunidades de mercados emergentes (EM), sugiere que la suposición inmediata de que la exposición a EM equivale a un mayor riesgo ya no es válida. Más bien, el panorama es más matizado, y los rendimientos reales relativos y absolutos más altos que se ofrecen en el espacio de deuda en moneda local son más probablemente una oportunidad, en lugar de una reflexión de un riesgo elevado.

### **Retornos potenciales de las divisas de mercados de emergentes**

El segundo posible impulsor de los rendimientos es el elemento de la moneda. En términos simples, si se espera que la cesta de monedas asociadas con los activos extranjeros mantenidos (en este caso, monedas de mercados emergentes) se aprecie frente al dólar estadounidense, esto proporciona un impulso estructural adicional para los rendimientos en la clase de activos de bonos de mercados emergentes. Lo contrario también es cierto.

Además, el impacto potencial de la fortaleza del dólar estadounidense en los mercados emergentes altamente calificados que componen el conjunto estándar de oportunidades de bonos en moneda local ha disminuido. En la medida en que la fortaleza del dólar estadounidense a menudo coincide con un endurecimiento de las condiciones financieras globales que ejerce presión sobre aquellas economías emergentes y fronterizas con balances más débiles, déficits de cuenta corriente sostenidos o dependientes del capital extranjero, entonces el ciclo del dólar estadounidense es relevante. El corolario de la fortaleza del dólar estadounidense es la debilidad de la moneda contraparte que potencialmente ejerce presión al alza sobre la inflación y provoca un deterioro en la calidad crediticia en esos países. Aunque este mecanismo se manifiesta en diversos grados en los mercados desarrollados, emergentes y fronterizos por igual, impacta principalmente a aquellos países con balances débiles, dependientes del capital extranjero o que se financian en dólares estadounidenses.

Aunque claramente es un continuo, los cambios estructurales discutidos anteriormente sugieren que el conjunto de oportunidades de bonos en moneda local de mercados emergentes (EM) no es tan vulnerable a las fluctuaciones del dólar estadounidense como lo era antes, particularmente porque su dependencia del financiamiento en dólares estadounidenses ha disminuido drásticamente. Hoy en día, en promedio, aproximadamente el 85% de la deuda gubernamental en el conjunto de oportunidades de EM está financiada en moneda local y de eso, alrededor del 80% está en manos de inversores locales domiciliados en esos mercados. El riesgo de fuga de capitales se reduce significativamente en estas circunstancias. Además, la profundización de las industrias de ahorro doméstico en estos países ha producido compradores naturales de deuda doméstica que ven su propio mercado de bonos gubernamentales como el activo libre de riesgo. Han quedado atrás los días en que esos inversores veían los bonos del Tesoro de EE. UU. como su activo libre de riesgo. Hoy en día, por ejemplo, el activo libre de riesgo para un fondo de pensiones chileno o tailandés es un bono gubernamental chileno o tailandés denominado en pesos chilenos o baht tailandeses.

De manera similar, la transmisión de la fortaleza del dólar estadounidense a la inflación doméstica es en parte una función de los niveles de ingresos y el porcentaje de alimentos, energía y otras necesidades en las canastas de precios al consumidor de cada país. Los países en el extremo inferior del espectro

emergente y aquellos en los mercados fronterizos tienden a tener ingresos más bajos y una mayor exposición a los precios de estos bienes esenciales, exponiéndolos así a una mayor volatilidad de la inflación importada. Aunque todavía están expuestos a la posible transferencia de la depreciación de la moneda a la inflación, la proporción decreciente de "esenciales" en las cestas de consumo y el aumento de los ingresos ha reducido la vulnerabilidad de muchos de los países en el conjunto de oportunidades de EM. Esta sensibilidad decreciente se puede ver en el aumento del nivel de ingresos dentro del espacio de deuda de EM. En los aproximadamente 20 años desde la creación del índice de deuda en moneda local en 2003, el porcentaje de países de ingresos bajos y medianos bajos en el índice ha disminuido del 35% al 11%, y la proporción de países de ingresos altos ha aumentado de cero al 23%. Esto es consistente con la tendencia de mejora en el balance y la solvencia discutida anteriormente.

3. Si todos los activos extranjeros están cubiertos de vuelta a la moneda local, entonces se anula el potencial de rendimientos positivos o negativos de la moneda.
4. Fuente: Definiciones de ingresos del Banco Mundial. La comparación utiliza datos de diciembre de 2002 y julio de 2024.

En la medida en que la dirección del dólar estadounidense todavía importa para algunas monedas en el conjunto de oportunidades de deuda de mercados emergentes (EM), es útil considerar dónde se encuentra actualmente en el ciclo de valoración. Si está sobrevalorado y se espera que disminuya a mediano plazo, entonces las presiones potenciales sobre el balance y la inflación discutidas anteriormente probablemente sean menos urgentes. Desde la creación del índice de deuda en moneda local de EM, ha habido tres episodios distintos en el dólar estadounidense: (1) la depreciación en los primeros siete a ocho años de este siglo, (2) la apreciación importante que tuvo lugar desde 2011 hasta 2022 (aunque esta tendencia alcista prolongada del dólar sí vio períodos de debilidad en 2017 y 2020) seguida de un aumento adicional post-COVID, y (3) un período de consolidación entre 2008-2011 (ver Gráfico 6).

Para determinar la valoración actual del dólar estadounidense, 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 mediano plazo y sustenta nuestro marco de valoración de monedas en Colchester. Nuestra evaluación actual del valor real del dólar estadounidense sugiere que puede haber alcanzado su punto máximo hacia finales de 2022 y ahora puede estar en otro ciclo de depreciación del dólar estadounidense, similar al visto a principios de los 2000. Colchester estima que el dólar estadounidense alcanzó una sobrevaloración en términos reales de cerca del 30% frente a una cesta igualmente ponderada de cinco monedas principales del mundo desarrollado a finales de 2022. Aunque el dólar estadounidense se ha debilitado un poco desde entonces, ha permanecido en niveles extremadamente sobrevalorados durante todo 2024 y principios de 2025, según nuestro análisis del tipo de cambio real. Asumiendo, como sugiere el peso de la evidencia histórica, que este súper ciclo en el dólar estadounidense probablemente esté llegando a su fin, y la probabilidad de una corrección hacia su valor justo está aumentando, entonces las presiones inflacionarias y de balance que pueden haber sido un obstáculo estructural para algunos mercados emergentes probablemente se alivien, si no se reviertan. En estas circunstancias, el riesgo de una mayor fortaleza del dólar estadounidense que impacte negativamente en los rendimientos de las monedas emergentes se reduce, dejando que las valoraciones fundamentales impulsen los rendimientos de las monedas en el futuro.

## Gráfico 6: Ciclos en el tipo de cambio del dólar

### TABLAS Y GRÁFICOS DISPONIBLE EN ANEXO I

El Gráfico 7 muestra estimaciones del tipo de cambio real para las monedas de los países desarrollados y emergentes al final de mayo de 2025. Una cesta igualmente ponderada de monedas de mercados emergentes está subvalorada en más del 15% en términos reales en comparación con el dólar estadounidense. Esto sugiere que es más probable que las monedas de mercados emergentes se aprecien frente al dólar estadounidense a mediano plazo, proporcionando un posible impulso de retorno para los activos denominados en EM sin cobertura. Al menos, sugiere que cualquier rendimiento positivo de los bonos, entregado por los rendimientos reales y nominales más altos en el lado de los bonos de la clase de activos de deuda en moneda local de EM, probablemente no se verá erosionado por la debilidad de las monedas de EM a mediano plazo.

## **Gráfico 7: Estimaciones del tipo de cambio real frente al dólar estadounidense a finales de mayo de 2025.**

### **TABLAS Y GRÁFICOS DISPONIBLE EN ANEXO I**

#### **¿Divisa fuerte o divisa local?**

Ninguna discusión sobre la deuda de mercados emergentes (EM) puede excluir el debate sobre las dos subclases de activos distintas: 'moneda fuerte versus moneda local', y, históricamente, la dirección del dólar estadounidense ha estado estrechamente vinculada con el rendimiento de los activos de EM. Cuando el dólar estadounidense se fortalece, esto a menudo coincide con un endurecimiento de las condiciones financieras globales, lo que ejerce presión sobre aquellas economías emergentes con balances más débiles, déficits de cuenta corriente o dependientes del capital extranjero. También suele llevar a una debilidad de las monedas de EM, ejerciendo presión al alza sobre la inflación de EM y provocando un deterioro en la calidad crediticia. Este mecanismo también se manifiesta en el mundo de mercados desarrollados (DM) en diversos grados. Cabe destacar que el índice comúnmente utilizado de la clase de activos de moneda fuerte de EM consiste en alrededor del 50% de países con grado de inversión y el 50% por debajo del grado de inversión, lo que contrasta marcadamente con solo el 15% por debajo del grado de inversión para el índice de moneda local. Se espera que esta diferencia de crédito tenga un impacto en los rendimientos relativos entre las dos subclases de EM en varias etapas del ciclo.

Además, el Gráfico 6 anterior destacó los ciclos distintos en el dólar estadounidense. Al observar los respectivos rendimientos en dólares estadounidenses de las clases de bonos de mercados emergentes (EM) en moneda local y fuerte durante estos períodos, no es sorprendente que sea evidente que están altamente correlacionados con la dirección del dólar (Tabla 2). El índice de moneda fuerte superó al índice de moneda local cuando el dólar se fortaleció y tuvo un rendimiento inferior cuando se debilitó. En términos absolutos, la deuda en moneda local produjo rendimientos positivos atractivos en ambos períodos de debilidad y consolidación del dólar estadounidense, mientras que, como era de esperar, tuvo un rendimiento pobre en el período de fortaleza del dólar estadounidense. Hay otros elementos en esto, como la inflación global generalizada de 2021/22, pero no obstante, lo que demuestra el Gráfico 8 es una relación

estadísticamente significativa entre los movimientos del dólar estadounidense y el rendimiento del índice de deuda en moneda local de EM. Un análisis adicional también respalda la afirmación de que la deuda en moneda local de EM supera a la deuda en moneda fuerte en un entorno de declive del dólar. Mirando hacia adelante, esto hace que la dirección del dólar desde aquí sea crítica para las perspectivas de la deuda de EM.

#### **Tabla 2: Rendimientos de la deuda de mercados emergentes en varios ciclos del dólar estadounidense.**

### **TABLAS Y GRÁFICOS DISPONIBLE EN ANEXO I**

#### **Gráfico 8: Relación entre los rendimientos de la deuda en moneda local y los movimientos del dólar estadounidense.**

### **TABLAS Y GRÁFICOS DISPONIBLE EN ANEXO I**

En última instancia, la perspectiva de Colchester para el dólar estadounidense no se basa en un pronóstico de la política del gobierno de EE. UU., sino que la historia sugiere que los fundamentos se impondrán en algún momento. Creemos firmemente que los tipos de cambio reales son un factor clave en los cambios a largo plazo del tipo de cambio, y esto es lo que nos indica que el dólar estadounidense podría estar a punto de entrar en un período de debilidad después de un período prolongado de fortaleza relativa. Las percepciones cambiantes sobre la capacidad de EE. UU. para sostener sus "déficits gemelos", un debilitamiento de las instituciones y las inconsistencias percibidas en las políticas pueden acelerar este ajuste.

#### **Comparando manzanas con naranjas en la decisión de asignación de activos**

Dada nuestra expectativa de una depreciación gradual del dólar estadounidense en los próximos años, y la evidencia histórica que sugiere una preferencia por la deuda en moneda local de mercados emergentes (EM) sobre la deuda en moneda fuerte de EM en tal entorno, los inversores deben evaluar cuidadosamente las características de volatilidad y correlación de la deuda en moneda local de EM en relación con otras clases de activos. Para los inversores basados en dólares estadounidenses, la deuda de EM a menudo se evalúa

junto con otros componentes del Índice Agregado no estadounidense, como el alto rendimiento estadounidense o el crédito corporativo global. Aunque la deuda en moneda local de EM se percibe frecuentemente como altamente volátil, en gran parte debido a su exposición a la moneda, esta percepción debe evaluarse en comparación con la volatilidad de las asignaciones alternativas de renta fija. En muchos casos, el perfil de riesgo relativo puede ser más favorable de lo que comúnmente se supone.

### **Las características de diversificación de la deuda en moneda local de EM**

La diversa composición de los mercados de bonos y monedas dentro del índice estándar de EM ofrece a los asignadores basados en dólares estadounidenses una oportunidad potencialmente convincente para mejorar los rendimientos y diversificar la cartera, particularmente en comparación con alternativas como el alto rendimiento estadounidense o el crédito corporativo global. El componente de moneda sin cobertura implica, en promedio, una mayor volatilidad para la deuda en moneda local de EM en comparación con los activos de renta fija denominados predominantemente en dólares estadounidenses. Históricamente, este ha sido el caso. La volatilidad móvil a tres años desde mediados de la década de 2000 ha promediado alrededor del 12% para la deuda en moneda local de EM, frente al 6% al 8% para los otros dos puntos de referencia (ver Gráfico 9).

Sin embargo, estos promedios ocultan el hecho de que la volatilidad no es estática. En los últimos años, el alto rendimiento estadounidense y el crédito corporativo global han experimentado picos significativos en la volatilidad, más que duplicando sus promedios a largo plazo, a medida que los mercados se ajustaban a la normalización de las tasas de interés post-COVID y al retorno a una política monetaria más ortodoxa. En contraste, la deuda en moneda local de EM ha mostrado una mayor estabilidad, incluso exhibiendo una disminución en la volatilidad en los últimos años, respaldada por las medidas más tempranas y proactivas de lucha contra la inflación tomadas por los bancos centrales de EM desde 2021, y una tendencia relativa de mejora en la fortaleza del balance. Como resultado, la brecha de volatilidad entre estas clases de activos se ha reducido considerablemente, desafiando las suposiciones convencionales sobre el riesgo relativo. Ahora estamos en un punto en el que hay poca diferencia en la volatilidad entre las clases de activos.

**Gráfico 9: Volatilidad móvil a 3 años de la deuda en moneda local de mercados emergentes, alto rendimiento estadounidense y crédito corporativo global.**

### **TABLAS Y GRÁFICOS DISPONIBLE EN ANEXO I**

Pasando a las características de correlación en relación con el Índice Agregado de Bonos de EE. UU., se revelan más ideas interesantes (Gráfico 10). Como era de esperar, el crédito corporativo global exhibe la relación más fuerte, con una correlación promedio de aproximadamente 0.8 durante las últimas dos décadas, en gran parte debido al componente compartido del Tesoro en ambas clases de activos. En contraste, tanto la deuda en moneda local de EM como el alto rendimiento estadounidense muestran correlaciones significativamente más bajas con el Índice Agregado de EE. UU., promediando 0.39 y 0.30 respectivamente durante el mismo período. El reciente aumento en la correlación de ambos en el período post-COVID puede atribuirse al aumento generalizado de las tasas de interés que impactó en todos los sectores de renta fija.

Si bien las diferencias en la calidad crediticia (la deuda en moneda local de EM es predominantemente de grado de inversión frente a la naturaleza de subgrado de inversión del alto rendimiento estadounidense) son importantes, los inversores también deben considerar los impulsores subyacentes de los rendimientos y las correlaciones intra-clase de activos. Los rendimientos del alto rendimiento estadounidense están fuertemente influenciados por los movimientos de las tasas de interés de EE. UU., lo que resulta en mayores correlaciones cruzadas entre sus componentes. Por el contrario, la deuda en moneda local de EM se beneficia de una mayor diversificación, impulsada por bajas correlaciones entre países. Estas surgen de las dinámicas de inflación, respuestas de política monetaria y ciclos económicos variados en los mercados emergentes, mejoradas aún más por los impulsores distintos de los rendimientos entre los mercados de bonos y monedas de un país.

**Gráfico 10: Correlación de la deuda en moneda local de mercados emergentes, alto rendimiento estadounidense y crédito corporativo global con el Índice Agregado de Bonos de EE. UU.**

### **TABLAS Y GRÁFICOS DISPONIBLE EN ANEXO I**

## ¿Cuál es la oportunidad de valoración actual en deuda local de mercados emergentes para un inversor en dólares?

Un factor clave para invertir en la clase de activos en moneda local de mercados emergentes dentro de una cartera diversificada depende de la valoración disponible. Creemos que nuestro marco prospectivo de rendimiento real y tipo de cambio real proporciona una métrica de valoración útil para evaluar la rentabilidad potencial a medio plazo. Tanto la exposición a bonos y divisas del índice de referencia como la de la cartera Colchester pueden convertirse en una rentabilidad real potencial multiplicando sus respectivas ponderaciones por el rendimiento real prospectivo y el tipo de cambio real disponible en cada mercado. Esto nos proporciona un indicador de valor.

El Gráfico 11 muestra las estimaciones de Colchester sobre el valor potencial ofrecido tanto por el Índice JP Morgan GBI-EM Global Diversified como por la Estrategia de Bonos de Mercados Emergentes de Colchester en dólares estadounidenses sin cobertura a finales de mayo de 2025. Los atractivos rendimientos reales prospectivos ofrecidos en el conjunto de oportunidades, junto con la infravaloración de las divisas de los mercados emergentes frente al dólar estadounidense, constituyen un argumento convincente para la valoración. A pesar de la reciente volatilidad de los mercados financieros mundiales en diversas clases de activos, la mejora de la tendencia subyacente en las perspectivas de inflación en varios países de mercados emergentes, junto con los altos rendimientos nominales ofrecidos en esos mercados, sugiere una rentabilidad prospectiva de los bonos con rendimiento real de alrededor del 3 % en el índice de referencia y de alrededor del 5 % en el programa de Colchester.

Como se ha señalado, nuestras valoraciones del tipo de cambio real indican que el dólar estadounidense está muy sobrevaluado en relación con otras monedas dentro del conjunto de oportunidades de los mercados emergentes. Por lo tanto, dada la subvaluación del tipo de cambio real de las monedas de los mercados emergentes frente al dólar estadounidense, esto sugiere un valor intrínseco adicional de entre el 3 % y el 4 % al mantener las monedas de referencia y el programa Colchester, respectivamente, en el lado de las divisas. La combinación de las rentabilidades de los bonos y las divisas sugiere una rentabilidad real potencial de alrededor del 6 % en el índice de referencia y cercana al 9 % en el programa Colchester.

## Gráfico 11: Valor real potencial en oferta

TABLAS Y GRÁFICOS DISPONIBLE EN ANEXO I

Si bien las valoraciones citadas reflejan las condiciones a finales de mayo de 2025, una perspectiva histórica más amplia indica que los niveles actuales representan algunas de las valoraciones más atractivas en la historia de la clase de activos de mercados emergentes en moneda local (Gráfico 12).

## Gráfico 12: Valoración combinada de divisas y bonos del programa e índice Colchester

TABLAS Y GRÁFICOS DISPONIBLE EN ANEXO I

### Conclusión

Para aquellos inversores que aprecian las características estructurales significativamente modificadas de los mercados emergentes que conforman el mercado de bonos en moneda local, existe una atractiva oferta de valor. El nombre "Mercados Emergentes" y los sesgos asociados a él ya no son relevantes para gran parte de este conjunto de oportunidades. Muchos han "emergido" en países con sólida calificación de grado de inversión.

El término ya no encaja; se adapta mejor a los Mercados Frontera, que podrían considerarse como "los mercados emergentes de antaño". La diversidad que ofrece este conjunto de oportunidades proporciona interesantes características de diversificación, correlación y rentabilidad para un inversor basado en dólares estadounidenses. La evidencia histórica desafía directamente la percepción de que los mercados emergentes son altamente volátiles, excesivamente arriesgados y propensos a caer más en momentos de tensión.

Las perspectivas de rendimientos reales atractivos, la política monetaria prudente, la mejora de la estabilidad macroeconómica en gran parte del segmento de deuda en moneda local de mercados emergentes y la significativa infravaloración de la moneda real ofrecen un panorama positivo para esta clase de activos en el futuro. Además, en nuestra opinión, puede ofrecer atractivas características de diversificación dentro de una amplia asignación de cartera, especialmente en comparación con sectores de renta fija como la deuda corporativa global, tanto de grado de inversión como de alto rendimiento.

## COLCHESTER GLOBAL INVESTORS - INFORMACIÓN IMPORTANTE

### Divulgaciones de Riesgo

- Colchester Global Investors ("Colchester") considera esto como una comunicación de marketing y, para los posibles inversores en fondos, está calificado en su totalidad por referencia a la información más completa contenida en los documentos de oferta relevantes del fondo. Este material ha sido preparado exclusivamente para su uso con inversores profesionales o institucionales y no es adecuado para inversores minoristas. Los inversores deben buscar asesoramiento profesional antes de realizar una inversión. El rendimiento pasado no garantiza el rendimiento futuro y el valor de cualquier inversión puede caer así como subir. La inversión en los productos mencionados en este documento pone su capital en riesgo, 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.
- A menos que se indique lo contrario, este documento refleja las opiniones, puntos de vista y composiciones de Colchester a partir del 31 de mayo de 2025. Con respecto a los productos y estrategias mencionados en este documento, la información se proporciona solo con fines ilustrativos y está destinada únicamente a clientes profesionales e intermediarios terceros. Las opiniones expresadas en este documento pueden cambiar sin previo aviso en cualquier momento después de la publicación. Sin perjuicio de nuestros deberes fiduciarios con los clientes existentes, Colchester no hace ninguna representación o garantía en cuanto a la exactitud o integridad de la información en este documento y renuncia a toda responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo, indirecto, consecuente u otros, incluidos la pérdida de beneficios incurridos por usted o cualquier tercero que pueda surgir de la confianza en este documento.
- Para estos fines, el rendimiento se define como los resultados de una cartera (o partes de una cartera que se incluyen en el rendimiento extraído, si corresponde). A menos que se indique lo contrario, todos los rendimientos se ilustran como 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 resultados de rendimiento neto a las tarifas acordadas en su Acuerdo de Gestión de Inversiones o en los documentos del Prospecto/Oferente en cualquier momento. Un documento de rendimiento completo en cumplimiento con los Estándares Globales de Rendimiento de Inversiones (GIPS®) está disponible a solicitud. También está disponible a solicitud información adicional sobre políticas y procedimientos para calcular y reportar rendimientos. Nada en este documento debe interpretarse como la provisión de ningún tipo de asesoramiento de inversión, fiscal u otro, ni considerarse una solicitud, recomendación, respaldo u oferta para comprar o vender cualquier 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 utilizadas produzcan resultados rentables. Cualquier factor que dificulte la ejecución de operaciones, como la reducción de liquidez o desarrollos extremos del mercado, podría tener un efecto adverso en el rendimiento. Invertir en mercados fronterizos implica un mayor riesgo de pérdida que invertir en mercados más desarrollados debido, entre otros factores, a una mayor falta de liquidez, 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 de Gobernanza Ambiental Social (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 calificaciones ESG bajas pueden no ser excluidos de las carteras. Las estrategias de los clientes que invierten en función de criterios de sostenibilidad/ESG implican análisis cualitativos y subjetivos. No hay garantía de que las determinaciones hechas 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 las fluctuaciones de divisas si su inversión se realiza en una moneda diferente a la utilizada en el cálculo del rendimiento pasado dentro de este documento.
- Cuando se incluyen valores extranjeros en una cartera, puede haber posibles restricciones en la liquidez y la repatriación de fondos, riesgos macroeconómicos, riesgos políticos, riesgos de cambio de divisas, riesgos fiscales, riesgos de liquidación; y posibles limitaciones en la disponibilidad de información del mercado. Los clientes y posibles inversores reconocen el riesgo inherente asociado con las inversiones seleccionadas y que no hay garantías.
- 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 utilizadas produzcan resultados rentables. Cualquier factor que dificulte la ejecución de operaciones, como la reducción de liquidez o desarrollos extremos del mercado, podría tener un efecto adverso en el rendimiento. Invertir en mercados fronterizos implica un mayor riesgo de pérdida que invertir en mercados más desarrollados debido, entre otros factores, a una mayor falta de liquidez, 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 de Gobernanza Ambiental Social (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 calificaciones ESG bajas pueden no ser excluidos de las carteras. Las estrategias de los clientes que invierten en función de criterios de sostenibilidad/ESG implican análisis cualitativos y subjetivos. No hay garantía de que las determinaciones hechas 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 las fluctuaciones de divisas si su inversión se realiza en una moneda diferente a la utilizada en el cálculo del rendimiento pasado dentro de este documento.
- Cuando se incluyen valores extranjeros en una cartera, puede haber posibles restricciones en la liquidez y la repatriación de fondos, riesgos macroeconómicos, riesgos políticos, riesgos de cambio de divisas, riesgos fiscales, riesgos de liquidación; y posibles limitaciones en la disponibilidad de información del mercado. Los clientes y posibles inversores reconocen el riesgo inherente asociado con las inversiones seleccionadas y que no hay garantías.
- 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 utilizadas produzcan resultados rentables. Cualquier factor que dificulte la ejecución de operaciones, como la reducción de liquidez o desarrollos extremos del mercado, podría tener un efecto adverso en el rendimiento. Invertir en mercados fronterizos implica un mayor riesgo de pérdida que invertir en mercados más desarrollados debido, entre otros factores, a una mayor falta de liquidez, 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 de Gobernanza Ambiental Social (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 calificaciones ESG bajas pueden no ser excluidos de las carteras. Las estrategias de los clientes que invierten en función de criterios de sostenibilidad/ESG implican análisis cualitativos y subjetivos. No hay garantía de que las determinaciones hechas 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 las fluctuaciones de divisas si su inversión se realiza en una moneda diferente a la utilizada en el cálculo del rendimiento pasado dentro de este documento.
- Cuando se incluyen valores extranjeros en una cartera, puede haber posibles restricciones en la liquidez y la repatriación de fondos, riesgos macroeconómicos, riesgos políticos, riesgos de cambio de divisas, riesgos fiscales, riesgos de liquidación; y posibles limitaciones en la disponibilidad de información del mercado. Los clientes y posibles inversores reconocen el riesgo inherente asociado con las inversiones seleccionadas y que no hay garantías.

### Información Regulatoria

Colchester es una firma propiedad de empleados con sede en Londres y tiene oficinas regionales en Nueva York, Singapur, Dublín, Madrid, Múnich y Dubái, con una oficina representativa en Sídney, Australia. Colchester Global Investors | Mayo 2025

Colchester Global Investors Limited está autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority en el Reino Unido. Colchester también está registrada en la Securities and Exchange Commission en los EE. UU.

Colchester Global Investors Limited está registrada en la Securities Commission de las Bahamas, como el gestor de inversiones de un fondo de inversión licenciado como Smart Fund modelo 003, de acuerdo con las disposiciones de la Ley de Fondos de Inversión de 2019.

Colchester Global Investors (Singapore) Pte. Ltd posee una licencia de servicios de mercados de capitales en gestión de fondos emitida por la Monetary Authority of Singapore. Colchester Global Investors (Singapore) Pte. Ltd también posee una licencia de servicios de gestión de inversiones discrecionales offshore emitida por la Financial Services Commission de Corea.

Tenga en cuenta lo siguiente con respecto al estado 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 Corporations Act 2001 (Cwlth) con respecto a los servicios financieros que Colchester proporciona; (ii) Colchester Global Investors Limited está autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority del Reino Unido bajo las leyes del Reino Unido, que difieren de las leyes australianas; (iii) Colchester Global Investors (Singapore) Pte. Ltd. está regulada por la Monetary Authority of Singapore bajo las leyes de Singapur, que difieren de las leyes australianas. Por lo tanto, los clientes mayoristas australianos no están necesariamente sujetos a los mismos tipos de protecciones legales o recursos que disfrutarían si Colchester estuviera directamente sujeta a la Corporations Act. 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 Corporations Act, sobre la base, entre otras cosas, de que los clientes son "clientes mayoristas" en el sentido de la Corporations Act.

Colchester Global Investors (Singapore) Pte. Ltd está licenciada como proveedor de servicios financieros por la Financial Sector Conduct Authority (número de licencia 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. Las personas que no sean Clientes Profesionales, como los 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) de acuerdo con la Ley de Empresas del DIFC con el número de registro CL 3239.

- Colchester Global Investors Inc. es una subsidiaria de propiedad total de Colchester Global Investors Limited. No está permitido proporcionar asesoramiento de inversión ni participar en actividades reguladas.
- Colchester Global Investors (Dublin) Management Limited está autorizada y regulada por el Banco Central de Irlanda en Irlanda. Colchester Global Investors (Dublin) Management Limited, Sucursal en España, es una sucursal de Colchester Global Investors (Dublin) Management Limited establecida en España y supervisada por la CNMV. Colchester Global Investors (Dublin) 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 ÚNICAMENTE PARA USO PROFESIONAL Y NO ES PARA DISTRIBUCIÓN PÚBLICA. PUEDE CONTENER INFORMACIÓN QUE ES PRIVILEGIADA, CONFIDENCIAL O EXENTA DE DIVULGACIÓN SEGÚN LA LEY APLICABLE. SI HA RECIBIDO ESTA COMUNICACIÓN POR ERROR, POR FAVOR IGNÓRELA Y ELIMÍNELA Y NO DIVULGUE EL CONTENIDO A NINGUNA OTRA PERSONA.

ESTE DOCUMENTO NO CONSTITUYE UN PROSPECTO O FOLLETO DE OFERTA PARA SUSCRIBIRSE A CUALQUIER VALOR. LOS POSIBLES INVERSORES DEBEN REVISAR LOS DOCUMENTOS DE OFERTA DE PRODUCTOS RELEVANTES O EL ACUERDO DE GESTIÓN DE INVERSIONES, Y EN PARTICULAR, LAS DIVULGACIONES DE RIESGO ESTABLECIDAS EN ELLOS.

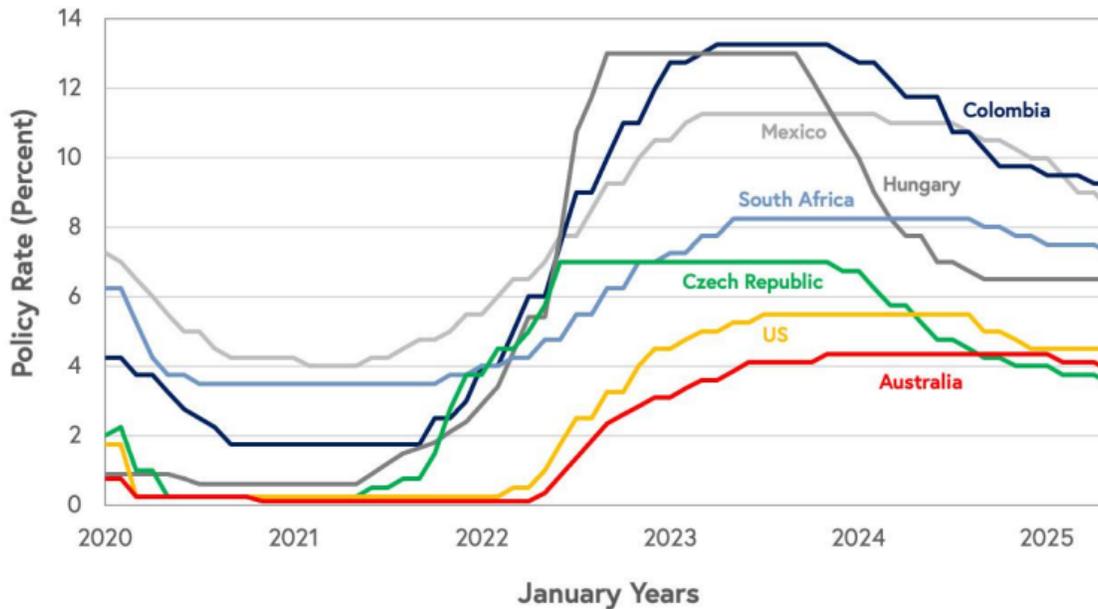
## ANEXO I – TABLAS Y GRÁFICOS

Tabla 1: Retornos acumulados a fines de mayo de 2025

	Currency	2024	2025 YTD Return
JP Morgan GBI-EM Global Diversified (hedged)	USD	3.77%	3.58%
JP Morgan GBI-EM Global Diversified (unhedged)	USD	-2.38%	9.22%
FTSE World Government Bond Index (hedged)	USD	2.38%	1.51%
FTSE World Government Bond Index (unhedged)	USD	-2.87%	5.30%

Fuente: Bloomberg y FTSE. Retornos en lo que va del año al 31 de mayo de 2025.

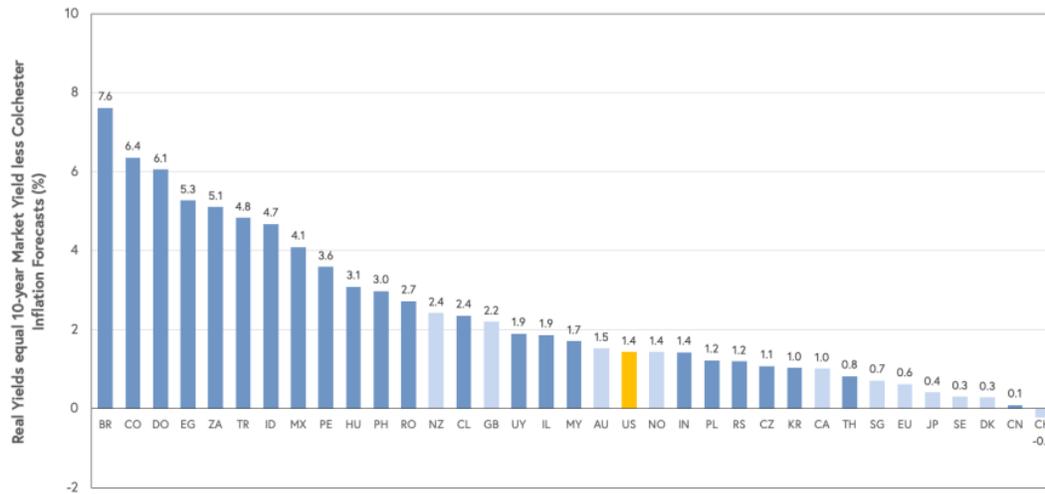
Gráfico 1: Evolución de los tipos de interés de los bancos centrales



Fuente: Bancos Centrales, Bloomberg, Colchester Global Investors. Datos de enero de 2020 a fines de mayo de 2025.

2. La inflación superó el 25% en Hungría y ascendió a cerca del 18% en Polonia y la República Checa. Países como Colombia, Brasil y Chile obtuvieron resultados algo mejores, alcanzando máximos de entre el 12% y el 14%, mientras que la inflación mexicana alcanzó un máximo similar al de Estados Unidos, en torno al 9%. En contraste, la inflación india apenas se desvió de sus valores habituales, la inflación china alcanzó un máximo del 3% y la inflación de Indonesia y Corea del Sur se situó en torno al 6%. En comparación, la inflación australiana y canadiense alcanzó un máximo cercano al 8%, la sueca alrededor del 12%, la del Reino Unido el 11%, la de la eurozona el 10%, la de Noruega y Nueva Zelanda el 7%, y la de Japón el 4%.

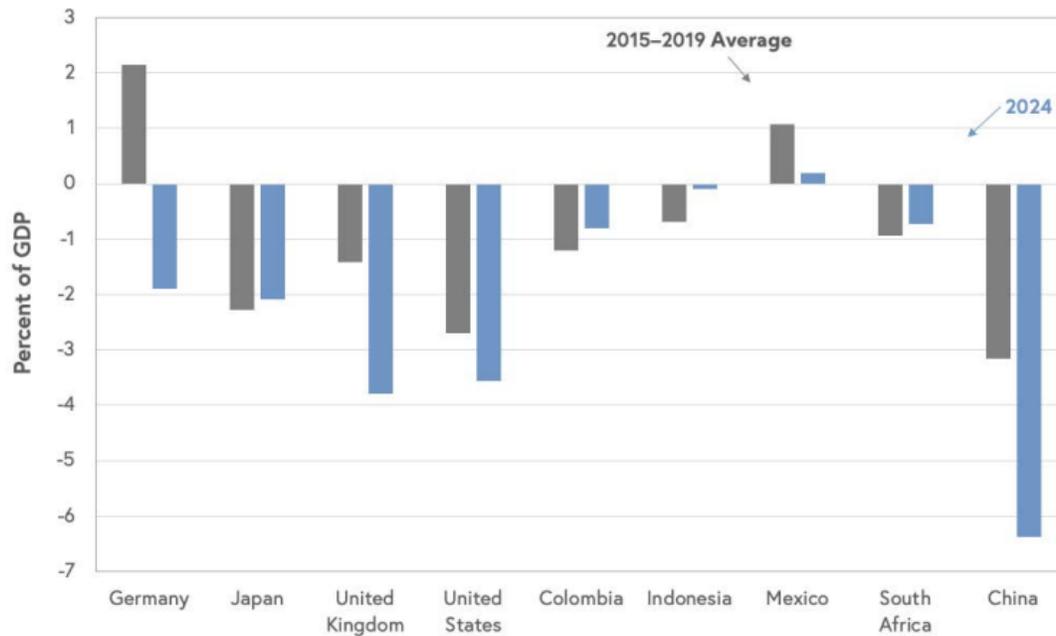
**Gráfico 2: Rendimientos reales prospectivos en oferta en los mercados emergentes y desarrollados a fines de mayo de 2025**



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	Korea	PL	Poland	UY	Uruguay
CN	China	GB	United Kingdom	MX	Mexico	RO	Romania	ZA	South Africa
CO	Colombia	HU	Hungary	MY	Malaysia	RS	Serbia		

Notas: 1. El rendimiento real esperado para el sector a 10 años se muestra aquí con fines ilustrativos. Colchester valora los sectores a 2, 5, 10 y 20 años de la curva de rendimiento al valorar un país. La cartera final refleja el valor ofrecido en estos puntos individuales de la curva de rendimiento. 2. El rendimiento real esperado para la eurozona se calcula con base en el rendimiento del bono alemán a 10 años y la previsión de inflación de Colchester para la eurozona. 3. Fuente: Colchester Global Investors, datos de IPC e IPP de bancos centrales individuales y Bloomberg.

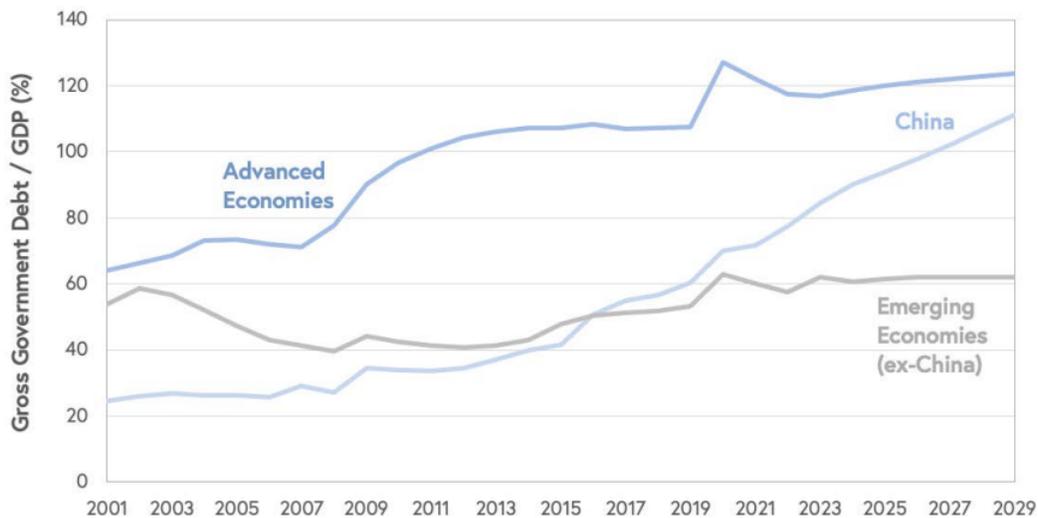
**Grafico 3: Balance fiscal primario pre y post COVID en una selección de países desarrollados y emergentes**



Fuente: Colchester, base de datos de Perspectivas de la economía mundial del FMI, abril de 2025.

Nota: El saldo fiscal primario del gobierno se define como el saldo fiscal general, excluyendo los pagos netos de intereses.

**Gráfico 4: Deuda pública de las economías emergentes y avanzadas, porcentaje del PIB**



Fuente: Monitor Fiscal del FMI. Últimos datos disponibles: 2024; más adelante se presentan las previsiones.

Gráfico 5: Cuenta fiscal y corriente

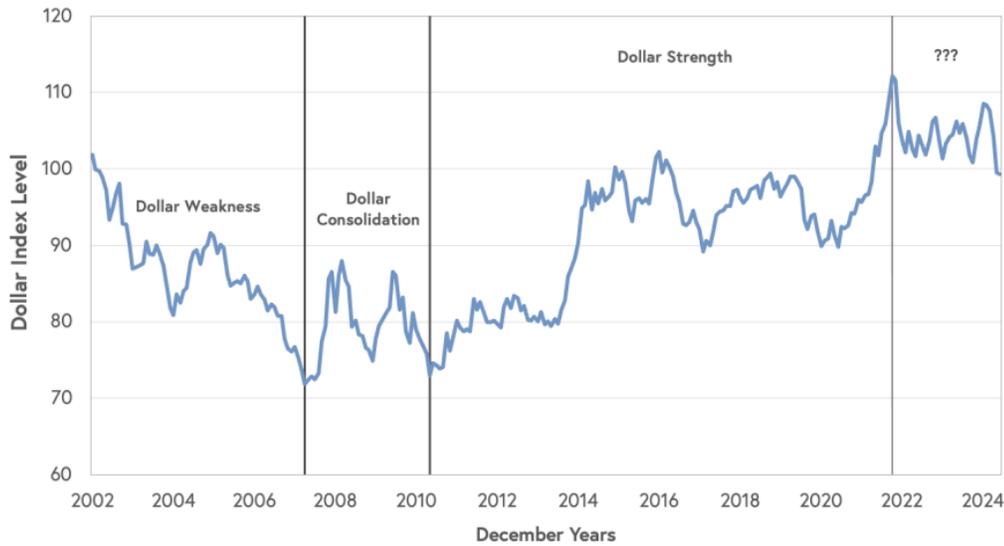


AU	Australia	CZ	Czech Republic	ID	Indonesia	NO	Norway	SE	Sweden
BR	Brazil	DK	Denmark	IL	Israel	NZ	New Zealand	SG	Singapore
CA	Canada	DO	Dominican Republic	IN	India	PE	Peru	TH	Thailand
CH	Switzerland	EG	Egypt	JP	Japan	PH	Philippines	TR	Turkiye
CL	Chile	EU	Eurozone	KR	Korea	PL	Poland	UY	Uruguay
CN	China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

Fuente: Perspectivas de la economía mundial del FMI, abril de 2025. Los datos utilizan el promedio de 2023 y 2024, y las previsiones del FMI para 2025.

Nota: Los mercados desarrollados (DM) se muestran en gris y los mercados emergentes (EM) en azul.

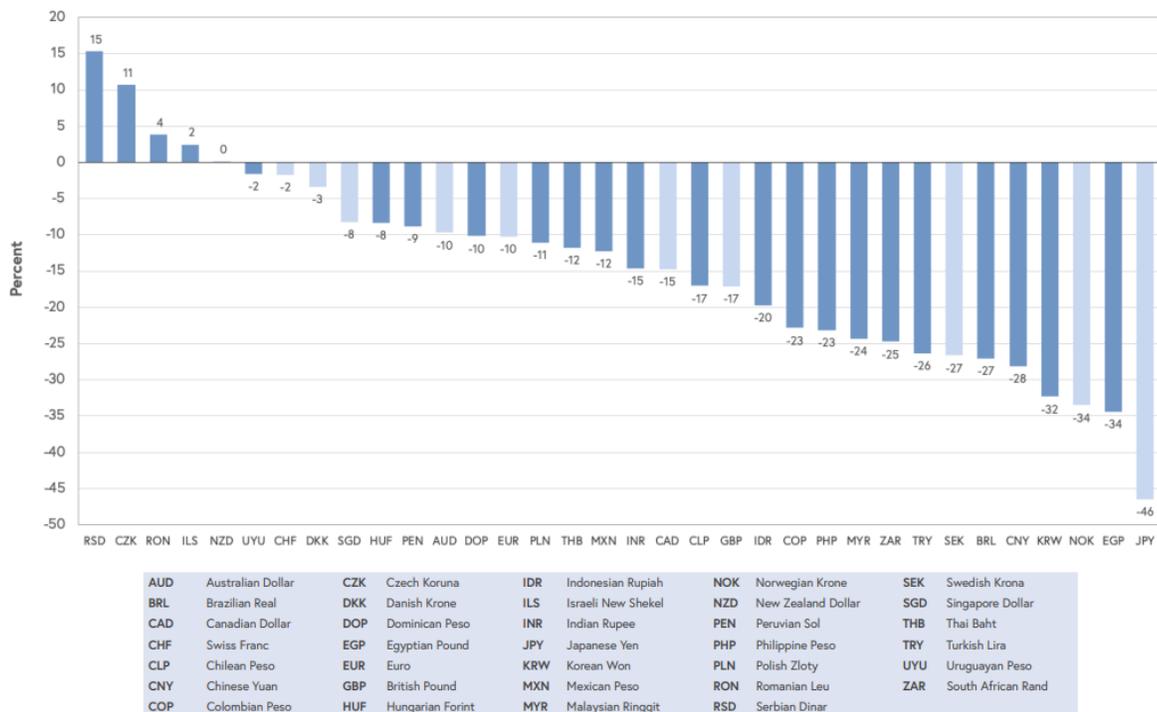
**Grafico 6: Ciclos en el tipo de cambio del dólar**



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

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

**Gráfico 7: Estimaciones del tipo de cambio real frente al dólar estadounidense a finales de mayo de 2025.**



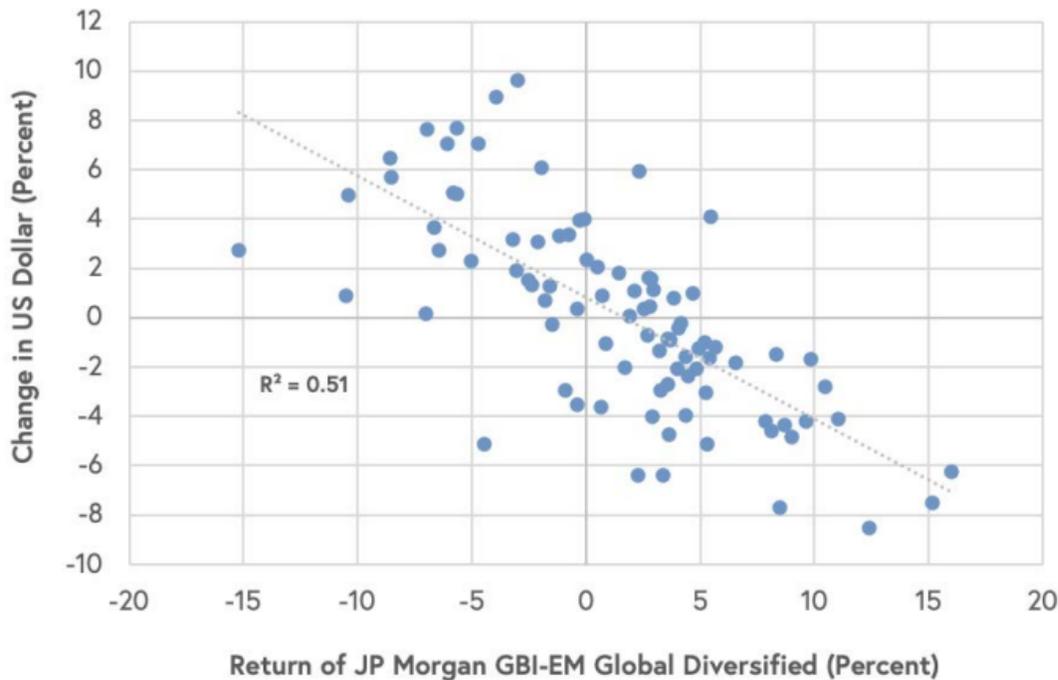
Fuente: Colchester Global Investors, datos individuales de IPC y IPP de los bancos centrales, Bloomberg y WMR.

**Tabla 2: Rendimientos de la deuda de mercados emergentes en varios ciclos del dólar estadounidense.**

		Annualised Returns (USD terms)		
		DXY Change	Hard Currency EM Debt	Local Currency EM Debt
			JP Morgan EMBI GD	JP Morgan GBI-EM GD
USD weakness	Dec 2002 - Mar 2008	-29.5%	11.4%	15.4%
Consolidation	Mar 2008 - Apr 2011	1.6%	9.0%	11.8%
USD Strength	Apr 2011 - Sep 2022	53.7%	2.6%	-1.9%

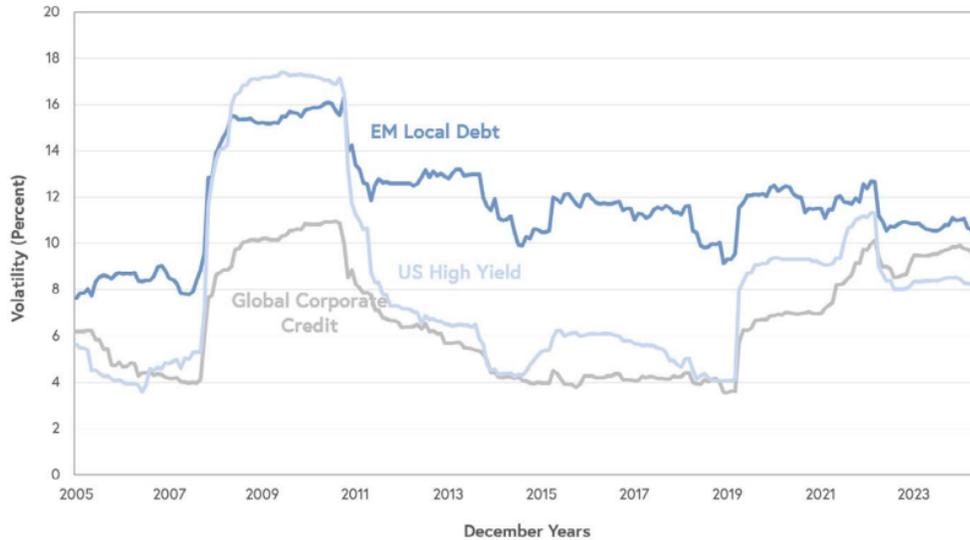
Fuente: Bloomberg, JP Morgan, Colchester Global Investors. DXY es el Índice del Dólar Estadounidense. La moneda fuerte de EM es el Índice Global Diversificado de Bonos de Mercados Emergentes ("EMBI") de JPM, y la moneda local de EM es el Índice Global Diversificado GBI-EM de JPM en USD sin cobertura.

**Gráfico 8: Relación entre los rendimientos de la deuda en moneda local y los movimientos del dólar estadounidense.**



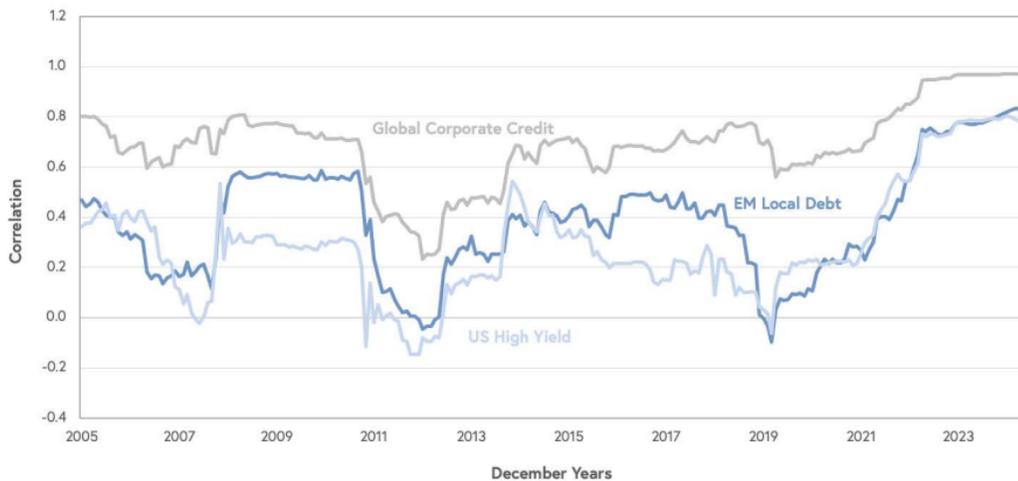
Fuente: Bloomberg, Colchester Global Investors. Análisis basado en cambios trimestrales en el Índice del dólar estadounidense (DXY) y el Índice Global Diversificado GBI-EM de JP Morgan desde marzo de 2003 hasta marzo de 2025.

**Gráfico 9: Volatilidad móvil a 3 años de la deuda en moneda local de mercados emergentes, alto rendimiento estadounidense y crédito corporativo global.**



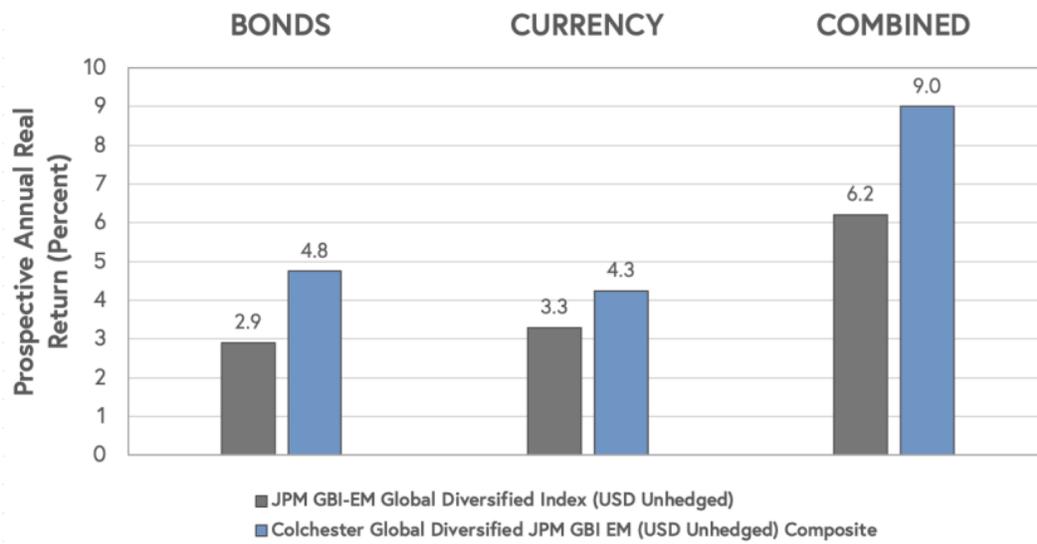
Fuente: JP Morgan, Bloomberg, Colchester. Datos desde diciembre de 2005 hasta finales de mayo de 2025. La deuda local de EM es el Índice Global Diversificado GBI-EM de JPM, el alto rendimiento estadounidense es el Índice de Alto Rendimiento Corporativo de Bloomberg, y el crédito corporativo global es el Índice Corporativo Global de Bloomberg.

**Gráfico 10: Correlación de la deuda en moneda local de mercados emergentes, alto rendimiento estadounidense y crédito corporativo global con el Índice Agregado de Bonos de EE. UU.**



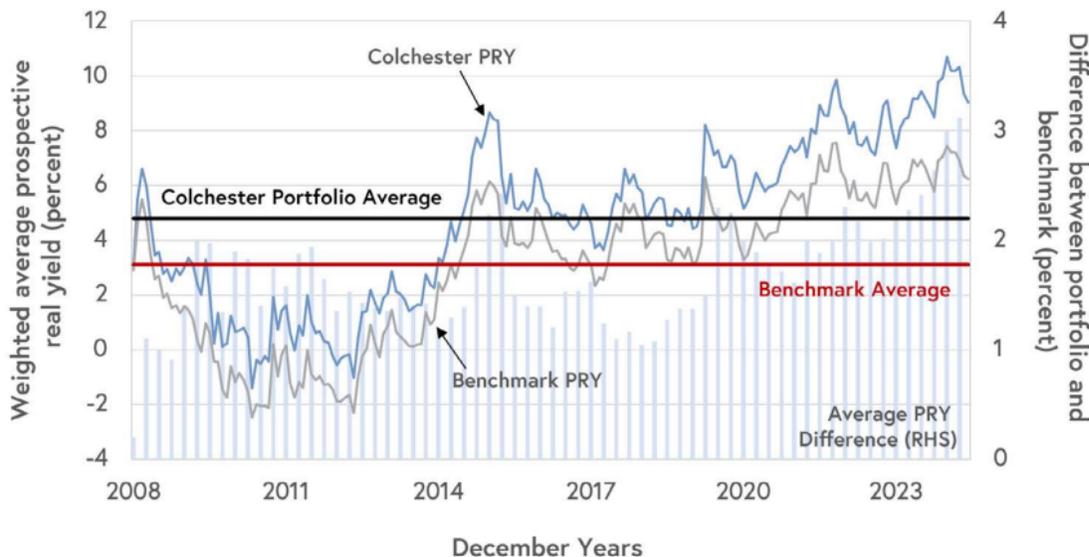
Fuente: JP Morgan, Bloomberg, Colchester. Datos desde diciembre de 2005 hasta mayo de 2025. La deuda local de mercados emergentes se calcula según el índice JPM GBI-EM Global Diversified; la deuda de alto rendimiento estadounidense se calcula según el índice Bloomberg US Corporate High Yield; y el crédito corporativo global se calcula según el índice Bloomberg Global Corporate.

**Gráfico 11: Valor real potencial en oferta**



Fuente: Colchester. Datos a finales de mayo de 2025. El valor real de la moneda es una función del tipo de cambio real y del diferencial de rendimiento real. La moneda se convierte a un rendimiento real equivalente dividiendo la subvaloración del tipo de cambio real agregado de la cartera (frente al dólar estadounidense) entre 5. Esto supone una reversión a su valor razonable en 5 años. Esto permite sumar bonos y divisas para obtener un rendimiento real prospectivo para la cartera combinada. Nota: Las cifras pueden no coincidir debido al redondeo.

**Gráfico 12: Valoración combinada de divisas y bonos del programa e índice Colchester**



Combinación del rendimiento real prospectivo de los bonos (rendimiento nominal a 10 años en cada mercado, menos la previsión de inflación de Colchester) y el rendimiento real de las divisas (rendimiento real equivalente al dividir la subvaloración del tipo de cambio real agregado de la cartera o del índice de referencia (frente al dólar estadounidense) entre 5). La diferencia mostrada es la media móvil de 3 meses de la diferencia entre las valoraciones combinadas de la cartera y el índice de referencia. Datos a finales de mayo de 2025. El índice de referencia es el JP Morgan GBI-EM Global Diversified.