Janus Henderson
INVESTORS

Abril de 2026

DESMONTAMOS ALGUNOS MITOS

Las verdades ocultas de la deuda de Mercados Emergentes



Comunicación publicitaria | Fuera de Estados Unidos: Solo para inversores profesionales y cualificados | Prohibida su distribución posterior
El valor de una inversión y las rentas derivadas de la misma pueden aumentar o disminuir y es posible no recuperar la cantidad invertida inicialmente.

DE UN VISTAZO

Aspectos destacados

- El universo de deuda soberana de mercados emergentes en moneda fuerte (EMD HC) es ya una clase de activos consolidada que abarca más de 70 países de toda la escala de calificaciones, con más del 50 % calificados como «*investment grade*». La variedad de países aporta una diversificación fundamental del riesgo en la cartera de un inversor.
- El universo EMD HC ofrece a los inversores acceso a la «prima de riesgo» de mercados emergentes, combinado con las características más defensivas de los bonos.
- Los resultados de las inversiones pueden mejorarse mediante una gestión activa, debido a la complejidad de esta clase de activos y a las ineficiencias que prevalecen en el mercado.



Aunque los mercados emergentes (ME), como clase de activos, llevan más de dos décadas siendo accesibles, las ideas erróneas que les rodean siguen disuadiendo a algunos inversores. A pesar de que representan más del 60 % del producto interior bruto (PIB) mundial[1] y albergan a más del 80 % de la población mundial[2], los inversores carecen de una asignación suficiente a esta clase de activos. Los inversores de la región EMEA destinan, de media, un 5 % de su cartera a deuda de mercados emergentes (EMD), mientras que los inversores latinoamericanos destinan un 2 % de media.[3] Por lo tanto, muchos pierden la oportunidad de diversificar sus carteras al no incluir una exposición a mercados emergentes.

A continuación se indican algunas de las cualidades principales de la deuda de mercados emergentes en divisa fuerte («EMD HC»):

1. **Rendimientos atractivos:** La deuda EMD HC ofrece rendimientos mucho más altos que la deuda de mercados desarrollados, y una parte significativa de este universo cuenta con calificación ***investment grade*** (IG), lo que presenta un sólido potencial de rentabilidad a largo plazo.
2. **Resiliencia y estabilidad:** A pesar de las ideas preconcebidas, los países de mercados emergentes han demostrado una notable mejora en sus fundamentales económicos, lo que los hace más resistentes a los vaivenes económicos mundiales.
3. **Diversificación:** La deuda EMD HC ofrece una diversificación fundamental del riesgo al brindar exposición a diversos países multifacéticos. Ofrece acceso a la prima de riesgo de mercados emergentes, junto con las características más defensivas que se asocian a los bonos en moneda fuerte (HC).
4. **Oportunidades de la gestión activa:** La complejidad y las ineficiencias inherentes a esta clase de activos exigen estrategias de gestión activa para saber afrontar y aprovechar con éxito las oportunidades que, en nuestra opinión, se pierden las estrategias pasivas.

En este artículo abordamos los principales conceptos erróneos sobre los mercados emergentes que pueden estar impidiendo que los inversores acojan esta clase de activos, prestando especial atención a la deuda soberana de la región en divisas fuertes. Destacamos cómo la deuda de mercados emergentes (EMD) se ha convertido en una clase de activos en rápido crecimiento y maduración, que, en nuestra opinión, merece una mayor atención de los inversores que buscan carteras diversificadas y resistentes con un atractivo potencial de rentabilidad a largo plazo.

[1]Fuente: FMI, DataMapper, marzo de 2026. El PIB se expresa en dólares estadounidenses, en términos de paridad del poder adquisitivo.

[2]Fuente: Naciones Unidas, Perspectivas de la población mundial, a fecha de 2025.

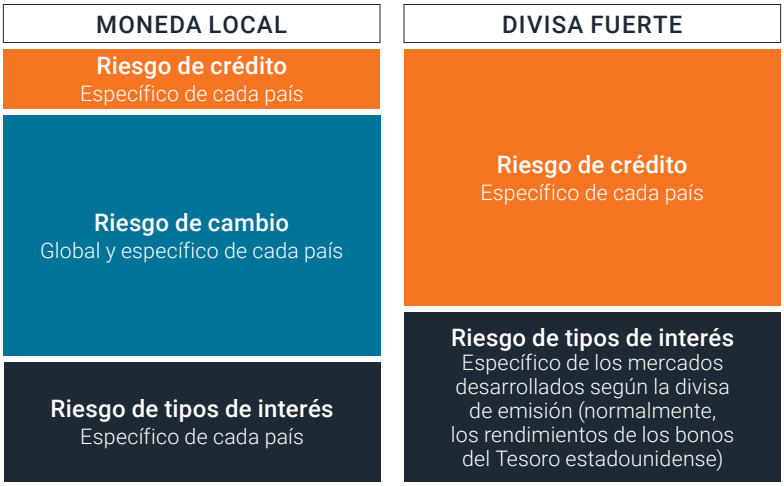
[3]Fuente: Análisis del equipo de Estrategia y Construcción de Carteras basado en datos de Janus Henderson EDGE™ para Europa (incluido el Reino Unido) y América Latina, de marzo de 2025 a febrero de 2026.

Mito 1: La volatilidad de las divisas y los tipos merma la rentabilidad de Mercados Emergentes

Los principales factores que determinan la rentabilidad de la deuda de Mercados Emergentes denominada en divisas fuertes (EMD HC) son los rendimientos del Tesoro de EE. UU. (UST) y los diferenciales de crédito soberano, ya que se trata de una clase de activos de «crédito». Cualquier impacto relevante originado por la depreciación de la divisa suele vincularse a factores específicos de cada país y se ha vuelto mucho menos importante para el conjunto de la clase de activos, al haber aumentado la proporción de deuda nacional (respecto a la deuda total). Las fluctuaciones del dólar estadounidense tienen efectos secundarios. Estas fluctuaciones, lejos de ser sistémicas para la clase de activos, suelen afectar a la calidad crediticia únicamente en los países frontera más pequeños, donde la deuda en divisa fuerte es la principal fuente de financiación, y cuando se produce una depreciación importante y permanente de la moneda nacional debido a una crisis económica (lo que dificulta la amortización de la deuda en dólares).

Esto contrasta con los bonos de Mercados Emergentes denominados en moneda local (LC), en los que las fluctuaciones de las divisas de Mercados Emergentes frente al dólar suelen ser el principal determinante de la rentabilidad (alrededor del 80 % del riesgo proviene de las divisas de Mercados Emergentes).[4] Dado que el dólar tiende a fluctuar en ciclos largos, esto explica las decepcionantes ganancias logradas durante la última década por aquellos que invirtieron en deuda de Mercados Emergentes denominada en moneda local que cotizan en dólares (debido a la apreciación del dólar). Este problema no ha afectado a los inversores en deuda de Mercados Emergentes en divisas fuertes.

Gráfico 1: Determinantes de la rentabilidad de los bonos soberanos de Mercados Emergentes

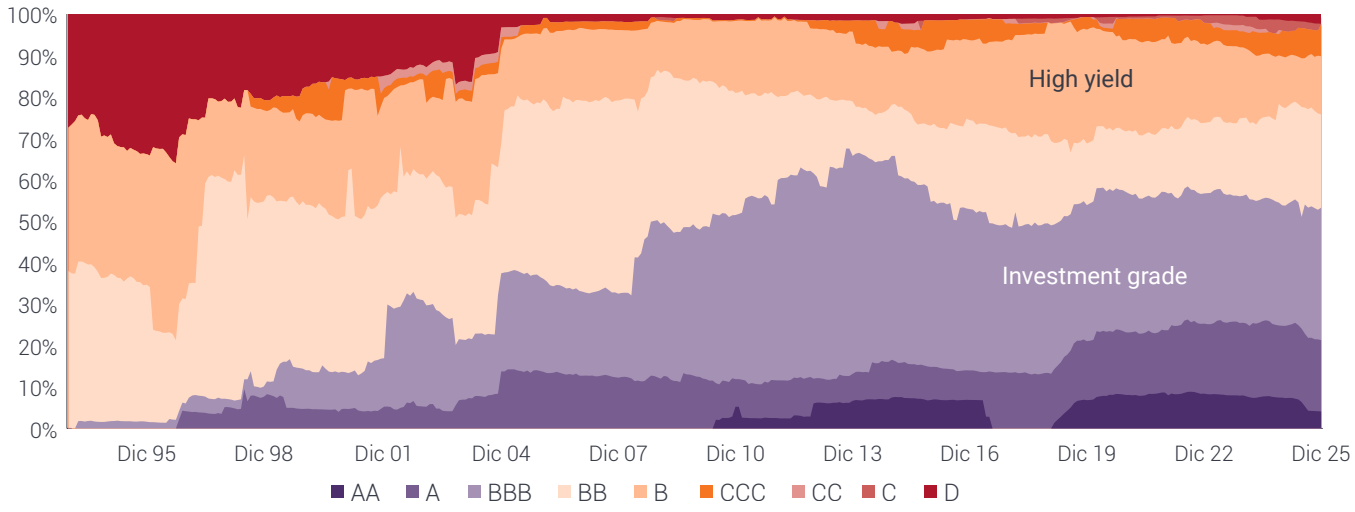


Fuente: Janus Henderson Investors.

Mito 2: Los mercados emergentes se ven lastrados por sus bajos ratings crediticios

El universo de deuda soberana de mercados emergentes no se parece en nada al de la década de 1990, cuando esta clase de activos se encontraba en mantillas y reflejaba el crecimiento y el desarrollo económico. El porcentaje de bonos ***investment grade*** (IG) en los principales índices de referencia ha aumentado de menos del 10 % a mediados de los años 90 a más del 50 % (Gráfico 2). El segmento IG presenta una distribución bimodal, donde los bonos se agrupan en torno a las calificaciones BBB y AA/A+, a lo que se unen los países de Oriente Medio con altas calificaciones en 2019, mientras que Omán y Azerbaiyán, por ejemplo, fueron ascendidos a la categoría IG en 2025. Paralelamente a esta expansión, la calidad crediticia ha mejorado, ya que el índice ha subido cuatro escalones de rating medio, al pasar de BB- en 2000 a poco más de BB+ en 2025 (Gráfico 3).

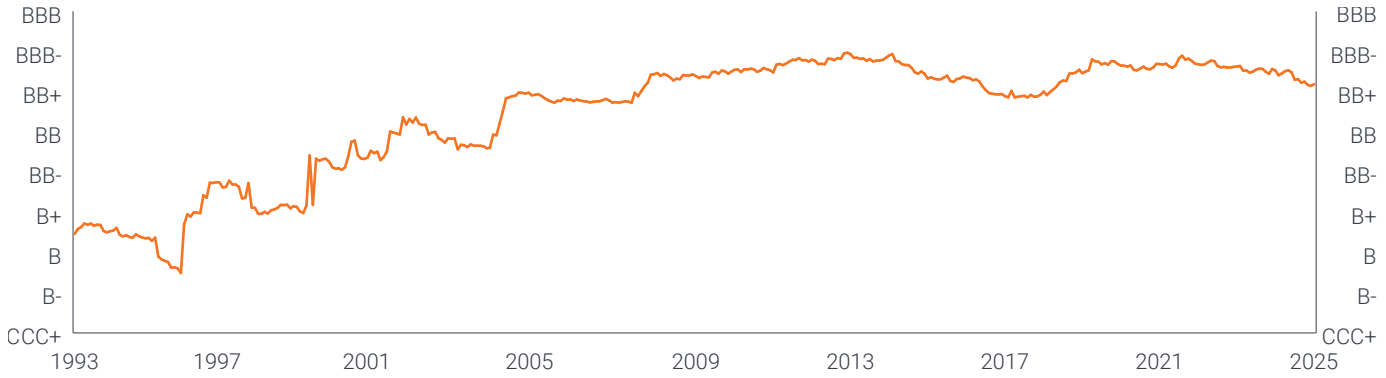
Gráfico 2: Desglose de los bonos de mercados emergentes en divisa fuerte por rating crediticio a lo largo del tiempo



Fuente: Janus Henderson Investors, JP Morgan EMBI Global Diversified Index, a 31 de diciembre de 2025.

[4]Fuente: State Street, tercer trimestre de 2024.

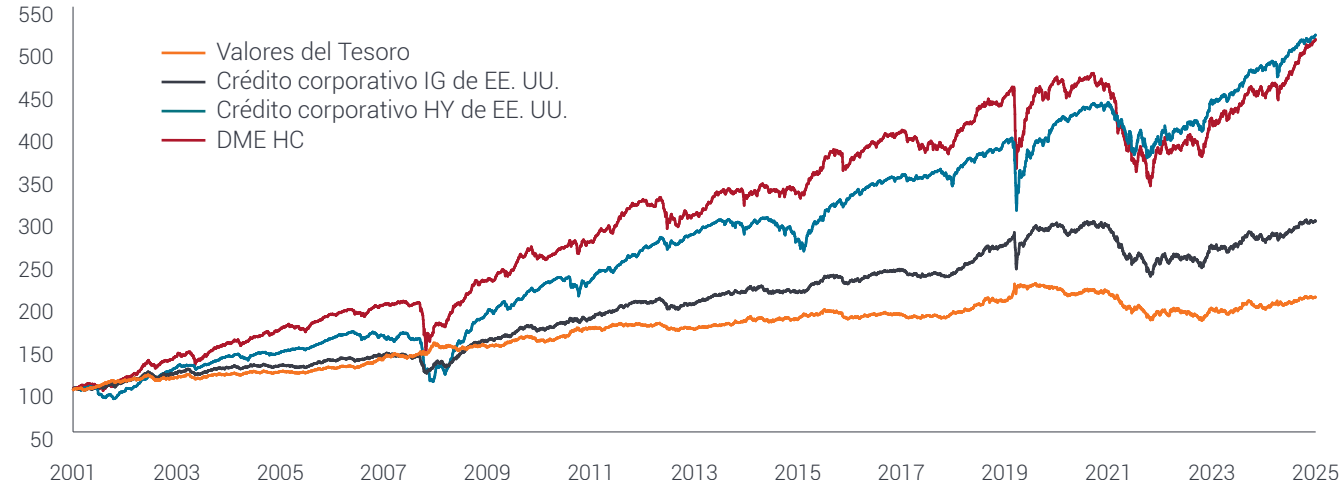
Gráfico 3: Rating crediticio medio del índice a lo largo del tiempo



Fuente: Janus Henderson Investors, Bloomberg, JP Morgan EMBI Global Diversified Index, 31 de diciembre de 2025.

Para ponerlo en perspectiva, el perfil de rentabilidad a largo plazo de la deuda de mercados emergentes en divisa fuerte (EMD HC) ha sido similar al de la deuda corporativa *high yield* (HY) estadounidense, como se muestra en el Gráfico 4. Sin embargo, la calidad crediticia es muy superior, ya que más de la mitad del universo de inversión en EMD HC cuenta con una calificación IG, como se explicó anteriormente. Cabe señalar también que la crisis de inflación de 2022 afectó de manera desmesurada a la rentabilidad total de la deuda EMD HC, debido a la duración relativamente larga de esta clase de activos.

Gráfico 4: Revalorización de 100 USD en el transcurso de más de dos décadas



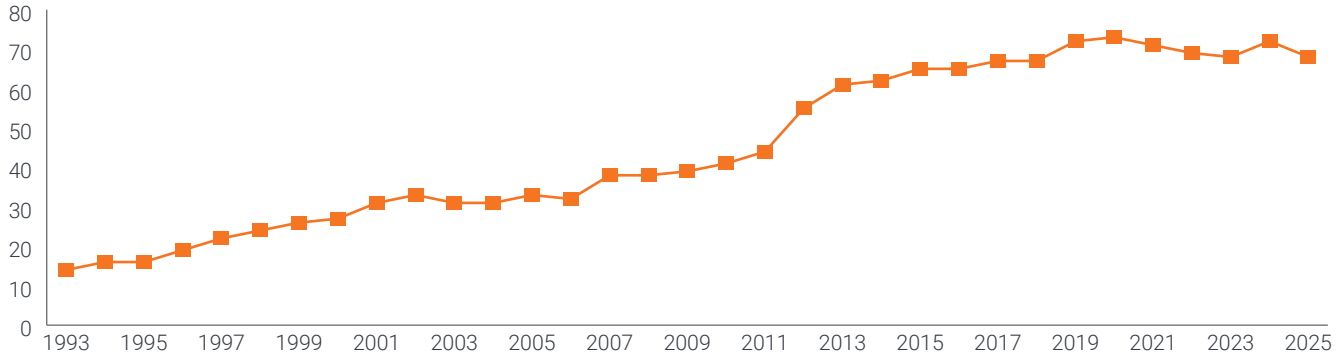
Fuente: Janus Henderson Investors, Bloomberg del 31 de diciembre de 2001 al 31 de diciembre de 2025. Valores del Tesoro de EE. UU.: ICE BofA US Treasury & Agency Index; crédito corporativo investment grade de EE. UU.: ICE BofA US Corporate Index; crédito corporativo HY estadounidense: ICE BofA US High Yield Index; Deuda de Mercados Emergentes en divisa fuerte: JP Morgan EMBI Index.

Nota: **La rentabilidad histórica no predice las rentabilidades futuras.** Históricamente, las inversiones en mercados emergentes han registrado importantes ganancias y/o pérdidas. Por ello, las rentabilidades pueden estar expuestas a volatilidad.

Mito 3: Los países de mercados emergentes carecen de estabilidad en materia de inversión

Los orígenes de la deuda EMD HC se remontan a 1989, con la creación de los bonos Brady por parte del entonces secretario del Tesoro de Estados Unidos, Nicholas Brady. Esto formaba parte de un plan de reducción de la deuda que permitía a los bancos comerciales canjear sus derechos de cobro frente a gobiernos de Mercados Emergentes (principalmente de América Latina) y convertirlos en bonos más fácilmente negociables. El universo de países de mercados emergentes susceptibles de inversión se ha ampliado drásticamente hasta abarcar actualmente más de 80 países, de los cuales 68 están incluidos en el principal índice EMD HC (Gráfico 5). Aunque las crisis de estos países eran más habituales en sus inicios, en las últimas décadas hemos asistido a una maduración sin precedentes de este mercado, así como a un aumento de su alcance y diversidad.

Gráfico 5: El número de países incluidos en el índice EM ha aumentado considerablemente desde 2009



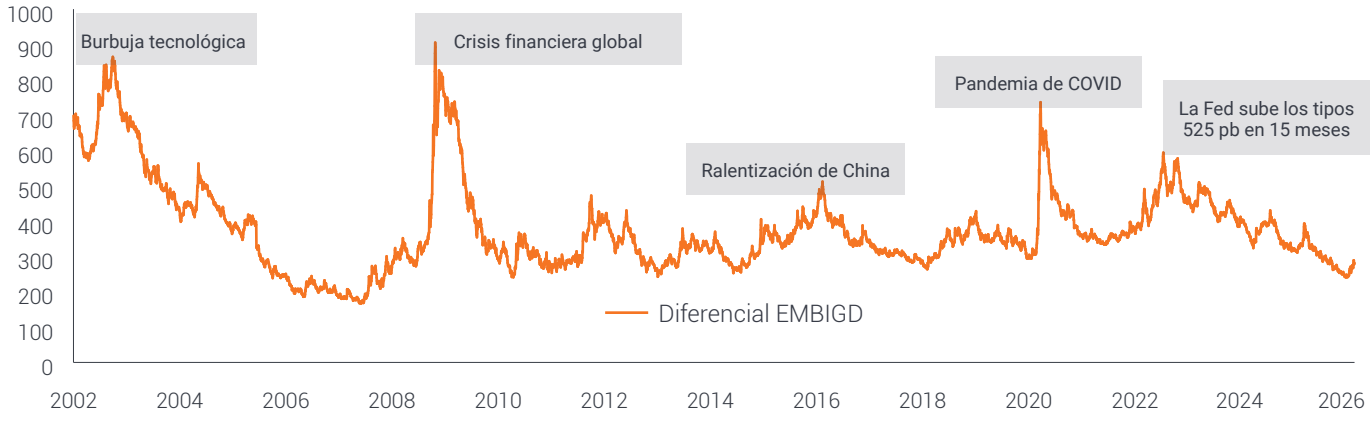
Fuente: JP Morgan, JP Morgan EMBI Global Diversified, a enero de 2026.

La idea obsoleta de que los países de mercados emergentes se ven aquejados por una inestabilidad política y volatilidad económica no se sostiene ante las recientes mejoras en los fundamentales económicos, que a menudo se ignoran. En las últimas dos décadas, la salud financiera de esta región, incluidos sus niveles de endeudamiento y los déficits fiscales, ha mostrado una mejora relativa en comparación con los mercados desarrollados. Dado su mayor potencial de crecimiento y sus menores niveles de deuda, los mercados emergentes se encuentran en mejores condiciones para gestionar y mantener su deuda.

Además, estos países han adoptado medidas proactivas y eficaces en materia de política monetaria frente a la inflación, especialmente tras la pandemia de COVID, lo que ha puesto de manifiesto su resiliencia. Esto contrasta radicalmente con la situación que presentan los mercados desarrollados, donde los problemas relacionados con la sostenibilidad de la deuda a largo plazo y la inestabilidad política se están haciendo cada vez más patentes, lo que genera volatilidad. La distinción entre los mercados de bonos de países desarrollados y emergentes se está volviendo cada vez más difusa.

Como se muestra en el Gráfico 6, el universo de deuda de mercados emergentes en divisa fuerte (EMD HC) ha ofrecido un diferencial medio de unos 380 puntos básicos (pb) superior al de los bonos del Tesoro estadounidense, lo que supone una amplia compensación por el riesgo de crédito y las pérdidas por impago previstas. El Gráfico 6 muestra también la tendencia de los diferenciales de crédito a revertir a la media, lo que constituye otra característica de los mercados de crédito soberano. Cuando la aversión al riesgo afecta a los mercados mundiales, todos los diferenciales de crédito se amplían, pero esto suele durar poco (es decir, entre 2-4 trimestres), ya que la capacidad y disposición de los países emergentes para amortizar su deuda no suelen verse afectadas. Creemos que esto atestigua la solidez del **«ancla»** del crédito soberano.

Gráfico 6: Diferencial del EMBI Global Diversified frente a los bonos del Tesoro estadounidense



Fuente: Janus Henderson Investors, Bloomberg, JP Morgan; datos del 1 de enero de 2002 al 6 de abril de 2026; se muestra el diferencial del JP Morgan EMBI Global Diversified. Nota: **La rentabilidad histórica no predice las rentabilidades futuras.**

Además, los ciclos del crédito soberano de mercados emergentes son más idiosincráticos y, por tanto, independientes entre sí, y están menos vinculados al ciclo económico estadounidense en comparación con los sectores del consumo y corporativo. Esto significa que los periodos de ampliación de los diferenciales suelen brindar buenas oportunidades de compra en deuda de mercados emergentes en divisa fuerte (EMD HC), ya que los impagos de bonos corporativos tienden a concentrarse en estos periodos. La gran diversidad de países que componen el universo de inversión es una ventaja importante de esta clase de activos.

El «ancla» del crédito soberano en EMD HC ha contribuido a limitar las caídas frente a otras clases de activos de mercados emergentes, como la deuda en la región en moneda local (condicionada por el riesgo cambiario) y la renta variable de la región, que depende en mayor medida de las diferencias de crecimiento. Esto se refleja en su mayor índice de Sharpe (Gráfico 7, en la página siguiente). En nuestra opinión, la EMD HC puede constituir una inversión central para los inversores porque ofrece acceso a la prima de riesgo de mercados emergentes, junto con las propiedades más defensivas asociadas a los bonos.

Gráfico 7: Mejores rentabilidades ajustadas al riesgo ofrecidas por EMD HC

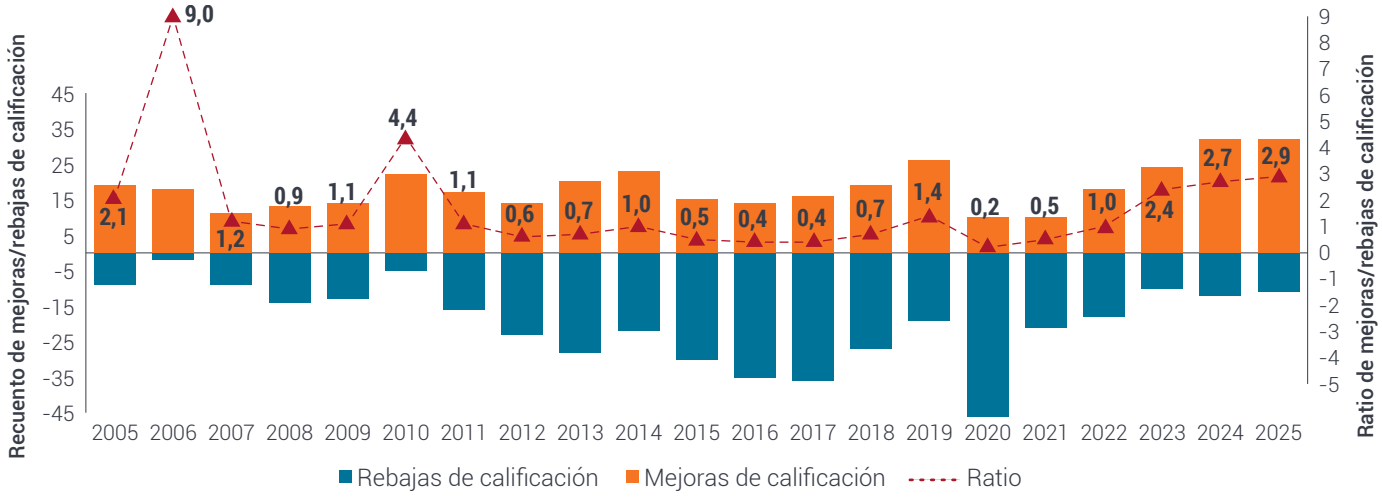
	EMD en divisa fuerte	EMD en moneda local (sin cobertura)	Renta variable de Mercados Emergentes
Ratio de Sharpe	**0,44**	**0,25**	**0,09**

Fuente: Janus Henderson Investors, Thomson Reuters Datastream, JP Morgan, del 31 de diciembre de 2001 al 31 de diciembre de 2025. EMD en divisa fuerte: JP Morgan EMBI Global Diversified; EMD en moneda local (sin cobertura): GBI EM Global Diversified; renta variable de mercados emergentes: MSCI EM Equity Index. Basado en rentabilidades para un inversor que opera en USD.

Mito 4: Los mercados emergentes entrañan demasiado riesgo debido a los impagos y las reestructuraciones

Históricamente, las reestructuraciones han dado lugar a tasas de recuperación razonables (superiores al 50 %)[5] ya que los emisores soberanos no pueden desaparecer (a diferencia de las empresas, que pueden declararse en quiebra) y deben mantener buenas relaciones con los inversores para conservar su acceso al mercado. En general, los impagos se han concentrado en los emisores más pequeños del índice, incluso durante la pandemia de COVID. Las repercusiones de la pandemia no se limitaron en absoluto a los mercados emergentes. Tras la pandemia de COVID, la resiliencia de los activos de estos países ha sido notable. En los últimos tres años, las mejoras de calificación de los bonos soberanos han superado a las rebajas (Gráfico 8).

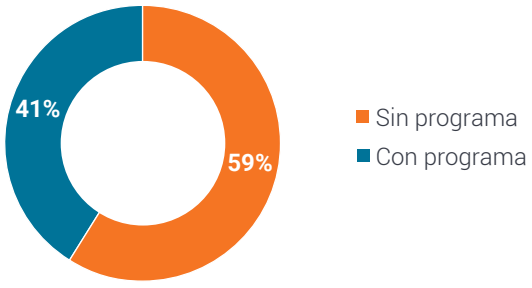
Gráfico 8: Las mejoras de calificación crediticia de mercados emergentes han duplicado con creces el número de rebajas en 2025



Fuente: Janus Henderson Investors, JP Morgan; JPM EMBI Index, excluyendo las emisiones con calificación CCC, a diciembre de 2025. Una ratio positiva entre mejoras y rebajas de calificación indica que las primeras superan a las segundas.

También conviene fijarse en las iniciativas de reestructuración de mercados emergentes. La participación en los programas del Fondo Monetario Internacional (FMI) anima a los países a aplicar reformas estructurales y a comprometerse expresamente con una planificación y un endeudamiento fiscal disciplinados, lo que facilita el cumplimiento de las obligaciones soberanas en materia de desarrollo. Cabe destacar que varios países acogidos a estos programas han concluido la reestructuración exigida en 2024-2025 y ya no necesitan el apoyo del programa o se encuentran en proceso de renegociación. Esto evidencia tanto la disciplina de los países emergentes a la hora de garantizar y terminar un programa como el valor del respaldo del FMI. Varias economías de países frontera se han sometido a un proceso de reforma plurianual en colaboración con el FMI y ya no necesitan nuevos programas de financiación, aunque conservan la opción de recurrir al Fondo en caso de surgir nuevas crisis en el futuro.

Gráfico 9: Países *high yield* (HY) con programas del FMI



Fuente: Janus Henderson Investors, FMI, a 31 de marzo de 2026. Cálculo basado en el número de países incluidos en el índice JPM EMBI que cuentan con calificación HY y están inmersos en programas del FMI.

[5]Fuente: Cruces, Juan y Christoph Trebesch (2013): Sovereign Defaults: The Price of Haircuts, American Economic Journal. Actualizado por Morgan Stanley Research para reflejar las recientes reestructuraciones, a 31 de diciembre de 2025.

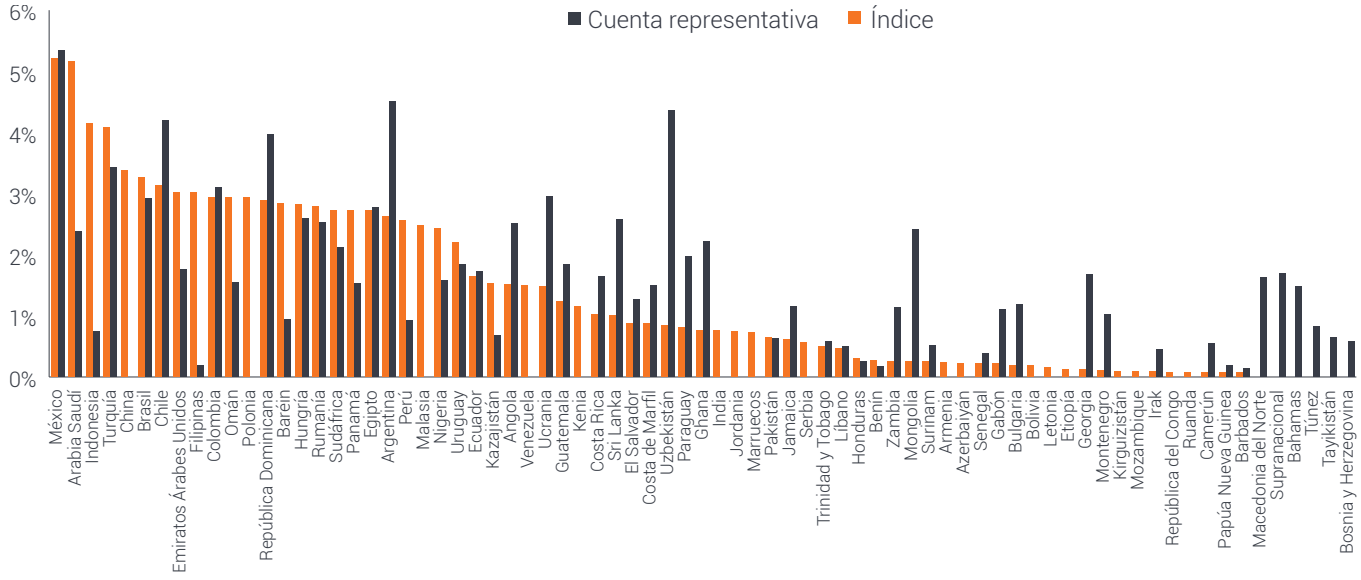
Dado el papel del FMI, que es exclusivo del mercado soberano, es importante examinar los canales que le permiten influir en el riesgo de crédito soberano, así como nuestra valoración (como inversores activos) de la oportunidad. Estos factores son los siguientes:

- **El respaldo financiero** probablemente sea lo que incida más directamente en el riesgo de crédito soberano a corto plazo, ya que reduce el riesgo de liquidez inmediata.
- **Una clara señal de voluntad de adoptar políticas favorables** al crédito cuando un país entra en un programa y accede a financiación. Los mercados suelen reaccionar positivamente ante esta señal, al producirse una mejora anticipada de las condiciones financieras.
- **Una mayor calidad de las políticas y una mayor probabilidad de estabilización económica** como resultado de la participación en el programa, cuyas condiciones exigen políticas favorables al crédito, a menudo políticas económicas ortodoxas y requisitos de reforma estructural.
- **Mayor visibilidad y seguimiento:** Las revisiones de los programas, que suelen realizarse con frecuencia trimestral o semestral, aumentan la transparencia sobre el cumplimiento de los programas y sus aspectos clave, lo que reduce la incertidumbre de los inversores y la prima de riesgo asociada a los bonos del país, gracias a la publicación de conclusiones del FMI.
- **Asistencia técnica:** El personal del FMI presta asistencia técnica con el objetivo de reforzar la gestión económica de un país.
- **Capital político:** En algunos casos, el FMI asume parte de los costes políticos del ajuste. La trayectoria específica de cada país en su relación con el FMI influye en este aspecto, ya que algunas poblaciones son más partidarias de la presencia del FMI que otras.

También nos llegan dudas sobre **el «riesgo de eventos»** en mercados emergentes, que es el impacto que un problema específico de un país puede tener en una cartera de inversiones. Aunque el número de emisores de deuda EMD HC es inferior a un índice de crédito corporativo, en nuestra cartera están representados alrededor de 60 países[6], y creemos firmemente que la diversificación por países es fundamental para mitigar el riesgo de eventos; por esta razón, a diferencia de otras gestoras activas, no confiamos en mantener una cartera concentrada ni un subconjunto de «mejores ideas». En consecuencia, nuestro objetivo es ser más resistentes ante los riesgos de eventos o los cambios de confianza en uno u otro país.

Como se muestra en el Gráfico 10, el índice no solo está diversificado —ningún país representa más del 5 % del índice—, sino que nuestra cartera también presenta ponderaciones absolutas más bajas y alberga una mayor variedad de países representados.

Gráfico 10: Ponderación de los países en la cuenta representativa frente al índice



Fuente: Janus Henderson Investors, cuenta representativa: Janus Henderson Emerging Markets Debt Hard Currency; Índice: JPM EMBI Global Diversified Index, a 31 de diciembre de 2025. Exclusivamente con fines ilustrativos. La información relativa a las posiciones de la cartera se basa en la cuenta representativa en el índice compuesto, por lo que podría variar con respecto a otras cuentas de la estrategia debido al tamaño de los activos, las directrices de los clientes y otros factores. Se considera que la cuenta representativa es la que mejor refleja el estilo de gestión actual de la cartera.

Mito 5: El deterioro de las materias primas supondrá un gran problema para la deuda de mercados emergentes

La subida de precios de las materias primas suelen verse como algo negativo para todos los mercados emergentes, pero esto es una simplificación excesiva para una clase de activos muy diversa. En la práctica, las fluctuaciones de precios de las materias primas suelen producir diferencias entre los mercados emergentes, debido a la distinta composición de sus economías, en vez de generar un obstáculo sistémico.

El efecto del encarecimiento de las materias primas varía considerablemente según el país y el producto:

- **Saldo energético neto:** Los exportadores de materias primas pueden beneficiarse de unos ingresos fiscales más altos y de una mejora de la balanza exterior, mientras que los grandes importadores netos podrían verse acuciados por el deterioro de la balanza comercial, el efecto de transmisión de la inflación y la ampliación de los diferenciales. El Gráfico 11, recogido en la página siguiente, muestra la diversidad del universo EMD HC en cuanto al saldo energético neto, es decir, el saldo entre las exportaciones y las importaciones de energía de un país.

[6]Fuente: Janus Henderson, Janus Henderson Emerging Markets Debt Hard Currency, cuenta representativa, a 31 de diciembre de 2025.

- **La exposición no se limita al petróleo:** La producción de materias primas en mercados emergentes abarca los sectores de la energía, los metales y los productos agrícolas, cada uno con motores exclusivos de la demanda y ciclos de precios propios. Los exportadores de energía representan la mayor parte del JP Morgan EMBI Diversified Index, seguidos por los sectores de metales y agricultura (Gráfico 12). Omán, por ejemplo, es el único Estado del Golfo que no depende del estrecho de Ormuz para sus exportaciones de petróleo. El país está vendiendo su petróleo crudo con una enorme prima respecto al Brent, lo que contribuye a mantener un superávit en sus arcas públicas y su balanza externa en 2026.[7]
- **Los resultados varían en cada país:** El efecto neto depende de las balanzas comerciales, la intensidad energética, los regímenes de subvenciones y arancelarios, las respuestas normativas y la resiliencia macroeconómica.

Esta dispersión resalta la importancia de la gestión activa. Evaluar los fundamentales de cada país y la sensibilidad que presentan a las materias primas es esencial para distinguir los ganadores de los perdedores relativos en periodos de elevada volatilidad de los precios de las materias primas, especialmente en entornos marcados por la incertidumbre geopolítica.

Gráfico 11: Comercio neto de energía medido como porcentaje del comercio total

Exportador ↓

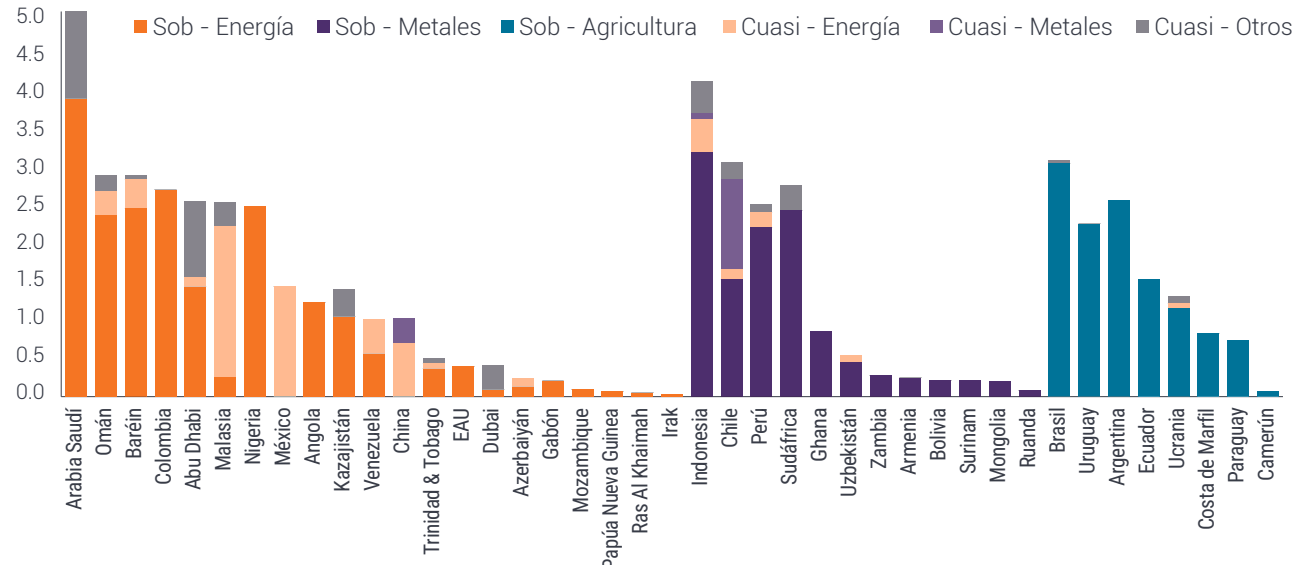
País	% del comercio total	País	% del comercio total	País	% del comercio total
Angola	45 %	Brasil	3 %	Ucrania	-7 %
Congo (El)	39 %	Sudáfrica	1 %	Túnez	-8 %
Gabón	37 %	Ghana	1 %	Ruanda	-10 %
Trinidad y Tobago	35 %	Costa de Marfil	0 %	Senegal	-10 %
Nigeria	31 %	México	-2 %	El Salvador	-10 %
Papúa Nueva Guinea	27 %	Paraguay	-2 %	Turquía	-11 %
Venezuela	25 %	Túnez	-8 %	Sri Lanka	-12 %
Camerún	17 %	Ruanda	-10 %	República Dominicana	-13 %
Colombia	17 %	Rumanía	-3 %	Jordania	-15 %
Mongolia	16 %	Bolivia	-4 %	Líbano	-17 %
Mozambique	15 %	Benín	-5 %	Kenia	-17 %
Baréin	11 %	Egipto	-5 %	Pakistán	-20 %
Ecuador	8 %	Costa Rica	-6 %	Jamaica	-20 %
Argentina	4 %	Zambia	-6 %		

↑ Importador

Fuente: Stifel, 2 de marzo de 2026. 0 % representa una posición neutral en energía.

Gráfico 12: La composición de materias primas en mercados emergentes va más allá de la energía o el petróleo

Exportadores de materias primas incluidos en el índice EMBI Global Diversified (% de capitalización bursátil)



Fuente: UN Comtrade, Bloomberg, Morgan Stanley Research, Janus Henderson Investors, 2 de febrero de 2026. Hemos reclasificado a Baréin, ya que el petróleo (y los productos refinados) constituyen su principal categoría de exportación. La industria metalúrgica no se basa en recursos naturales, ya que el país importa toda la bauxita y la alúmina que necesita y las procesa en su territorio utilizando energía barata.

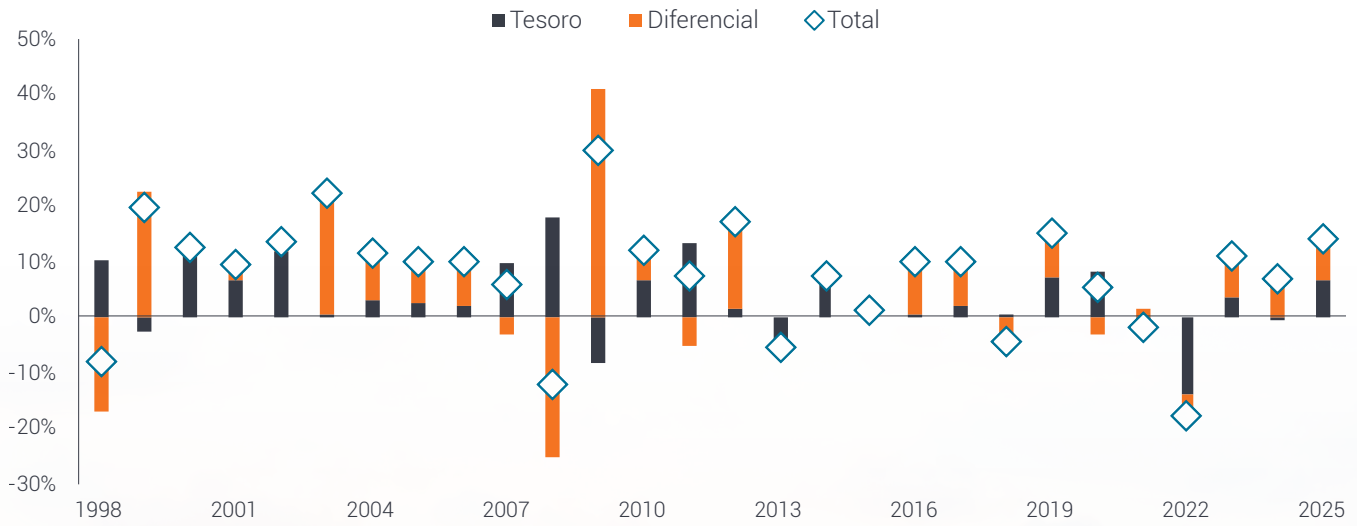
[7]Fuente: S&P Global, a 27 de marzo de 2026.

Mito 6: El riesgo de eventos y los resultados en 2022 nos llevan a evitar la deuda de mercados emergentes

Es importante situar los resultados de 2022 en su debido contexto, ya que la deuda de mercados emergentes sufrió una «tormenta perfecta» de acontecimientos (en sentido negativo) que, en conjunto, perjudicaron a esta clase de activos. En nuestra opinión, no parece probable que esta retahíla de factores se repita. En primer lugar, el impacto de la pandemia de COVID resultó difícil de soportar para algunos pequeños países de esta región, ya que las vacunas les llegaron más tarde, lo que supuso una carga para los sistemas sanitarios menos avanzados. Posteriormente, en febrero de 2022, la invasión de Ucrania por Rusia no solo afectó a los bonos de esos países (Rusia, que un mes antes de la invasión representaba más del 3 % del índice JPM, fue eliminada del mismo tras rebajarse a cero), sino que también agravó el problema de la inflación. Esto llevó a la Reserva Federal de EE. UU. a subir los tipos de interés de forma muy drástica y a endurecer las condiciones financieras.

Esta confluencia de sucesos perjudicó a la deuda de mercados emergentes en divisa fuerte. Aunque parte de su escaso rendimiento se debió al riesgo de crédito, el factor que más influyó, con diferencia, fue el fuerte aumento de los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense (véase el Gráfico 13).[8] Dado que la deuda soberana suele presentar vencimientos más lejanos que los bonos corporativos, en términos medios, el JPM EMBI Global Diversified (EMBI GD) Index tiene una duración mayor (mayor sensibilidad a los tipos de interés). Esto se vio agravado por los bajos rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense en aquel momento, lo que supuso que la duración efectiva se alargara hasta ocho años.[9] En este contexto, marcado por la escalada de los rendimientos de estos bonos, la apreciación del dólar y el deterioro del crecimiento de mercados emergentes (en comparación con EE. UU.), cabría esperar que la deuda de mercados emergentes generara unos resultados relativamente inferiores. Sin embargo, es importante comprender la singularidad de esa situación y cómo se han ido sucediendo los acontecimientos. Por situarlo en contexto, el Bloomberg US Aggregate Index registró una caída del 13 %, mientras que el JPM EMBI GD Index cedió un 17,8 %.[10]

Gráfico 13: Composición de la rentabilidad: Contribución del diferencial y de los títulos del Tesoro a la rentabilidad total del índice



Fuente: Índices JP Morgan, JP Morgan EMBI GD, a 31 de diciembre de 2025.

El reciente aumento de los rendimientos en 2026 puede resultar preocupante para algunos, ya que recuerda a la situación de 2022. Sin embargo, cabe observar que los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense también actúan como amortiguador para la deuda EMD HC, ya que los diferenciales de crédito y los rendimientos subyacentes del Tesoro suelen moverse en direcciones opuestas. En un entorno de aversión al riesgo, la caída de los rendimientos de estos bonos puede compensar la ampliación de los diferenciales y viceversa, lo que estabiliza la rentabilidad total de la deuda EMD HC. Hay periodos que presentan una correlación positiva entre los tipos de interés y los diferenciales de crédito, pero suele ser algo temporal. Los mercados emergentes han mejorado sus fundamentales y reducido sus vulnerabilidades externas, con un crecimiento económico que supera al de Estados Unidos y con previsión de continuar así en los próximos años.[11] En nuestra opinión, la apreciación actual del dólar tiene ahora un impacto crediticio directo más limitado sobre los activos de mercados emergentes, debido al aumento de la emisión interna en moneda local, a mayores reservas de divisas, a marcos de política macroeconómica más creíbles y a unos vínculos comerciales diversificados que se alejan de Estados Unidos y se acercan a China y el comercio interno en mercados emergentes.

[8]Fuente: Rentabilidades de Bloomberg relativas al año natural 2022.
[9]Fuente: Bloomberg, JP Morgan EMBI Global Diversified Index, 2022.
[10]Fuente: Bloomberg, rentabilidades en años anuales, 2022.
[11]Fuente: Janus Henderson Investors y Macrobond, a octubre de 2025. Previsiones del FMI recogidas en las «Perspectivas de la economía mundial», estimaciones del PIB, a precios constantes. **No hay garantía de que las tendencias pasadas vayan a continuar ni de que las previsiones vayan a cumplirse.**

Mito 7: Los fondos pasivos ofrecen un acceso eficiente a este mercado

A pesar de la exposición que ofrecen algunos fondos pasivos a mercados emergentes, las complejidades y los costes asociados a la replicación del índice ponen de manifiesto las limitaciones de las estrategias pasivas. Los índices de referencia están diseñados para servir como indicadores integrales y eficientes que reflejen con precisión un mercado concreto, garantizando que sean aptos para la inversión, mensurables y claros. Para ello, los proveedores de índices de referencia aplican criterios de admisibilidad estrictos para la inclusión en sus índices. Por consiguiente, la elaboración de estos índices se rige por normas que anteponen la liquidez a la maximización de la rentabilidad. Estos inversores se ven limitados a comprar bonos denominados en dólares que cumplan los requisitos para su inclusión en los índices, con el fin de **minimizar el *tracking error***, lo que les hace perder muchas oportunidades potenciales.

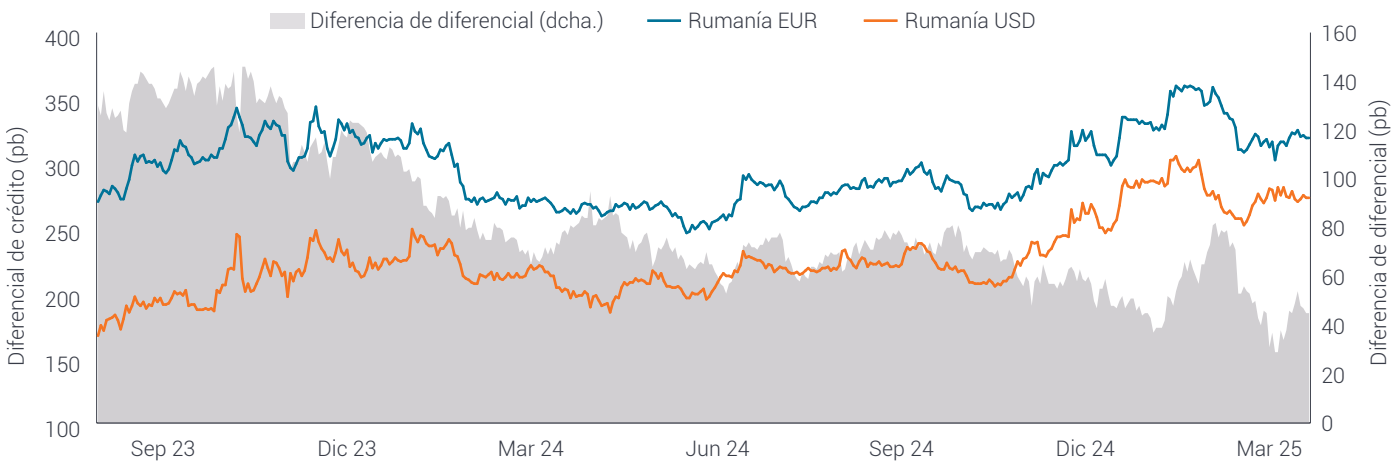
Ahora bien, en el caso de la deuda de mercados emergentes, este proceso de selección tiende a excluir una parte significativa del universo de inversión que existe en la región. La deuda de mercados emergentes se caracteriza por su alto grado de ineficiencia, amplitud y complejidad, ya que cuenta con unos 1.600 bonos de más de 80 países y un número similar de entidades cuasi soberanas de propiedad estatal. Según datos de Broadridge, casi el 80 % de los activos de deuda soberana de mercados emergentes en divisa fuerte (EMD HC) se gestionan de forma activa.[12]

La gestión activa puede captar oportunidades que las estrategias pasivas pasan por alto, como por ejemplo:

- **Bonos no admisibles** que no cumplen los criterios de vencimiento, volumen o ratings para ser incluidos en un índice.
- **Sectores excluidos de los índices de referencia**, como los emisores subsoberanos (provinciales o municipales), los emisores supranacionales, las empresas de propiedad mayoritaria del Estado y las empresas privadas.
- **Bonos no denominados en dólares estadounidenses**, como los eurobonos (predominantes en los países de Europa del Este y en algunos de África Occidental).

La existencia de limitaciones por parte de los inversores y la segmentación del mercado a menudo nos permiten encontrar mejores rentabilidades ajustadas al riesgo en valores del mismo emisor que no reúnen los requisitos para integrarse en los índices de referencia, o en países más pequeños o menos analizados que son ignorados por los inversores convencionales. Con frecuencia encontramos oportunidades rentables para comprar bonos denominados en otras divisas fuertes (como el euro) del mismo emisor, y obtener así una mayor rentabilidad tras descontar la cobertura de los tipos de interés y de cambio. El reciente aumento de la emisión de bonos denominados en euros por parte de los países de mercados emergentes ha ampliado el abanico de oportunidades. El Gráfico 14 muestra un ejemplo de la mejora del diferencial de crédito que se puede lograr (al poseer el bono denominado en euros frente a otro denominado en dólares estadounidenses incluido en el índice):

Gráfico 14: Diferenciales de crédito de los bonos de Rumanía en EUR frente al USD



Fuente: Bloomberg, Janus Henderson Investors, a 28 de febrero de 2025. Ejemplo histórico de una operación en la que la estrategia mantuvo Rumanía EUR 2032 en lugar de Rumanía USD 2032.

Mito 8: El análisis *bottom-up* funciona mejor para las empresas que para los países

Tradicionalmente, los inversores en deuda se han decantado por los bonos corporativos, quizá atraídos por las oportunidades de alfa que se consideran superiores. Sin embargo, el panorama de la deuda soberana de mercados emergentes, que abarca una amplia gama de países en distintas fases de desarrollo socioeconómico y con características propias, ofrece un amplio abanico de oportunidades de inversión (véase el Gráfico 15 en la página siguiente). Esta complejidad y las ineficiencias inherentes al universo de deuda soberana de mercados emergentes cuestionan la idea de considerar a estas entidades como un grupo homogéneo.

[12]Fuente: Broadridge, febrero de 2025.

Gráfico 15: Características de los principales índices

Perspectiva general	Divisas fuertes de mercados emergentes	Bonos corporativos de mercados emergentes	Deuda de mercados emergentes en divisa local	High yield de EE. UU	Investment grade de EE. UU.
Índice de referencia	JPM EMBI GD	JPM CEMBI BD	JP GBI-EM GD	ICE BofA US HY	ICE BofA US Corporate
Capitalización bursátil	1,4 billones de USD	1,17 billones de USD	6,53 billones de USD	1,47 billones de USD	9,57 billones de USD
Yield-to-worst*	6,80 %	5,90 %	5,91 %	6,56 %	4,82 %
Duración (años)	6,55	4,16	5,43	2,87	6,52
Número de países	68	66	19	–	–
Número de emisores	157	729	19	863	1356
Rating medio	**BBB-/BB+**	**BBB-/BBB-**	**BBB+/BBB**	**B+**	**A-**
AAA	–	0,24 %	–	–	0,83 %
AA	3,07 %	5,80 %	4,65 %	–	8,39 %
A	15,38 %	20,64 %	29,75 %	–	45,77 %
BBB	31,42 %	32,68 %	45,57 %	–	44,79 %
BB	25,74 %	21,62 %	19,21 %	56,07 %	–
B	16,46 %	12,34 %	0,00 %	33,51 %	–
CCC e inferior	7,30 %	2,05 %	0,00 %	10,06 %	–
NR	0,60 %	4,60 %	0,81 %	–	–

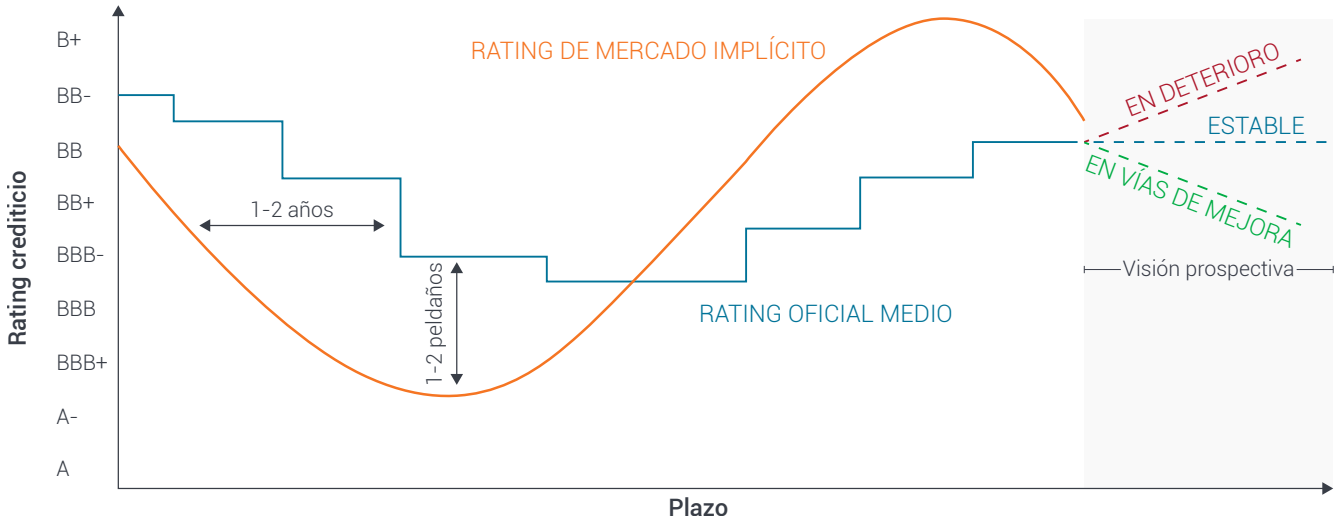
Fuente: Bloomberg, JP Morgan, ICE, a 31 de diciembre de 2025. *Índices de mercados emergentes basados en el rendimiento publicado por JP Morgan. Índices JPM: EMBI GD/CEMBI/GBI EM; Índices ICE: US High Yield Index/US Corporate Index (Investment Grade).

Estos datos refuerzan nuestra convicción de que las ineficiencias existentes en el segmento de deuda soberana EMD HC ofrecen importantes oportunidades para la capitalización del capital a lo largo del tiempo mediante la obtención de un alfa adicional. Además, aunque tanto la deuda soberana como corporativa de mercados emergentes pertenece a la clase de activos de crédito, la amplitud del universo soberano ofrece una base sólida para una diversificación fundamental dentro de una cartera de inversión.

El equipo de EMD HC ha identificado diversas tendencias de comportamiento persistentes en los mercados de crédito soberano que constituyen la base de nuestra filosofía de inversión:

- Existe una relación sistemática entre ratings y comportamiento del mercado.
- El riesgo de crédito soberano suele presentar un componente básico que sigue una determinada tendencia.
- El mercado presenta una visión prospectiva y se adelanta a los ratings en uno o dos años.
- Se observan claros indicios de desvíos al alza o a la baja de los precios de mercado en uno o dos peldaños (efecto manada).

Gráfico 16: Riesgo de crédito soberano y comportamiento del mercado



Fuente: Janus Henderson Investors. Exclusivamente con fines ilustrativos.

A partir del análisis sistemático de la deuda soberana, se identifican oportunidades en función de:

1. El grado de **anomalías** en los precios del mercado en relación con nuestra valoración del valor razonable;
2. La **evolución** que prevemos para la situación crediticia (en deterioro, estable o en vías de mejora); y
3. El **grado de avance** del ciclo crediticio actual de cada país (¿a qué distancia estamos del pico o del mínimo?).

Una comparación entre los índices de referencia de deuda de mercados emergentes más citados —el JPM EMBI GD Index para la deuda soberana y el JPM CEMBI Index para la deuda corporativa— evidencia esta perspectiva. Aunque el mayor número de emisores individuales en los índices corporativos podría sugerir mayores oportunidades para la generación de alfa basado en el análisis *bottom-up*, los datos empíricos indican que, históricamente, el gestor medio del segmento EMD HC ha logrado un mayor alfa. Según los datos de eVestment,[13] al comparar los excesos de rentabilidad a 5 y 10 años, el gestor medio de deuda soberana de mercados emergentes en divisa fuerte obtuvo mejores resultados, con un alfa (antes de comisiones) del 1,05 % y del 0,83 %, respectivamente. Esta cifra es muy superior al exceso de rentabilidad mediano de los gestores de bonos corporativos de la región, que se sitúa en el 0,30 % y el 0,68 %, y también supera la mediana de excesos de rentabilidad de los gestores de bonos ***high yield*** de EE. UU., que se sitúa en el 0,39 % y el -0,61 % durante los mismos periodos.

Un mercado emergente más resiliente

Como conclusión, la clase de activos de deuda de mercados emergentes en divisa fuerte (EMD HC) ofrece una oportunidad de inversión a largo plazo convincente, a pesar de los conceptos erróneos que existen al respecto. En este documento se han expuesto las sólidas cualidades de esta clase de activos, por ejemplo, sus atractivos rendimientos, su resiliencia, y las ventajas de diversificación y de la gestión activa. Al desmontar los mitos más comunes —desde el efecto exagerado de la volatilidad de las divisas en la rentabilidad hasta los temores en torno a la calidad crediticia y los riesgos de eventos—, ofrecemos una visión más clara de la dinámica real imperante en los mercados EMD HC.

La deuda EMD HC viene mostrando un notable crecimiento y madurez durante las últimas décadas, lo que refleja mejoras significativas en la calidad crediticia y los fundamentales económicos de los países emergentes. Esta evolución pone en duda las percepciones obsoletas que consideran a los mercados emergentes como inestables y arriesgados. En cambio, la clase de activos EMD HC ofrece ventajas de diversificación, con un atractivo potencial de rentabilidad a largo plazo. Esto puede mejorarse aún más mediante el uso estratégico de la gestión activa para afrontar y aprovechar las ineficiencias del mercado, así como para mitigar los riesgos, a través de un análisis fundamental sobre el terreno.

Además, la participación del FMI y el impulso de las reformas estructurales han reforzado considerablemente los marcos normativos, lo que ha aumentado la resiliencia de los mercados emergentes a los ciclos mundiales y ha consolidado las bases para un crecimiento duradero. Dado el empeño de los inversores por diversificar sus carteras y aprovechar las oportunidades de crecimiento, la deuda de mercados emergentes en divisa fuerte merece una mayor atención.

Equipo del Janus Henderson Emerging Markets Debt Hard Currency



Bent Lystbaek
Gestor de fondos

Bent es gestor de fondos en el Equipo de deuda de mercados emergentes en moneda fuerte (EMD HC) de Janus Henderson Investors. Antes de incorporarse a la entidad en 2022, fue gestor de fondos adjunto en Danske Bank Asset Management (DBAM), donde contribuyó al lanzamiento de la estrategia EMD HC en 2013. Bent comenzó su carrera profesional como analista de renta fija en Andelsbanken (que más tarde se fusionó con Unibank y ahora se llama Nordea) en 1986.

Cuenta con 40 años de experiencia en el sector financiero.



Jacob Ellinge Nielsen
Gestor de fondos

Jacob es gestor de fondos en el Equipo de deuda de mercados emergentes en moneda fuerte (EMD HC) de Janus Henderson Investors. Antes de incorporarse a la entidad en 2022, fue gestor de fondos adjunto en el equipo de deuda de mercados emergentes en moneda fuerte (EMD HC) de DBAM desde 2013, donde contribuyó al lanzamiento de la estrategia EMD HC. Jacob comenzó su carrera profesional como analista adjunto en el equipo de análisis de hipotecas y derivados danés de Nordea Markets en 2002.

Cuenta con 24 años de experiencia en el sector financiero.

[13]Fuente: eVestment, inversión para el periodo que finaliza el 30 de marzo de 2026 para los universos de renta fija de mercados emergentes globales (deuda corporativa, renta fija de mercados emergentes globales (moneda fuerte) y renta fija High Yield de EE. UU. Datos sin descontar comisiones.



Thomas Haugaard
Gestor de fondos

Thomas es gestor de fondos en el equipo de deuda de mercados emergentes en moneda fuerte (EMD HC) de Janus Henderson Investors. Antes de incorporarse a la entidad en 2022, fue gestor de fondos sénior en DBAM, donde contribuyó al lanzamiento de la estrategia EMD HC y formó parte del equipo de EMD HC desde 2013. Thomas ha sido profesor externo de Economía en la Universidad de Copenhague.

Cuenta con 22 años de experiencia en el sector financiero.



Sorin Pirău, CFA
Gestor de fondos

Sorin es gestor de fondos en el equipo de deuda de mercados emergentes en moneda fuerte (EMD HC) de Janus Henderson Investors. Antes de incorporarse a la entidad en 2022, trabajó en DBAM desde 2012, primero como analista y luego como gestor de fondos en el equipo de EMD HC desde 2013, donde contribuyó al lanzamiento de la estrategia EMD HC ese mismo año. Sorin es miembro del Comité Asesor sobre Deuda Soberana de los Principios para la Inversión Responsable.

Cuenta con 14 años de experiencia en el sector financiero.

PARA MÁS INFORMACIÓN, VISITE JANUSHENDERSON.COM

Janus Henderson
INVESTORS

Información importante

Las opiniones presentadas corresponden a la fecha de publicación. Únicamente se ofrecen a efectos informativos y no deben emplearse o interpretarse como asesoramiento jurídico, fiscal o de inversión ni como una oferta para vender, una invitación para comprar o una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, una estrategia de inversión o un sector de mercado. Nada de este documento se considerará que constituye una prestación, directa o indirecta, de servicios de gestión de inversiones adaptados a los requisitos de un cliente. Las opiniones y los ejemplos solo pretenden ilustrar temas más amplios, pero no reflejan ninguna intención de negociación, están sujetos a cambios y puede que no reflejen las opiniones de otros miembros de la organización. Tampoco pretenden indicar o sugerir que ningún ejemplo o ilustración aquí mencionado haya formado nunca o forme en la actualidad parte de una cartera. No puede garantizarse ninguna previsión y no hay garantía de que la información facilitada sea completa o esté vigente, ni se ofrecen garantías con respecto a los resultados que se obtengan de su uso. Janus Henderson Investors es la fuente de los datos, a menos que se indique lo contrario, y tiene un convencimiento razonable para basarse en la información y datos procedentes de terceros. **La rentabilidad histórica no predice las rentabilidades futuras. La inversión conlleva riesgos, incluida la posible pérdida del capital y la oscilación del valor.**

No todos los productos o servicios se encuentran disponibles en todas las jurisdicciones. El presente material o la información contenida en él pueden estar restringidos por la ley; se prohíbe su reproducción o mención sin permiso expreso por escrito o su utilización en cualquier jurisdicción o circunstancia en la que su uso sea ilegal. Janus Henderson no se hace responsable de la distribución ilegal de este material a terceros, en su totalidad o de forma parcial. El contenido de este material no ha sido aprobado ni avalado por ninguna agencia reguladora.

Janus Henderson Investors es el nombre bajo el cual se ofrecen productos y servicios de inversión por parte de las entidades identificadas en las jurisdicciones siguientes: (a) **Europa** por Janus Henderson Investors International Limited (n.º reg. 3594615), Janus Henderson Investors UK Limited (n.º de reg. 906355), Janus Henderson Fund Management UK Limited (n.º de reg. 2678531), Tabula Investment Management Limited (n.º de reg. 11286661) (cada una registrada en Inglaterra y Gales, con domicilio social en 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE (Reino Unido) y regulada por la Financial Conduct Authority) y Janus Henderson Investors Europe S.A. (n.º de reg. B22848 con domicilio social en 78, Avenue de la Liberté, L-1930 Luxemburgo, Luxemburgo y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier); (b) **EE. UU.** por asesores de inversión registrados en la SEC que son filiales de Janus Henderson Group plc; (c) **Canadá** a través de Janus Henderson Investors US LLC solo para inversores institucionales en determinadas jurisdicciones; (d) **Singapur** por Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (n.º de reg. 199700782N). El presente anuncio o publicación no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur; (e) **Hong Kong** por Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. Este documento no ha sido revisado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong; (f) **Corea del Sur**por Janus Henderson Investors (Singapore) Limited solo para Inversores Profesionales Cualificados (según se define en la Ley de Servicios de Inversión Financiera y del Mercado de Capitales y sus subreglamentos); (g) **Japón** por Janus Henderson Investors (Japan) Limited, regulada por la Agencia de Servicios Financieros y registrada como Sociedad de Instrumentos Financieros que lleva a cabo actividades de gestión de inversiones, actividades de asesoramiento e intermediación de inversiones, así como actividades con instrumentos financieros de tipo II; (h) **Australia** y **Nueva Zelanda** por Janus Henderson Investors (Australia) Limited (ABN 47 124 279 518) y sus entidades vinculadas, incluidas Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 531, AFSL 444266) y Janus Henderson Investors (Australia) Funds Management Limited (ABN 43 164 177 244, AFSL 444268); (i) **Oriente Medio** por Janus Henderson Investors International Limited, regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái como Oficina de Representación. Este documento hace referencia a un producto financiero que no está sujeto a ninguna forma de regulación o aprobación por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái («DFSA», por sus siglas en inglés). La DFSA no tiene responsabilidad alguna de revisar o verificar ningún folleto u otro documento relacionado con este producto financiero. Por consiguiente, no ha aprobado este documento ni ningún otro documento asociado, ni ha tomado medida alguna para verificar la información contenida en este documento, y no tiene ninguna responsabilidad respecto al mismo. El producto financiero al que se refiere el presente documento puede carecer de liquidez o estar sujeto a restricciones sobre su reventa. Los posibles compradores deben llevar a cabo su propio análisis sobre el producto financiero. Si no entiende el contenido de este documento, le recomendamos que se ponga en contacto con un asesor financiero autorizado. No se realizarán transacciones en Oriente Medio y las consultas deberán dirigirse a Janus Henderson. Las llamadas telefónicas podrán grabarse para nuestra mutua protección, para mejorar el servicio al cliente y a efectos de mantenimiento de registros reglamentario.

Fuera de EE. UU.: Para uso exclusivo de inversores institucionales, profesionales, cualificados y sofisticados, distribuidores cualificados e inversores y clientes mayoristas, según lo definido por la jurisdicción aplicable. No está disponible para su muestra o distribución pública. Comunicación publicitaria.

Janus Henderson® y cualquier otra marca comercial utilizada en el presente documento son marcas comerciales de Janus Henderson Group plc o de una de sus filiales. © Janus Henderson Group plc.