

RESUMEN DE LA SEMANA PASADA

Los mercados sufrieron una semana turbulenta dominada por la inquietud ante la disrupción de la inteligencia artificial y las preocupaciones por la inflación, con caídas del **-0,44 %** en el S&P 500, del **-0,95 %** en el Nasdaq y del **-1,31 %** en el Dow Jones. Los tan esperados resultados del miércoles de los líderes tecnológicos Nvidia y Salesforce, que inicialmente despertaron el optimismo, finalmente no lograron mantener las subidas. Nvidia presentó unos resultados fiscales del cuarto trimestre mejores de lo esperado, con un beneficio por acción de 1,62 dólares frente a los 1,53 dólares estimados y unos ingresos de 68 130 millones de dólares frente a los 66 210 millones estimados, impulsados por un crecimiento del 75 % en los ingresos de su negocio principal de centros de datos, hasta alcanzar los 62 300 millones de dólares. Sin embargo, las acciones cayeron un 5,5 %, hasta los 184,89 dólares, la mayor caída en un solo día desde abril, ya que las últimas previsiones de la empresa no lograron disipar los temores de una burbuja de la inteligencia artificial. Salesforce presentó unos sólidos resultados fiscales en el cuarto trimestre, con un beneficio ajustado por acción de 3,81 dólares frente a los 3,04 dólares previstos y unos ingresos de 11 200 millones de dólares frente a los 11 180 millones previstos, lo que supone la tasa de crecimiento más rápida de la empresa en dos años, con un 12 %, al tiempo que

anunciaba una autorización masiva de recompra de acciones por valor de 50 000 millones de dólares. El sector financiero sufrió su peor semana, ya que la quiebra del proveedor hipotecario británico Market Financial Solutions Ltd, en medio de acusaciones de fraude, afectó a los bancos, con Jefferies cayendo un 10,7 %, Barclays cayendo un 4,2 % por unas pérdidas potenciales de 600 millones de libras esterlinas y Santander cayendo un 5 %, mientras que los estrategas de UBS advirtieron de que las tasas de impago de los créditos privados podrían dispararse hasta el 15 %, frente al 13 % del mes anterior, si la inteligencia artificial provoca una disrupción agresiva, señalando que los prestamistas directos poseen el 40 % de los préstamos respaldados por patrocinadores en el vulnerable sector del software, lo que alimenta los temores de contagio en los mercados crediticios. El jueves se produjo el anuncio corporativo más dramático de la semana, cuando Block, de Jack Dorsey, recortó 4000 puestos de trabajo —casi la mitad de su plantilla, que pasó de más de 10 000 a poco menos de 6000— citando explícitamente las ganancias de productividad de la IA de su plataforma interna «Goose», con un aumento de las acciones de hasta un 27 % en las operaciones fuera de horario, ya que Dorsey predijo que «en el próximo año, la mayoría de las empresas llegarán a la misma conclusión y realizarán cambios estructurales similares», lo que amplificó los temores

de desplazamiento de los empleos de cuello blanco que se habían ido acumulando desde los anuncios de despidos de Amazon, Salesforce y otros gigantes tecnológicos en enero. Los mercados reaccionaron negativamente a los datos del índice de precios al productor de enero, que mostraban un aumento interanual del 2,9 % en los precios mayoristas básicos, frente a las expectativas del 2,9 %, muy por encima del objetivo de inflación del 2 % de la Reserva Federal. Esto reforzó la preocupación de que la inflación persistente pudiera retrasar los recortes de tipos previstos para finales de 2026. Por último, las tensiones geopolíticas se intensificaron drásticamente a lo largo de la semana, cuando el embajador estadounidense Mike Huckabee ordenó al personal de la embajada en Israel que deseara marcharse que «lo hiciera HOY MISMO», en medio de los crecientes temores de inminentes ataques militares estadounidenses contra Irán, tras las inconclusas negociaciones nucleares en Ginebra. El sábado, Estados Unidos e Israel comenzaron a atacar objetivos en todo Irán, y Trump instó a los iraníes a derrocar al Gobierno en un conflicto que amenaza con extenderse por todo el Oriente Medio, rico en petróleo.

FLUCTUACIONES Y DATOS MACROECONÓMICOS

FECHAS CLAVE DE LA SEMANA PASADA

23 de febrero
Pedidos industriales
Real: -0,7 % frente a la encuesta: -0,7 %

24 de febrero^t
Confianza del consumidor del Conference Board
Real 91,2 frente a encuesta 87,1

27 de febrero
Índice de precios al productor (IPP)
Demanda final Mensual
Real 0,5 % frente a encuesta 0,3 %

Índice de precios al productor (IPP)
de la demanda final interanual
Real 2,9 % frente a encuesta 2,6 %

GLOBAL EQUITY INDICES	Last	5 Days	1 Month	YTD
MSCI WORLD	4,556.79	0.04% ➡	0.40%	2.85%
MSCI EM	1,610.70	2.77% 🟢	7.82%	14.69%
MSCI EM LATIN AMERICA	3,236.54	-0.77% ➡	3.50%	19.46%
MSCI AC ASIA x JAPAN	1,045.15	3.16% 🟢	8.60%	14.42%
USA				
S&P 500 INDEX	6,878.88	-0.44% ➡	-1.40%	0.49%
NASDAQ COMPOSITE	22,668.21	-0.95% ➡	-3.92%	-2.47%
DOW JONES INDUS. AVG	48,977.92	-1.31% 📉	-0.87%	1.90%
RUSSELL 2000 INDEX	2,632.36	-1.18% 📉	-0.30%	6.06%
EUROPE				
STXE 600 (EUR) Pr	633.85	0.52% ➡	2.68%	7.03%
Euro Stoxx 50 Pr	6,138.41	0.12% ➡	2.18%	5.99%
DAX INDEX	25,284.26	0.09% ➡	1.96%	3.24%
CAC 40 INDEX	8,580.75	0.77% ➡	4.88%	5.29%
FTSE MIB INDEX	47,209.89	1.59% 🟢	2.62%	5.04%
IBEX 35 INDEX	18,360.80	0.96% ➡	1.36%	6.08%
SWISS MARKET INDEX	14,014.30	1.12% 🟢	4.51%	5.63%
FTSE 100 INDEX	10,910.55	2.09% 🟢	5.50%	9.86%
ASIA				
NIKKEI 225	58,850.27	2.41% 🟢	11.77%	16.91%
HANG SENG INDEX	26,630.54	0.82% ➡	-0.54%	3.90%
CSI 300 INDEX	4,710.65	-0.19% ➡	2.27%	1.74%
SENSEX	81,287.19	-1.84% 📉	-0.46%	-4.62%
LATAM				
S&P/BMV IPC	71,405.77	-0.04% ➡	5.63%	11.04%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	188,786.98	-0.92% ➡	3.28%	17.17%
MSCI COLCAP INDEX	2,222.92	-8.06% 📉	-8.24%	7.49%
S&P/CLX IPSA (CLP) TR	10,877.74	0.21% ➡	-5.27%	3.78%

EQUITIES SECTORS	Last	5 Days		1 Month	YTD
PHILA GOLD & SILVER INDX	470.37	8.96%	📈	23.52%	37.42%
MSCI WORLD/MATERIAL	476.92	3.43%	📈	10.80%	20.29%
MSCI WORLD/UTILITY	225.06	3.37%	📈	10.31%	12.93%
MSCI WORLD/ENERGY	326.41	2.20%	📈	10.59%	22.12%
MSCI WORLD/CON STPL	338.33	2.07%	📈	6.96%	13.82%
MSCI WORLD/HLTH CARE	414.70	1.25%	📈	2.27%	3.82%
MSCI WORLD/REAL EST	1,163.63	1.12%	📈	7.93%	10.41%
MSCI WORLD/INDUSTRIL	571.47	0.79%	➡️	6.36%	14.40%
MSCI WRLD/COMM SVC	167.15	0.68%	➡️	-4.39%	0.29%
MSCI WORLD/CONS DIS	486.87	-0.23%	➡️	-3.72%	-3.18%
MSCI WORLD/FINANCEVAL	186.33	-1.12%	📉	-1.45%	0.36%
MSCI WORLD/INF TECH	927.77	-1.91%	📉	-3.82%	-4.71%
MSCI WORLD BANK INDEX	193.50	-2.11%	📉	-0.65%	3.14%
US RATES	Last	5 Days	Close	12M	Close
2Y	3.37	3.48	-0.10	4.05	-0.68
5Y	3.50	3.65	-0.15	4.07	-0.57
10Y	3.94	4.08	-0.15	4.26	-0.32
BONDS CREDIT SPREAD		5 Days	Close	12M	Close
EM Bonds Spread	236.06	222.0	14.0	297.30	-61.2
HY Bonds Spread	277.00	248.0	29.0	291.00	-14.0
BBB 10yr Spread	184.25	167.7	16.5	153.44	30.8
FIXED INCOME		5 Days		1 Month	YTD
US High Yield	2,934.74	-0.22%	📉	0.09%	0.69%
EM Bonds USD	1,408.81	0.17%	📈	1.21%	1.59%
EM Local Currency	157.56	0.65%	📈	1.76%	2.93%
CoCos USD	153.73	0.04%	📈	0.71%	1.64%
IG BBB 3-5yr USD	399.16	0.00%	📈	1.07%	1.59%
IG AA Corp USD	290.41	0.31%	📈	1.62%	1.46%

COMMODITIES	Last	5 Days	1 Months	YTD
CRB INDEX	312.67	0.53% ➡	2.47%	4.65%
WTI	67.02	0.95% ➡	7.42%	16.72%
Brent	70.83	-1.99% 📉	2.42%	13.43%
US Natural Gas	2.86	-6.17% 📉	-58.89%	-22.44%
S&P GSCI Precious Metal	7,109.71	4.35% 🟢	13.78%	22.18%
Gold	5,278.93	3.36% 🟢	1.91%	22.22%
Silver	93.79	10.80% 🟢	-16.32%	30.87%
Platinum	2,369.00	9.74% 🟢	-10.75%	14.97%
Palladium	1,788.22	2.31% 🟢	-7.43%	10.38%
S&P GSCI Ind Metal Index	585.54	2.07% 🟢	3.19%	6.01%
Aluminum	3,140.00	1.21% 🟢	-2.09%	4.82%
Copper	13,294.03	3.21% 🟢	2.95%	6.75%
Nickel	17,640.84	2.90% 🟢	-1.75%	6.91%
S&P GSCI Agriculture	354.47	0.75% ➡	3.15%	0.59%
CURRENCIES				
	Last	5 Days	1 Month	YTD
CHF vs. USD	0.7693	0.82% 🟢	-1.05%	3.03%
JPY vs. USD	156.0500	-0.64% 📉	-2.46%	0.42%
CAD vs. USD	1.3640	0.30% 🟢	-0.47%	0.62%
EUR vs. USD	1.1812	0.24% 🟢	-1.90%	0.56%
GBP vs. USD	1.3482	0.01% 🟢	-2.65%	0.05%
AUD vs. USD	0.7118	0.52% 🟢	1.53%	6.67%
BRL vs. USD	5.1252	0.98% 🟢	1.17%	6.82%
MXN vs. USD	17.2268	-0.54% 📉	-0.58%	4.53%
COP vs. USD	3,751.64	-1.14% 📉	-3.09%	0.69%
CNY vs. USD	6.8624	0.62% 🟢	1.34%	1.83%
EUR vs. CHF	0.9085	0.58% 🟢	0.92%	2.44%
DOLLAR INDEX	97.6080	-0.19% 📉	1.45%	-0.73%
BITCOIN	63,974.63	-0.91% 📉	-18.19%	-27.01%

FECHAS CLAVE DE LA PRÓXIMA SEMANA

2 de marzo
S&P Global US Manufacturing
Encuesta 51,4

ISM manufacturero
51,5

4 de marzo
PMI de servicios de S&P Global en EE. UU.
Encuesta 52,3

Índice ISM de servicios
Encuesta 53,5

6 de marzo
Ventas minoristas anticipadas intermensuales
Encuesta -0,3 %

Variación en las nóminas no agrícolas
Encuesta 60 000

Tasa de desempleo
Encuesta 4,3 %

CUARTO TRIMESTRE DE 2025: RESULTADOS FINANCIEROS

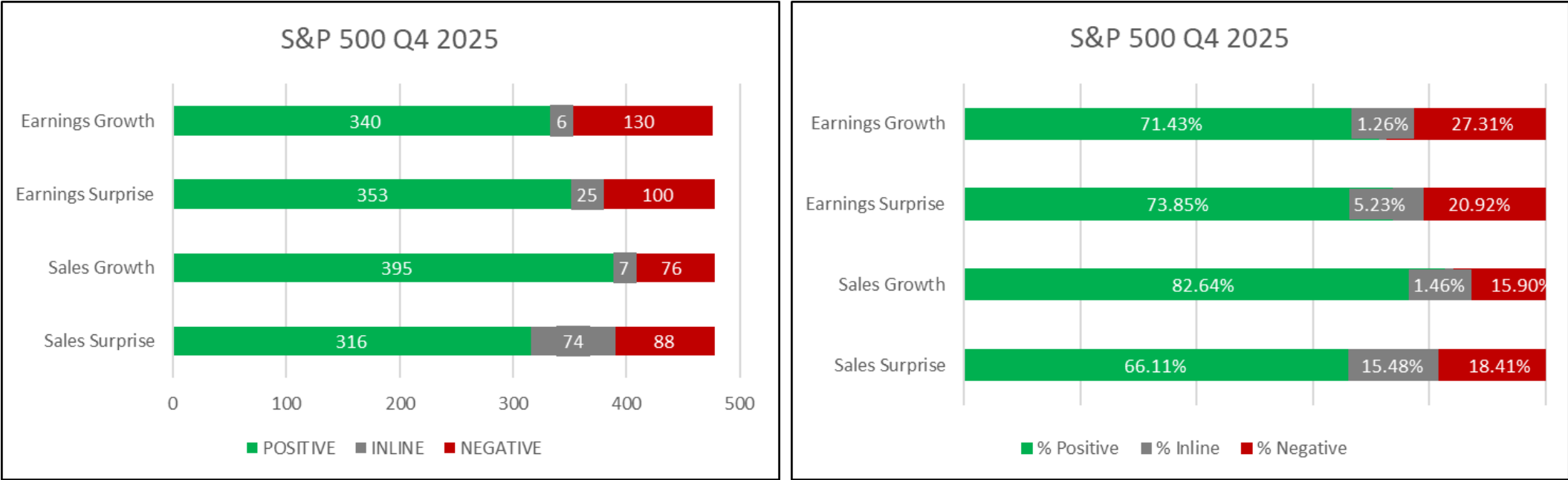
Earnings Growth				
	Positive	Inline	Negative	%
S&P 500	340	6	130	14.61%
Materials	15	0	11	24.06%
Industrials	56	0	18	34.80%
Consumer Staples	16	1	12	2.95%
Energy	13	0	10	1.64%
Technology	54	1	4	32.67%
Consumer Discretionary	22	1	18	-1.07%
Communications	15	1	9	5.22%
Financials	68	1	10	16.26%
HealthCare	42	0	17	0.37%
Utilities	17	0	13	1.81%
RealEstate	22	1	8	1.88%

Earnings Surprise				
	Positive	Inline	Negative	%
S&P 500	353	25	100	7.36%
Materials	14	2	11	17.82%
Industrials	59	4	11	23.54%
Consumer Staples	26	0	3	2.92%
Energy	17	1	5	7.34%
Technology	56	2	2	7.95%
Consumer Discretionary	22	1	18	3.91%
Communications	17	0	9	4.61%
Financials	58	2	18	6.98%
HealthCare	48	2	9	5.07%
Utilities	20	4	6	-1.91%
RealEstate	16	7	8	0.90%

Sales Growth				
	Positive	Inline	Negative	%
S&P 500	395	7	76	9.57%
Materials	19	0	7	3.61%
Industrials	57	1	16	8.75%
Consumer Staples	20	0	9	5.71%
Energy	12	2	9	-0.74%
Technology	54	0	6	21.08%
Consumer Discretionary	30	0	11	6.32%
Communications	24	0	2	11.64%
Financials	71	2	6	9.66%
HealthCare	53	1	5	10.46%
Utilities	27	1	2	11.64%
RealEstate	28	0	3	8.27%

Sales Surprise				
	Positive	Inline	Negative	%
S&P 500	316	74	88	1.96%
Materials	15	3	9	0.97%
Industrials	43	13	18	2.43%
Consumer Staples	15	8	6	-0.11%
Energy	21	0	2	5.18%
Technology	47	9	4	3.03%
Consumer Discretionary	28	5	8	1.62%
Communications	19	5	2	1.71%
Financials	46	14	18	0.96%
HealthCare	45	7	7	1.22%
Utilities	19	1	10	8.34%
RealEstate	18	9	4	1.88%

TERCER TRIMESTRE DE 2025: RESULTADOS FINANCIEROS



VISIÓN DE IN ON CAPITAL SA

Asset Class	U	N	O
Renta Fija			
Renta Variable			
Alternativos			
Regions (Equity)	U	N	O
North America			
Europe			
Emerging Markets			
Japan			
Equity Sectors	U	N	O
Consumer Staples			
Health Care			
Telcom Services			
Utilities			
Consumer Disc.			
Energy			
Financials			
Industrials			
Technology			
Real Estate			
Materials			

La economía mundial se enfrenta a crecientes dificultades, ya que los datos recientes confirman una pronunciada desaceleración, con un colapso del PIB estadounidense en el cuarto trimestre de 2025 hasta solo el 1,4 %, frente a las expectativas del 2,5 %, atribuido en gran medida al cierre del Gobierno durante 43 días, mientras que el crecimiento anual de 2025 se desaceleró hasta el 2,2 % desde el 2,4 % de 2024, en medio de una inflación subyacente del 3 % y un debilitamiento de los mercados laborales. Se prevé que el crecimiento del PIB mundial sea del 2,6-2,7 % para 2026, muy por debajo de la media prepandémica del 3,2 %.

Se prevé una mayor volatilidad, ya que el mercado está cada vez más preocupado por el contagio del mercado crediticio privado, por un lado, y por las dudas sobre la sostenibilidad del gasto en infraestructura de IA, por otro, y ahora también por las tensiones geopolíticas en Irán. Seguimos viendo un alto riesgo de corrección en el mercado durante la primera mitad de 2026, pero la Fed aún cuenta con las armas necesarias para apoyar la economía y evitar un contagio total o una crisis de liquidez.

Crédito privado: es hora de preocuparse

En nuestras diferentes reuniones de inversión, a menudo mencionamos el hecho de que la economía iba bien y que la Reserva Federal estaría en condiciones de evitar cualquier posible recesión con una política monetaria más agresiva. También mencionamos que el mercado evitaría cualquier mercado bajista a largo plazo en 2026, a menos que algo específico lo frenara... algo que estaría vinculado al mercado crediticio e indirectamente vinculado a los tipos de interés en general. Este riesgo específico está hoy ante nosotros, se llama segmento de crédito privado. Hace dos décadas, el crédito privado apenas se registraba como clase de activos. **Hoy en día, ha superado la barrera de los 2 billones de dólares, y las mayores gestoras de activos son empresas estadounidenses** (gráfico 1), un hito que subraya su notable ascenso desde el anonimato hasta la relevancia generalizada. **En 2025, los fondos de crédito privado recaudaron aproximadamente 225 000 millones de dólares a nivel mundial, lo que representa un aumento del 3,2 % con respecto a 2024** (gráfico 2).

Sin embargo, lo que merece atención no es solo la magnitud de este crecimiento, sino el grado en que los préstamos privados han desplazado a la financiación bancaria convencional como principal canal de financiación para las empresas, especialmente en Estados Unidos. Si los proveedores de crédito privado estuvieran sujetos al mismo marco regulatorio riguroso que se impone a los bancos comerciales, este cambio podría ser menos preocupante. Pero no es así. La brecha de supervisión resultante ha creado un terreno fértil para la asunción de riesgos excesivos, prácticas crediticias cuestionables y una falta de transparencia que, si no se controla, podría suponer riesgos significativos para la estabilidad financiera en general.

Gráfico 1: Principales empresas de crédito privado

Private Credit Company	Location	AuM in 2024 (\$B)
Apollo Global Management Inc.	US	480
Blackstone Inc.	US	355
Ares Management Corp.	US	335
Ares SSG	HK	309
KKR & Co. Inc.	US	242
Guggenheim Funds Investment Advisors LLC	US	198
Carlyle Group Inc.	US	190
Neuberger Berman Group LLC	US	182
Oaktree Capital Management LP	US	129
Brookfield Asset Management Ltd.	Can.	124
Nuveen LLC	US	120
Goldman Sachs Asset Management LP	US	110
MetLife Investment Management LLC	US	105
HPS Investment Partners LLC	US	98
Blue Owl Capital Inc.	US	95
TPG Capital LP	US	80
Golub Capital LLC	US	70
UBS O'Connor LLC	US	58
CVC Capital Partners PLC	Jers.	46
SLC Management	US	40

Gráfico 2: Principales cobros en 2025

Private Credit Company	Funds	Fund raising in 2025 (\$B)
Ares Management Corp.	Ares Capital Europe VI	20,01
Oaktree Capital Management LP	Oaktree Opportunities Fund XII	16,00
CVC Credit Partners LLC	CVC European Direct Lending IV	12,17
Neuberger Berman Group LLC	NB Private Debt V	7,30
Pemberton Asset Management SA	Pemberton Mid-Mkt Debt Fund IV / Senior Loan Fund II	7,14
Collier Capital Ltd.	Collier Credit Opportunities II	6,80
KKR & Co. Inc.	KKR Asset-Based Finance Partners II	6,50
TPG Angelo, Gordon & Co. LP	TPG AG Credit Solutions Fund III	6,20
HIG WhiteHorse	HIG WhiteHorse Middle Market Lending Fund IV	5,90
17Capital LLP	17Capital Strategic Lending Fund 6	5,50
Pantheon Ventures Inc.	Pantheon Senior Debt III	5,20
Apollo Global Management Inc.	Apollo Accord+ II	4,80
Diameter Capital Partners LP	Diameter Dislocation Fund III	4,50
PGIM Inc.	PGIM Senior Loan Opportunities II	4,20
Alpinvest Partners BV	Alpinvest Strategic Portfolio Finance Fund II	4,00
Thoma Bravo LP	Thoma Bravo Credit Fund III	3,60
Intermediate Capital Group SAS	ICG Europe Mid-Market II	3,51
Capital Four Inc.	Capital Four Private Debt V	3,51
Crescent Capital	Crescent European Specialty Lending III	3,51
Crestline Investors Inc.	Crestline Direct Lending Fund IV	3,50

EL TEMA DE LA SEMANA

El origen del crédito privado

La expansión del crédito privado se remonta a las secuelas de la crisis financiera mundial de 2008. En respuesta al colapso casi total del sistema bancario, los reguladores endurecieron considerablemente los requisitos de capital para los principales bancos comerciales, lo que les obligó a reducir su exposición a actividades crediticias de mayor riesgo y que requerían mucho capital. Este retroceso normativo abrió una brecha sustancial en la financiación empresarial, que los fondos de crédito privado se apresuraron a llenar. **Estos prestamistas no bancarios captaron una cuota cada vez mayor de los préstamos corporativos estadounidenses, canalizando el capital obtenido de inversores institucionales, como fondos de pensiones, compañías de seguros y particulares con un elevado patrimonio neto, hacia empresas medianas y en desarrollo** (gráfico 3).

La prolongada era de tipos de interés cercanos a cero no hizo más que acelerar esta tendencia, ya que los inversores ávidos de rentabilidad acudieron en masa a las atractivas estructuras de cupones que ofrecían los vehículos de crédito privado. En la práctica, esto supuso una migración del riesgo crediticio del sector bancario regulado a estructuras sujetas a una supervisión mucho menor. La agitación entre los bancos regionales estadounidenses en 2023 profundizó aún más esta dinámica. **Instituciones como Silicon Valley Bank, sobreexpuestas a bonos de larga duración cuyo valor se había visto erosionado por la fuerte subida de los tipos de interés** (gráfico 4), requirieron la intervención de emergencia de las autoridades para evitar una caída sistémica más amplia. A raíz de ese episodio, los prestamistas regionales se vieron obligados a endurecer aún más los criterios de concesión de crédito, lo que reforzó aún más el papel del crédito privado como canal de financiación alternativo. De alguna manera, este cambio de un entorno de tipos de interés bajos a uno de tipos altos que se produjo tras la COVID-19 forma parte del riesgo y el peligro que se ha ido acumulando en este sector.

Gráfico 3: Inversores en fondos de crédito privado

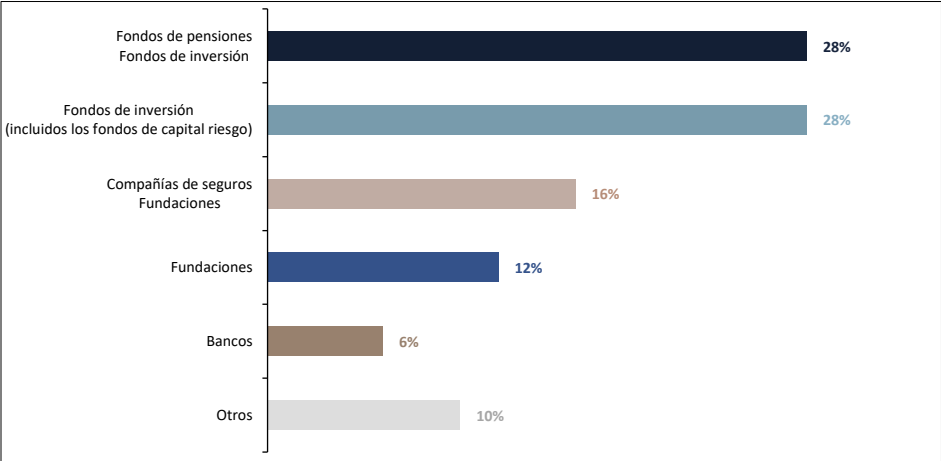
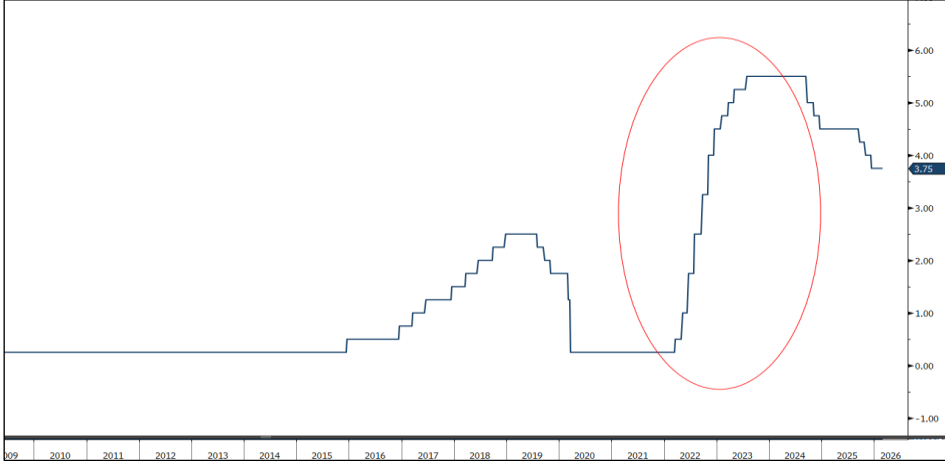


Gráfico 4: Banda superior de los tipos de interés de los fondos federales (3,75 %)



EL TEMA DE LA SEMANA

La falta de regulación y las tasas más altas en el origen del problema

Paradójicamente, el mismo mecanismo que hacía tan atractivo el crédito privado para los inversores —su estructura de tipos variables— se ha convertido en la fuente de su fragilidad. Los préstamos de crédito privado suelen estar indexados a un tipo de referencia, como el SOFR, al que los prestatarios añaden un diferencial que suele oscilar entre 450 y 600 puntos básicos, en función del perfil crediticio y la estructura de la operación. Durante la era de tipos cercanos a cero, este acuerdo era manejable: una empresa que pedía un préstamo al SOFR + 500 puntos básicos se enfrentaba a un coste total de aproximadamente el 5-6 %. **Sin embargo, cuando los bancos centrales se embarcaron en uno de los ciclos de endurecimiento más agresivos de las últimas décadas, empujando el SOFR por encima del 5 %, el mismo préstamo pasó a tener de repente un coste total superior al 10 % (gráfico 5). Los ratios medios de cobertura de intereses de las operaciones de crédito privado apalancado han caído hasta aproximadamente 3,1 veces, frente a las más de 4,0 veces registradas durante el periodo 2019-2022 (gráfico 5).**

Dado que el crédito privado carece de una regulación y transparencia sólidas, los gestores de fondos han podido ocultar el deterioro del crédito durante mucho tiempo. Dado que reconocer un impago provocaría una caída en picado del rendimiento del fondo y dificultaría la obtención de nuevo capital de los inversores, los gestores han utilizado diferentes métodos para evitar cualquier reducción del valor liquidativo (gráfico 6). Los gestores tienen la posibilidad de modificar libremente las condiciones del préstamo de dos maneras: 1. O bien ampliando el préstamo en caso de incapacidad de reembolso inmediata, con la esperanza de un compromiso futuro, y continuando cobrando intereses. 2. O bien, en caso de que el prestatario ya no pague los intereses, capitalizarlos y añadirlos al principal de la deuda para su reembolso posterior. Ambas opciones son totalmente contrarias a las normas del mercado y a la lógica financiera si las comparamos con el mercado público. Irónicamente, si un emisor de bonos no paga un cupón, el mercado activaría inmediatamente una importante penalización del precio del bono, anticipando un eventual impago.

Gráfico 5: SOFR; diferencial de crédito; ratio de cobertura de intereses

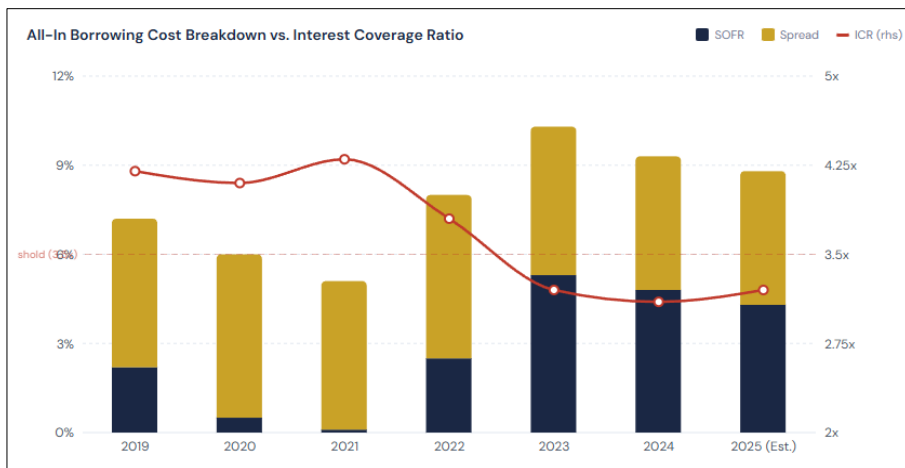


Gráfico 6: NAV declarado; valor real estimado



EL TEMA DE LA SEMANA

El sistema bancario paralelo vuelve a ser motivo de preocupación

A pesar de las diversas tácticas de ocultación empleadas por los gestores de crédito privado, están empezando a aparecer grietas, y los inversores se están dando cuenta. Las condiciones de liquidez se están endureciendo. En octubre de 2025, el sector de los préstamos para la compra de automóviles en Estados Unidos mostró los primeros signos de fractura, ya que las tasas de impago de los préstamos para la compra de automóviles aumentaron considerablemente. Las pérdidas en los préstamos privados para la compra de automóviles se acumularon rápidamente, lo que culminó en la quiebra de Tricolor Holdings. A principios de 2026, ha surgido una nueva línea de fractura: el sector del software. El rápido auge de la inteligencia artificial está poniendo en tela de juicio la viabilidad de empresas que durante mucho tiempo han sido algunos de los prestatarios más apreciados por el crédito privado. Estas empresas, que antes se consideraban prácticamente a prueba de balas gracias a sus flujos de ingresos recurrentes y sus elevados márgenes operativos, se enfrentan ahora a una amenaza existencial, ya que las alternativas basadas en la inteligencia artificial ofrecen una funcionalidad comparable o superior a una fracción del coste, o incluso de forma gratuita. Las previsiones de flujos de caja se están revisando considerablemente a la baja, mientras que la carga de la deuda que soportan estas empresas sigue sin cambios. **Por lo tanto, los fondos de crédito privado vuelven a estar expuestos a prestatarios cuyos modelos de negocio subyacentes se están erosionando en tiempo real. Aunque aún no se ha declarado ninguna insolvencia formal, el mercado habla cada vez más de «quiebras silenciosas»** (gráfico 7).

El sector bancario podría convertirse en el centro de todas estas preocupaciones. **Los bancos comerciales actúan como el sustento del crédito privado, proporcionando las líneas de liquidez que son esenciales para el funcionamiento de los fondos** (gráfico 8). Las pérdidas potenciales obligarían a los bancos a reducir sus balances y a endurecer sus condiciones de crédito. Esto provocaría una contracción generalizada del crédito para la economía real y una pérdida de rentabilidad para el sector. Irónicamente, a pesar de la fuerte regulación de los bancos en los últimos 15 años, el riesgo no ha desaparecido de sus balances, sino que simplemente ha cambiado de forma.

Gráfico 7: «Quiebras silenciosas»: indicadores de dificultades ocultas

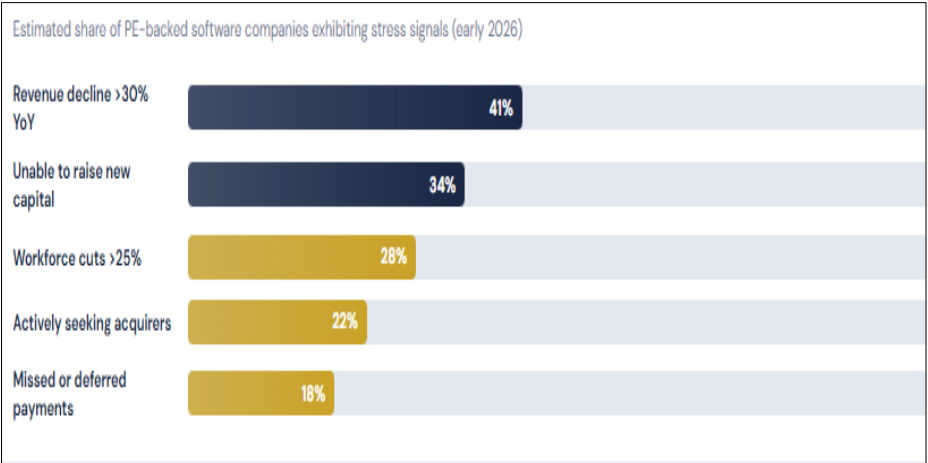
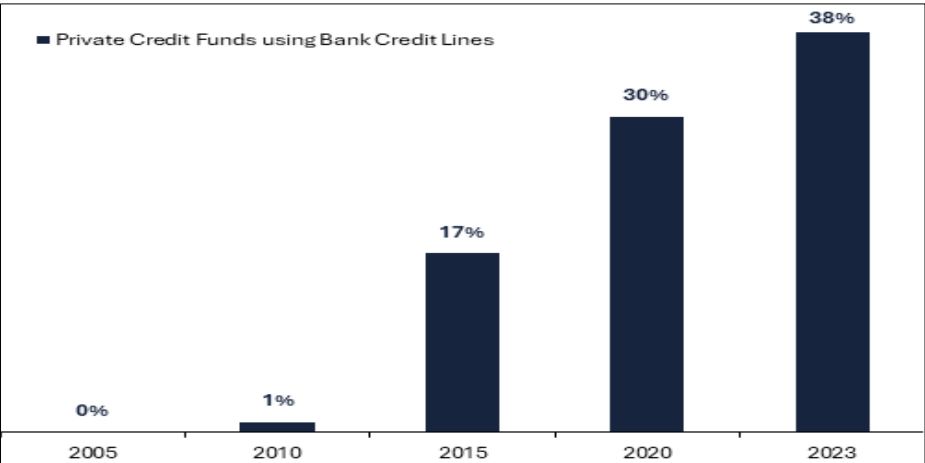


Gráfico 8: Fondos de crédito privado que utilizan líneas de crédito bancarias



EL TEMA DE LA SEMANA

Los bancos europeos corren menos riesgo que los estadounidenses

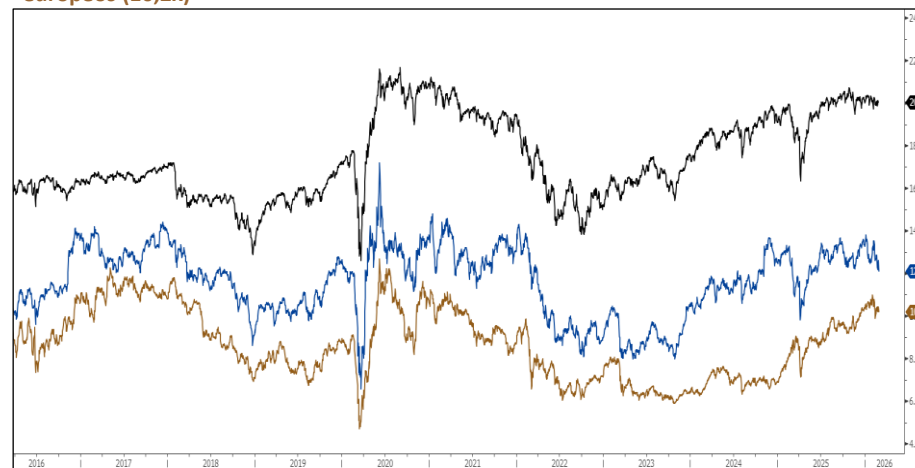
No todas las empresas del sector bancario están expuestas a este riesgo de la misma manera. Los bancos cuyos ingresos se basan principalmente en los flujos financieros y las comisiones por servicios parecerán más resistentes. Los bancos de depósito y gestión de activos dependen menos de la salud crediticia que del volumen de los flujos financieros. Parece estar tomando forma de manera orgánica una forma de arbitraje geográfico. Los bancos europeos presentan hoy en día un perfil de riesgo más resistente y mejor calibrado en comparación con sus homólogos estadounidenses. Durante la última década, han sido sometidos a regímenes de pruebas de resistencia considerablemente más exigentes, mientras que el marco de supervisión del Banco Central Europeo ha actuado como una barrera eficaz contra la exposición excesiva a vehículos de crédito no regulados. Por el contrario, el panorama bancario estadounidense sigue estando más fragmentado y es estructuralmente más vulnerable a las innovaciones financieras arriesgadas. **El mercado es muy consciente de ello y los bancos europeos han superado en gran medida al mercado y a sus homólogos estadounidenses** (gráfico 9).

Paradójicamente, el sector europeo ofrece valoraciones más bajas que su homólogo estadounidense (gráfico 10) y los rendimientos por dividendo suelen ser más altos y estar mejor cubiertos por las reservas de capital. Una situación de estrés del crédito privado no dejaría indemne al sector bancario, pero el impacto sería muy asimétrico. Los bancos estadounidenses son más vulnerables debido a su exposición indirecta a los prestamistas no bancarios a través de líneas de crédito, financiación de fondos y estructuras de coinversión. Los bancos europeos, por el contrario, han estado en gran medida protegidos por una década de estricta supervisión del BCE, que ha limitado su implicación en la banca en la sombra. Con un precio de solo 8-10 veces los beneficios futuros, frente a las 12-13 veces de sus homólogos estadounidenses, las entidades financieras europeas ya reflejan en sus precios un pesimismo significativo y, de hecho, podrían salir beneficiadas, captando cuota de mercado de los fondos de crédito privado en retroceso a medida que los prestatarios vuelven a los balances regulados.

Gráfico 9: Bancos europeos frente al Stoxx 600; bancos estadounidenses frente al S&P 500



Gráfico 10: PER futuro: MSCI World (20x); bancos estadounidenses (12,6x); bancos europeos (10,2x)



EL TEMA DE LA SEMANA

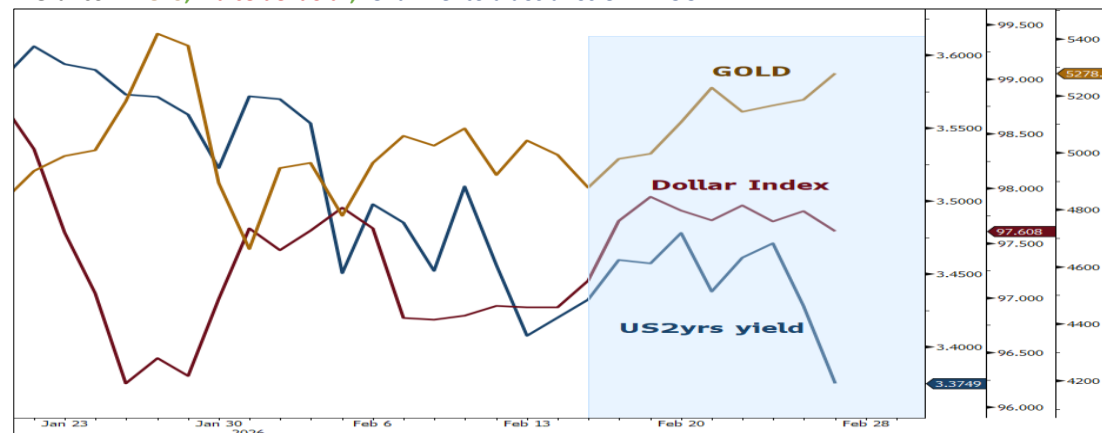
CONCLUSIÓN

Con casi 3 billones de dólares en activos gestionados, el crédito privado puede parecer modesto en comparación con los 60 billones de dólares en préstamos corporativos que figuran en los balances bancarios mundiales o los 35 billones de dólares en bonos corporativos en circulación. Pero el tamaño por sí solo es una medida engañosa del riesgo sistémico. La comparación con 2008 es tentadora, pero la situación parece un poco diferente y la distinción es importante. En 2008, los bancos cotizaban a 12-15 veces sus beneficios y se consideraban saneados; la exposición tóxica estaba oculta dentro del propio sistema bancario. Hoy en día, la arquitectura es fundamentalmente diferente. Los bancos cotizan a entre 8 y 13 veces los beneficios futuros, lo que ya refleja un escepticismo significativo, y están mucho mejor capitalizados tras una década de regulación estricta. El riesgo se ha trasladado deliberadamente del sistema bancario a los vehículos de crédito privado, que es precisamente lo que pretendía la regulación posterior a la crisis. No eliminó el riesgo, sino que lo reubicó.

La amenaza proviene del deterioro oculto del crédito dentro de los fondos privados que los inversores creían seguros, mientras que los bancos se mantienen a una distancia relativa del epicentro. La vía de contagio iría del crédito privado al sistema financiero a través de canales indirectos, y no desde los propios balances bancarios. Esto apunta a una revalorización más lenta y prolongada, en lugar de una crisis sistémica repentina: una crisis de liquidez y rebajas forzadas para los inversores de crédito privado, en lugar de un colapso bancario.

Ahora bien, los bancos centrales siempre han estado ahí para apoyar cualquier crisis de liquidez y esta vez no será diferente si surge una crisis. **El mercado lo sabe, razón por la cual el oro se está disparando, el dólar y el rendimiento a dos años de EE. UU. están cayendo... anticipando una nueva actuación eventual de la Fed en el futuro** (gráfico 11).

Gráfico 11: Oro; índice del dólar; rendimiento a dos años en EE. UU.



In On Capital, S.A. pone a disposición este contenido únicamente con fines informativos y sin la intención de constituir una solicitud u oferta, recomendación o asesoramiento para adquirir o vender derechos sobre valores o productos de inversión o ser parte de cualquier transacción de cualquier tipo, en particular con cualquier receptor que no sea un inversionista calificado, autorizado, elegible y /o profesional. Este contenido es para uso exclusivo del destinatario y no se puede comunicar, imprimir, descargar, usar o reproducir para ningún otro propósito. No está destinado a ser distribuido a personas físicas o jurídicas que sean nacionales de un país, ni a ser utilizado por dichas personas, o está sujeto a la jurisdicción de una jurisdicción cuyas leyes o reglamentos prohíben dicha distribución o uso. Si bien In On Capital hará todo lo posible para obtener información de fuentes que considere confiables, In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas no asumen ninguna responsabilidad por este contenido y no ofrecen ninguna garantía. Los datos mencionados son exactos, completos o confiables. Por lo tanto, In On Capital no asume ninguna responsabilidad por cualquier pérdida resultante del uso de este contenido. La información continua, las revisiones y las evaluaciones en este documento se aplicarán en el momento de la publicación y pueden revocarse o modificarse sin previo aviso. Este contenido está destinado solo a destinatarios que entienden los riesgos involucrados y pueden asumirlos. Antes de realizar cualquier transacción, los destinatarios deben determinar si el producto o producto de inversión mencionado en el contenido corresponde a sus circunstancias particulares y deben asegurarse de evaluar independientemente (con sus asesores profesionales) los riesgos específicos y las consecuencias legales, fiscales y contables y las condiciones de elegibilidad para cualquier compra, tenencia o venta de valores o productos de inversión mencionados en el contenido. In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas pueden tener intereses en las inversiones descritas en este documento y/o estar obligados por compromisos de suscripción a dichas inversiones. In On Capital no garantiza la idoneidad de la información, avisos o valores y productos de inversión mencionados. Los datos históricos de rendimiento de valores y productos de inversión o activos subyacentes no son una unidad organizativa responsable de la investigación financiera. In On Capital está sujeto a requisitos regulatorios separados y ciertos servicios, valores y/o productos de inversión pueden no estar disponibles en todas las jurisdicciones o para todo tipo de destinatarios. Los destinatarios deberán cumplir con todas las leyes y regulaciones aplicables. Este documento no está destinado a proporcionar servicios, valores y/o productos de inversión en países o jurisdicciones en los que dicha oferta sería ilegal según las leyes y regulaciones locales aplicables. In On Capital, S.A. es una entidad regulada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá SMV 296/2014.