

¿Deberían preocuparse los inversores en deuda de los mercados emergentes por unos tipos más altos durante más tiempo?

Autor

Zachary Knope, CFA
Analista principal
Grupo de soluciones de inversión

En resumen

- Este informe explora las implicaciones que unos tipos de interés más altos podrían tener para los inversores en deuda soberana de los mercados emergentes (DME).
- Las subidas de tipos de la Reserva Federal estadounidense parecen haber llegado a su fin, y ahora el mercado espera recortes de tipos en 2024. Sin embargo, habida cuenta de la persistencia de las presiones inflacionistas y la solidez del crecimiento económico, del mercado laboral y de la productividad en Estados Unidos, resulta más probable que los tipos estadounidenses se estabilicen bastante por encima de los niveles posteriores a la crisis financiera mundial y anteriores al coronavirus.
- La DME presenta una oportunidad atractiva para los inversores en renta fija a largo plazo con una elevada tolerancia al riesgo, dados sus sólidos fundamentales, oportunidad de rendimiento y exposición a duración. No obstante, en un entorno en que los tipos se mantengan por encima de los mínimos de la década pasada, será crucial aplicar un enfoque activo con especial atención a la selección de países y emisores.

Tras un periodo en que los bancos centrales han subido los tipos de interés hasta máximos de varias décadas, la trayectoria de la inflación ha cambiado de rumbo y los mercados de empleo mundiales se han mantenido sólidos, allanando el camino para que se consiga el difícil «aterrizaje suave». Esto ha aumentado la probabilidad de que los tipos de interés estadounidenses se estabilicen en un nivel más alto del que imperó durante gran parte del periodo posterior a la crisis financiera mundial. No obstante, plantea el siguiente interrogante: ¿cómo podrían afectar unos tipos de interés persistentemente más elevados a la deuda de los mercados emergentes?

Dado el historial relativamente corto de las inversiones en DME, disponemos de pocas situaciones análogas en el pasado. Un episodio comparable de aterrizaje suave ocurrió entre mediados y finales de los 1990. En esa época, los tipos permanecieron dentro de un rango del 4,75% al 6,50% antes de que empezara el siguiente ciclo de recortes importantes en 2001, tras el estallido de la burbuja tecnológica.

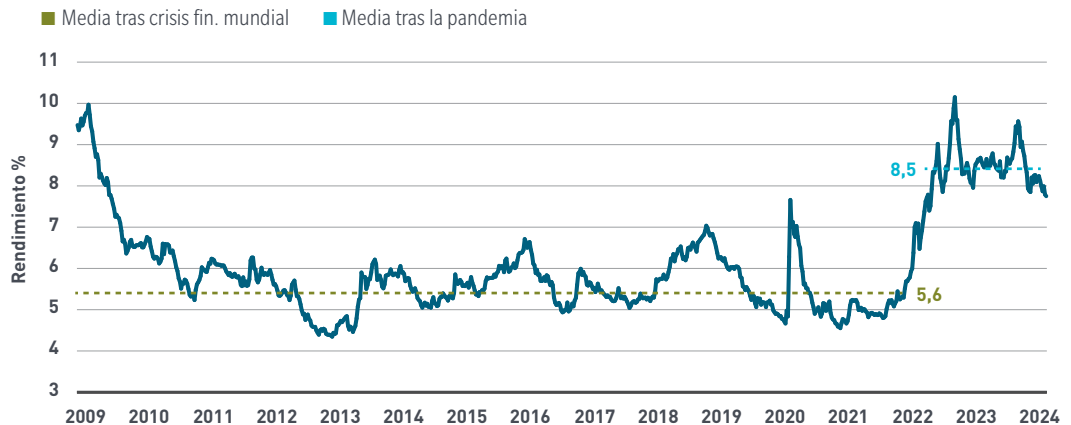
Los años 1990 fueron un periodo complicado para la DME. Hubo impagos generalizados, crisis monetarias y una elevada volatilidad. Además, las condiciones macroeconómicas de los mercados emergentes eran muy distintas. Muchos de estos mercados tenían tipos de cambio fijos, lo que resultó ser un punto débil importante en un mundo en que había libre circulación de capitales entre los países. Hoy en día, muy pocos países de mercados emergentes tienen unos tipos de cambio fijos. Asimismo, el panorama de los mercados emergentes es mucho más maduro, reflejando los avances conseguidos en las reformas políticas, institucionales y fiscales que han emprendido muchos países para mejorar el acceso al capital y potenciar el crecimiento.

Para un inversor en DME, el entorno actual de tipos más altos tendrá unas implicaciones que exigen un enfoque activo con especial atención a la selección de países y emisores. A continuación, examinamos algunos de los factores importantes que los inversores en DME deberían tener en cuenta en este nuevo entorno.

Centrarse en los fundamentos

La primera implicación de unos tipos de interés más altos para los emisores de mercados emergentes son los mayores costes del servicio de la deuda, que comportan que resulte más difícil obtener financiación y atender los pagos de la deuda. Esto puede limitar la capacidad de las economías de mercados emergentes para un uso productivo del capital, lastrar el crecimiento económico y aumentar la incertidumbre sobre la coyuntura. Como muestra el Gráfico 1, el rendimiento medio de la DME ha escalado de una media del 5,6% a una del 8,5% entre antes y después de la pandemia.

Gráfico 1: rendimiento de la deuda soberana de ME

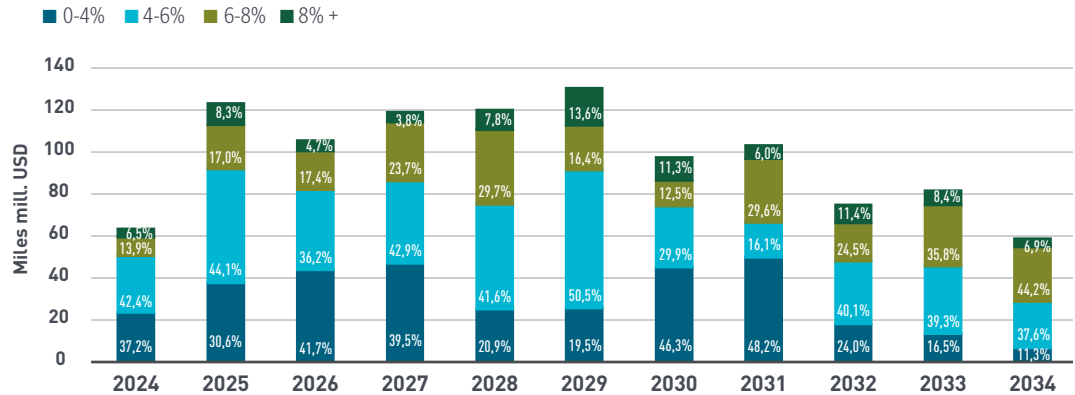


Fuente: Bloomberg. Datos semanales del 1 de julio de 2009 al 29 de marzo de 2024. La media tras la crisis financiera mundial se calcula utilizando datos diarios del 1 de julio de 2009 al 28 de febrero de 2022. La media tras la pandemia se calcula utilizando datos diarios del 1 de mayo de 2022 al 2 de abril de 2024. DME soberana = índice J.P. Morgan EMBI Global Diversified.

No obstante, pese al drástico aumento de los rendimientos, es improbable que los mayores gastos de intereses pongan en dificultades la situación fiscal de muchas economías de mercados emergentes, gracias a la composición, la mejora y la solidez de numerosos parámetros fiscales; entre ellos, el perfil de amortización del «muro de vencimientos» de la clase de activos, la deuda externa, las reservas y los saldos fiscales.

El perfil de amortización de los próximos vencimientos de los bonos en esta clase de activos ofrece una instantánea sobre el impacto de los intereses más altos, y contribuye a la noción de que dicho impacto no se dejará sentir de inmediato. Más al contrario, los bonos con cupones más bajos tardarán un tiempo en desaparecer de las carteras y en ser sustituidos por los cupones más altos a los rendimientos actuales, lo que aumentará gradualmente el coste global del capital. El Gráfico 2 ayuda a demostrar que una gran parte de la deuda pendiente actual se ha financiado con los rendimientos favorables de la última década, lo que ayudará a mitigar el impacto de los tipos más altos vigentes.

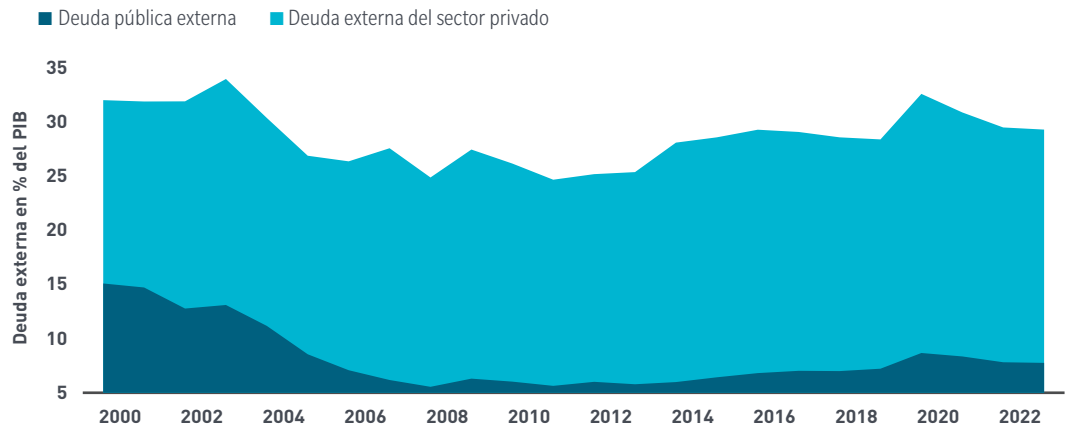
Gráfico 2: muro de vencimientos de la DME soberana, por tipos del cupón



Fuente: Bloomberg. Datos a 2 de abril de 2024. Perfil de vencimientos generado para todos los títulos de deuda pública de mercados emergentes clasificados como soberanos, de agencias gubernamentales, de administraciones regionales, supranacionales y de administraciones locales denominados en USD. Incluye cupones de tipo fijo y variable. El % indicado representa el % de cada tramo de tipos del cupón en relación con el total del vencimiento.

La composición de los saldos de deuda externa de los ME también respalda la idea de que la clase de activos podrá seguir haciendo frente a los mayores costes de financiación. Como implica su nombre, la deuda externa mide el dinero que se debe a los no residentes de una economía y, en este sentido, deben considerarse dos tendencias importantes. La primera es que la mayor parte del crecimiento de la deuda externa de los ME se ha producido en el sector privado, mientras que los saldos de deuda pública externa se han mantenido en unos niveles sostenibles. La segunda es que los ratios de deuda externa sobre el PIB han mejorado tras la pandemia. La inflación, a través de los mayores precios de las exportaciones, ha respaldado el crecimiento del PIB nominal en relación con el volumen de deuda pendiente, en particular para los exportadores de energía,¹ y ha permitido mejorar recientemente el ratio de deuda externa sobre el PIB.

Gráfico 3: composición de la deuda externa de ME en porcentaje del PIB



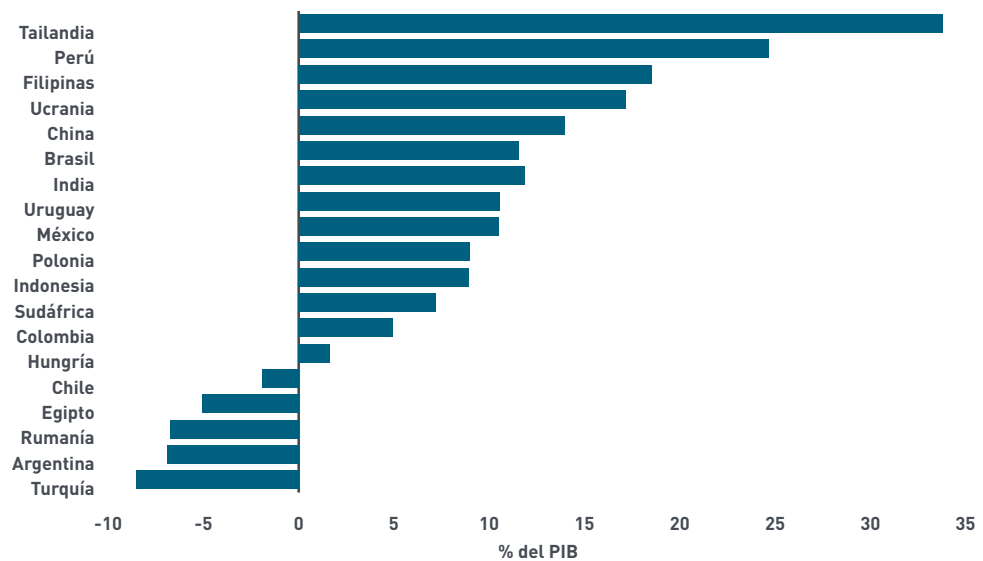
Fuente: J.P. Morgan. Datos anuales de 2000 a 2022. Los valores de 2023 representan previsiones de JPM. Datos de los distintos países y regiones obtenidos de fuentes gubernamentales oficiales.

Las reservas de divisas son otro factor importante, e indican que muchos países de mercados emergentes pueden hacer frente a unos mayores costes del servicio de la deuda. Las reservas tienen un efecto de amortiguación y pueden servir para evaluar la flexibilidad de un país para reaccionar ante acontecimientos desfavorables imprevistos, que en el pasado han limitado los flujos de capitales hacia los ME. Esto es particularmente importante para los inversores en deuda en monedas fuertes, ya que la deuda en moneda local no se ve condicionada por el volumen de reservas de divisas para atender las obligaciones de deuda a corto plazo.

Determinar el nivel adecuado de reservas de divisas para un país concreto es complicado, puesto que deben tenerse en cuenta factores como los niveles de deuda a corto plazo, el riesgo de fuga de capitales, la sostenibilidad de las importaciones y la oferta monetaria en sentido amplio, además de sopesar los costes de oportunidad de mantener efectivo en vez de utilizarlo para inversiones productivas.²

Una medida de la adecuación de las reservas es el cálculo de las reservas de divisas de un país, menos el total de la deuda a corto plazo denominada en divisas (pública y privada), menos el déficit por cuenta corriente.³ El Gráfico 4 refuerza la idea de que las reservas de muchos países de ME se encuentran en unos niveles saludables. No obstante, hay algunas excepciones, y una gestión activa con un sólido proceso de selección de países tiene una importancia vital en este segmento.

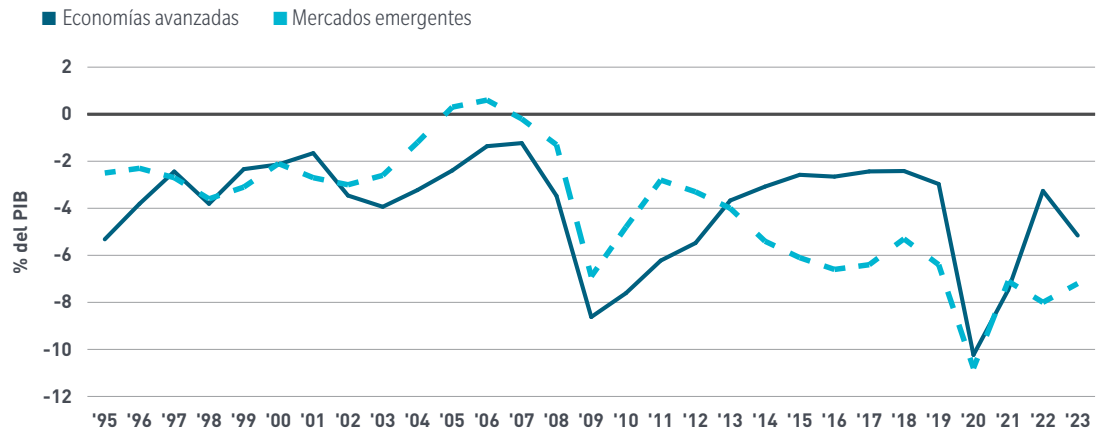
Gráfico 4: niveles de adecuación de las reservas



Fuente: Reserva Federal de Dallas y FMI. Datos a 31 de diciembre de 2022. Adecuación de las reservas medida según la regla de Guidotti-Greenspan e igual a las reservas de divisas del banco central, menos la deuda a corto plazo denominada en divisas, más la media móvil de cuatro trimestres del saldo por cuenta corriente, todos en porcentaje del PIB. Del documento titulado «Emerging-market Countries Insulate Themselves from Fed Rate Hikes» de Davis y Sagnanert, de 8 de agosto de 2023.

Los saldos fiscales son cruciales a medida que aumenta el coste del capital, y ayudan a determinar en qué medida depende el gasto público de la financiación de la deuda. Los saldos fiscales se deterioraron drásticamente durante la pandemia, cuando los países de todo el mundo desplegaron paquetes de ayuda sin precedentes para sus economías, pero se han estabilizado y recuperado desde entonces.

Gráfico 5: saldos fiscales de los ME frente a las economías avanzadas



Fuente: FMI, OCDE, J.P. Morgan. Datos anuales de 1995 a 2022. Los valores de 2023 representan previsiones. Datos de ME de J.P. Morgan. Datos de las economías avanzadas del FMI y la OCDE.

Hay muchos factores que inciden en el saldo fiscal de un país. Los ingresos se ven afectados por las políticas fiscales y las subvenciones, así como el impacto de los gastos fiscales anteriores. En un entorno de tipos más altos, la gestión del gasto es crucial para garantizar que se puedan atender debidamente los pagos y la amortización de la deuda y que, al mismo tiempo, los niveles de endeudamiento permanezcan bajo control. Para los inversores en DME, la buena noticia es que, en conjunto, los saldos fiscales de los ME son comparables a los de las economías avanzadas, lo que indica que la prima de rendimiento de la DME con respecto a la deuda de los mercados desarrollados tal vez ofrezca verdadero valor. Sin embargo, ¿son sostenibles los saldos fiscales actuales en un mundo de tipos más altos?

Una manera de evaluar esta pregunta es a través de la demanda de permutas de riesgo de crédito (CDS), que funcionan como un seguro frente a los impagos soberanos. Actualmente, los diferenciales de las permutas de riesgo de crédito de la DME se encuentran bastante por debajo de la media de la década anterior. Esto indica que el mercado no está inquieto por unos impagos generalizados en la DME.

Gráfico 6: la demanda de seguros de impago para la DME, por debajo del promedio

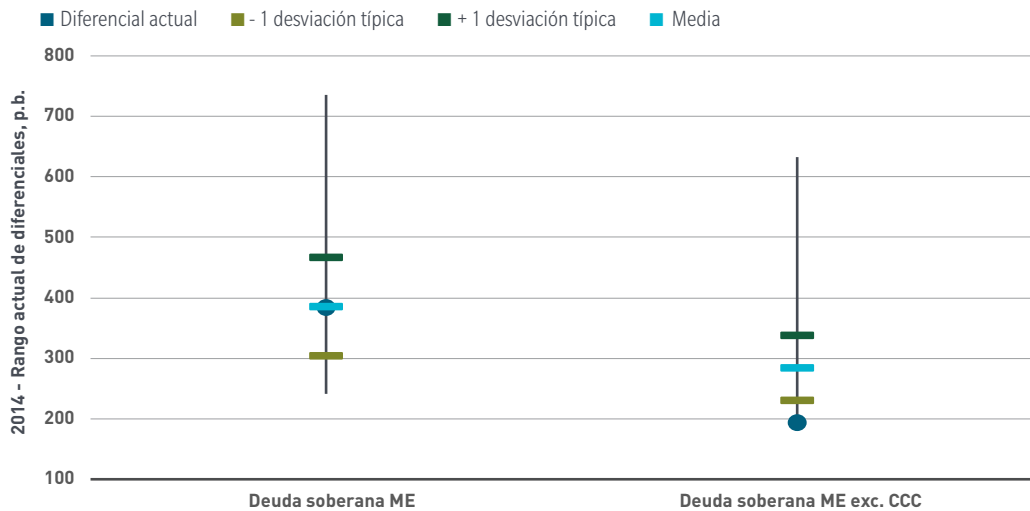


Fuente: Bloomberg, IHS Markit. Índice genérico de las permutas de riesgo de crédito de mercados emergentes IBOXUMSE. Datos semanales del 3 de enero de 2014 al 22 de marzo de 2024.

Dados los sólidos fundamentos, ¿qué podrían implicar los tipos más altos para las rentabilidades futuras?

Las valoraciones de los ME, que vienen determinadas por los diferenciales y los rendimientos, deben ser objeto de especial atención en un entorno de tipos más altos. En los entornos con un aterrizaje brusco, unos tipos más elevados suelen ir seguidos de una recesión, en que los diferenciales normalmente aumentan para reflejar el mayor riesgo de crédito. No obstante, esta dinámica a menudo ofrece un buen punto de entrada para los inversores que puedan permitirse esperar a que los diferenciales disminuyan. En el entorno actual, en que el sentimiento se inclina por un aterrizaje suave, los diferenciales de la deuda soberana de ME cotizan a primera vista a una valoración razonable con respecto al historial reciente. No obstante, un examen más detallado muestra que los diferenciales de los segmentos de mayor calidad crediticia del índice son caros. Esto no significa que no pueda encontrarse valor en estos segmentos. Significa que es especialmente valioso encontrar gestores con la habilidad y las competencias necesarias para identificar y aprovechar de forma selectiva las oportunidades que surjan.

Gráfico 7: la capacidad de selección es clave dados los estrechos diferenciales de la deuda soberana de ME

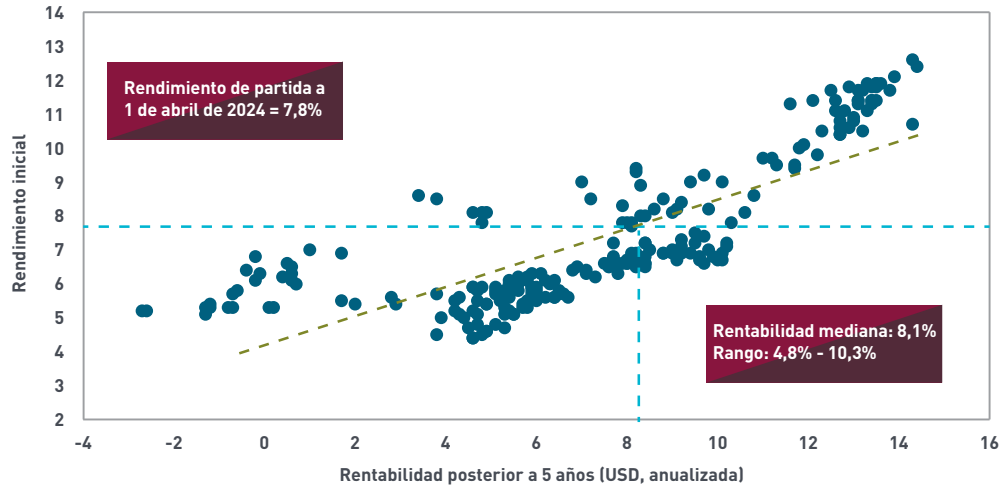


Fuente: J.P. Morgan. Rangos de los diferenciales, promedio, +/- desviaciones típicas calculadas sobre la base de los datos diarios desde el 2 de enero de 2014 al 1 de abril de 2024. Deuda soberana ME = índice J.P. Morgan EMBI Global Diversified. Actual = 1 de abril de 2024. Los diferenciales son «z-spread to worst» (spread de volatilidad cero mínimo).

Si bien los diferenciales exigen ser selectivos, los rendimientos en el segmento de ME son atractivos y ofrecen a los inversores la oportunidad de asegurarse unos tipos de los cupones elevados, algo que, históricamente, ha impulsado las rentabilidades a largo plazo.

El Gráfico 8 muestra la fuerte relación entre los rendimientos de partida y las rentabilidades anualizadas históricas. Para rendimientos de partida que oscilan entre 30 puntos básicos por encima y por debajo del rendimiento de partida del 7,8% a 1 de abril de 2024, la mediana de la rentabilidad histórica anualizada a 5 años es del 8,1%, y las rentabilidades se han movido entre el 4,8% y el 10,3%.

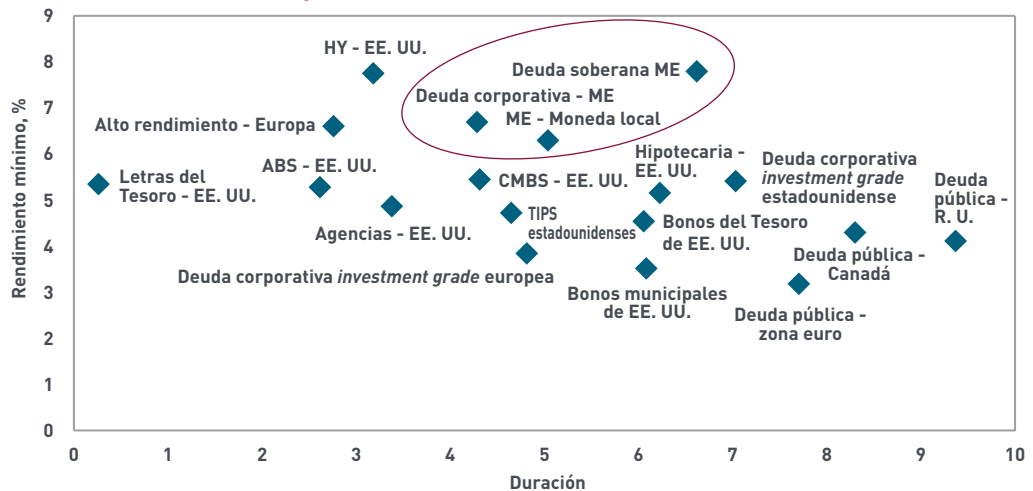
Gráfico 8: rendimientos de partida de la deuda soberana de ME y rentabilidades totales a 5 años posteriores



Fuente: Bloomberg. Deuda soberana ME = índice J.P. Morgan EMBI Global Diversified. Datos mensuales del 31 de enero de 2000 al 31 de marzo de 2024. Las rentabilidades a 5 años subsiguientes se expresan en USD y anualizadas. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros. No se puede invertir directamente en un índice.

Si bien la deuda de mercados emergentes suele conllevar un mayor riesgo, la clase de activos ofrece algunos de los rendimientos más altos de la renta fija mundial. Los tres segmentos de deuda de mercados emergentes (deuda soberana de ME, deuda privada de ME y deuda de ME en moneda local) ofrecen además una exposición a duración atractiva en relación con el rendimiento, y seguramente se beneficiarían si los bancos centrales de todo el mundo empiezan a bajar los tipos de interés a medida que la inflación se sigue normalizando.

Gráfico 9: rendimiento mínimo frente a duración de distintos segmentos de renta fija



Fuente: Bloomberg. Datos a 1 de abril de 2024. Duración medida por la duración ajustada a la opción con respecto a los bonos del Tesoro de EE. UU. Letras del Tesoro EE. UU. = índice Bloomberg US T-Bills 2-5 Mths. ABS - EE. UU. = índice Bloomberg US Agg ABS. Alto rendimiento EE. UU. = índice Bloomberg US Corporate High Yield. CMBS - EE. UU. = índice Bloomberg US Agg CMBS. Agencias - EE. UU. = índice Bloomberg US Agencies. Bonos del Tesoro de EE. UU. = índice Bloomberg US Treasury. Bonos municipales de EE. UU. = índice Bloomberg Municipal Bond. Hipotecaria - EE. UU. = índice Bloomberg US MBS. TIPS estadounidenses = índice Bloomberg US Treasury Inflation-Linked Bond. Deuda corporativa investment grade estadounidense = índice Bloomberg US Corporate. Deuda corporativa investment grade europea = índice Bloomberg Pan European Aggregate. Alto rendimiento - Europa = índice Bloomberg Pan European High Yield. Deuda pública - zona euro = índice Bloomberg Pan European Agg Treasury. Deuda pública - R. U. = índice Bloomberg Sterling Gilts. Deuda corporativa ME = índice J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified. ME - Moneda local = índice J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Composite. Deuda pública - Canadá = índice Bloomberg Canada Aggregate Government-Related.

Conclusión

El mundo de tipos más altos posterior a la pandemia presenta dificultades a los prestatarios de todo el mundo para atender los pagos de deuda. Los países de mercados emergentes han conseguido unos avances considerables en sus parámetros fiscales, instituciones y políticas que colocan la clase de activos en una sólida posición fundamental y significan que están mejor preparados para superar los retos de unos tipos más altos. Esto presenta una oportunidad de inversión atractiva dado el elevado nivel de los rendimientos y la exposición a duración. No obstante, el carácter idiosincrásico de esta clase de activos y su amplio universo de inversión requieren un enfoque activo, respaldado por unos sólidos procesos de análisis y gestión del riesgo, centrados en la selección de países y emisores, para ayudar a gestionar el riesgo bajista, así como aprovechar las oportunidades que presenten los desajustes temporales del mercado. ▲

Notas

¹ Marney, Szentivanyi, Poojary y Lalaguna. «Emerging Markets Debt & Fiscal Indicators - 2022», noviembre de 2022. J.P. Morgan Research.

² Arslan & Cantu. «The Size of Foreign Exchange Reserves», 31 de octubre de 2019. Banco de Pagos Internacionales.

³ Davis & Sagnanert. «Emerging-market Countries Insulate Themselves from Fed Rate Hikes», 8 de agosto de 2023. Banco de la Reserva Federal de Dallas.

En comparación con los mercados desarrollados, los mercados emergentes pueden presentar una menor estructura y profundidad de mercado, una supervisión reglamentaria, operativa o de custodia menos rigurosa, así como una mayor inestabilidad política, social, geopolítica y económica.

La información se ha obtenido de fuentes que se estiman fidedignas, aunque J.P. Morgan no garantiza su integridad o su precisión. La utilización del Índice ha sido autorizada. El Índice no puede copiarse, utilizarse o distribuirse sin la autorización previa por escrito de J.P. Morgan. Copyright 2019, J.P. Morgan Chase & Co. Todos los derechos reservados.

Fuente: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® es una marca comercial y una marca de servicio de Bloomberg Finance L.P. y sus filiales (conjuntamente, «Bloomberg»). Bloomberg o sus licenciantes son los titulares de todos los derechos de propiedad sobre los índices Bloomberg. Bloomberg no aprueba ni avala este material; no garantiza la precisión ni la integridad de la información que se recoge en él; no ofrece garantía alguna, ni expresa ni implícita, en relación con los resultados que se obtengan basándose en él; y, hasta donde permita la ley, no asumirá responsabilidad alguna por daños o perjuicios que surjan en relación con este material.

Las opiniones expresadas en este material pertenecen al Grupo de soluciones de inversión de MFS, parte de la unidad de distribución de MFS, y pueden diferir de las de los gestores de carteras y analistas de MFS. Estas opiniones pueden variar en cualquier momento y no deben interpretarse como asesoramiento de inversión del Asesor, como recomendaciones sobre títulos-valores ni como indicación de intención de negociación en nombre de MFS.

A no ser que se indique lo contrario, los logotipos y los nombres de productos y servicios son marcas comerciales de MFS® y sus filiales, y pueden estar registrados en determinados países.

Distribuido por: **EE. UU.** – MFS Institutional Advisors, Inc. («MFSI»), MFS Investment Management y MFS Fund Distributors, Inc., Miembro de SIPC; **América Latina** – MFS International Ltd.; **Canadá** – MFS Investment Management Canada Limited. **Nota para los lectores del Reino Unido y Suiza:** Publicado en el Reino Unido y Suiza por MFS International (U.K.) Limited («MIL UK»), sociedad de responsabilidad limitada inscrita en Inglaterra y Gales con el número 03062718, cuyo negocio de inversión está autorizado y supervisado en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). MIL UK, filial indirecta de MFS®, tiene su domicilio social en One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER. **Nota para los lectores europeos (con la excepción del Reino Unido y Suiza):** Publicado en Europa por MFS Investment Management (Lux) S.à.r.l. (MFS Lux), sociedad autorizada en virtud de la legislación luxemburguesa como sociedad gestora de fondos domiciliados en Luxemburgo. La sociedad ofrece productos y servicios de inversión a inversores institucionales y tiene su domicilio social como sociedad limitada en 4 Rue Albert Borschette, Luxemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Este material no debe ser transmitido o distribuido a personas que no sean inversores profesionales (según lo autoricen las normativas locales) y no debe considerarse fiable ni distribuirse a personas cuando dicha consideración o distribución contravengan la normativa local. **Singapur** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nueva Zelanda** – MFS International Australia Pty Ltd («MFS Australia») (ABN 68 607 579 537) posee una licencia de servicios financieros de Australia (número 485343). MFS Australia está regulada por la Comisión de Valores e Inversiones de Australia; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited («MIL HK»), una sociedad de responsabilidad limitada autorizada y regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong (la «SFC»). MIL HK está autorizada para realizar operaciones con valores y actividades reguladas de gestión de activos y puede ofrecer determinados servicios de inversión a «inversores profesionales», según se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros («SFO»). **Para inversores profesionales en China** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, una sociedad de responsabilidad limitada china registrada para ofrecer servicios de asesoramiento de gestión financiera. **Japón** – MFS Investment Management K.K. está registrada como Operador de Negocios de Instrumentos Financieros ante el Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con el n.º 312, miembro de la Investment Trust Association y de la Investment Advisers Association, Japón. Dado que las comisiones a cargo de los inversores varían en función de circunstancias tales como los productos, los servicios, el periodo de inversión y las condiciones del mercado, el importe total y los métodos de cálculo no pueden revelarse por adelantado. Todas las inversiones implican riesgos, incluidas las fluctuaciones del mercado, y los inversores pueden perder el capital invertido. Los inversores deben obtener y leer cuidadosamente el folleto y/o el documento establecido en el artículo 37-3 de la Ley de Instrumentos Financieros y Bolsas de Valores antes de realizar cualquier inversión. **Baréin** – El presente documento no ha recibido la aprobación del Banco Central de Baréin, y dicha entidad no se hace responsable de su contenido. No se realizará ninguna oferta al público en el Reino de Baréin. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y no podrá transmitirse, difundirse o mostrarse al público en general. El Banco Central de Baréin no asume responsabilidad alguna en lo que respecta a la precisión e integridad de las declaraciones e informaciones contenidas en el presente documento y rechaza de manera expresa toda responsabilidad por cualquier pérdida derivada de haberse basado en la totalidad o en una parte del contenido de este documento. El Consejo de administración y el equipo directivo del emisor asumen la responsabilidad que se deriva de la información contenida en este documento. Según el leal saber y entender del Consejo de administración y del equipo directivo, quienes han adoptado todas las precauciones razonables para garantizar que así sea, la información contenida en este documento se ajusta a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a la fiabilidad de dicha información. **Kuwait** – El presente documento no está concebido para su distribución generalizada al público en Kuwait. Ni la Autoridad de Mercados de Capital de Kuwait ni ningún otro organismo gubernamental kuwaití han autorizado que esta información pueda ofrecerse en Kuwait. La información no se ofrece de manera pública o privada en Kuwait y no se celebrará ningún acuerdo relativo a la información en dicho país. No se están llevando a cabo actividades de comercialización, invitación o incentiación con el fin de ofrecer o comercializar la información en Kuwait. **Omán** – Para los residentes en el Sultanato de Omán: la información contenida en el presente documento no constituye una oferta pública de valores en el Sultanato de Omán, de conformidad con lo establecido en la Ley sobre Sociedades Mercantiles de Omán (Real Decreto 4/74) o en la Ley sobre Mercados de Capital de Omán (Real Decreto 80/98). Esta información se distribuye de manera limitada exclusivamente a entidades corporativas que se ajustan a la descripción de inversores sofisticados (con arreglo al artículo 139 del Reglamento de aplicación de la Ley sobre Mercados de Capital). El destinatario declara tener la condición de inversor sofisticado que cuenta con experiencia en cuestiones empresariales y financieras y tiene capacidad para evaluar las ventajas y riesgos que conlleva una inversión. **Sudáfrica** – El presente documento no ha recibido la aprobación del Consejo de Servicios Financieros, y ni MFS International (U.K.) Limited ni sus fondos están registrados para su venta al público en Sudáfrica. **Emiratos Árabes Unidos (EAU)** – El presente documento y la información en él contenida no constituyen ni pretenden constituir una oferta pública de valores en Emiratos Árabes Unidos, por lo que no deberán interpretarse como tal. La información se ofrece exclusivamente a un número limitado de inversores exentos en EAU que pertenecen a alguna de las siguientes categorías de inversores cualificados que no tienen la consideración de personas físicas: (1) un inversor que tiene capacidad para gestionar sus inversiones por cuenta propia, principalmente: (a) el Gobierno federal, los Gobiernos locales, las entidades gubernamentales y las autoridades o empresas propiedad al 100% de cualquiera de estas entidades, (b) las entidades y organizaciones internacionales o (c) una persona que cuenta con la debida autorización para llevar a cabo una actividad comercial en EAU, siempre y cuando la inversión constituya uno de los fines de dicha persona; o (2) un inversor representado por un gestor de inversiones que cuenta con la autorización pertinente de la Autoridad de Valores y Materias Primas (SCA, por sus siglas en inglés) de EAU (cada uno de ellos, un «Inversor cualificado que no tiene la consideración de persona física»). La información y los datos no han recibido la aprobación o la autorización del Banco Central de EAU, la Autoridad de Valores y Materias Primas, la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái, la Autoridad Reguladora de los Servicios Financieros o cualesquiera otros organismos gubernamentales o autoridades competentes en materia de concesión de autorizaciones radicadas en EAU que resulten pertinentes (las «Autoridades») ni están registrados ante estas. Las Autoridades no asumen responsabilidad alguna por cualquier inversión que el destinatario designado realice en su condición de Inversor cualificado que no tiene la consideración de persona física en relación con la precisión de la información relativa a los valores. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. **Arabia Saudí** – El presente documento únicamente podrá distribuirse en el Reino de Arabia Saudí a las personas autorizadas a tal efecto en virtud del Reglamento sobre fondos de inversión publicado por la Autoridad de Mercados de Capital. Esta última no ofrece garantía alguna respecto de la precisión o integridad de este documento y rechaza de manera expresa toda responsabilidad por cualquier pérdida que se derive de cualquier parte de este documento o en la que se haya incurrido a raíz de basarse en cualquier parte de este. Los posibles compradores de los valores ofrecidos en el presente deberán realizar sus propias actividades de diligencia debida respecto de la precisión de la información relativa a los valores. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. **Catar** – El presente material o fondo se ofrece exclusivamente a un número limitado de inversores que tienen la voluntad y la capacidad de realizar un análisis independiente de los riesgos que conlleva una inversión en un material o fondo de estas características. El material no constituye una oferta al público y está dirigido exclusivamente al destinatario designado, por lo que no deberá entregarse o mostrarse a ninguna otra persona (salvo a empleados, agentes o consultores en relación con la valoración de este por parte del destinatario). El fondo no ha sido registrado ni se registrará ante el Banco Central de Catar ni en virtud de ninguna ley del Estado de Catar. No se realizará ninguna operación en su jurisdicción. Cualquier consulta relacionada con el material o fondo deberá plantearse a su contacto fuera de Catar.