

RESUMEN DE LA SEMANA PASADA

Los mercados bursátiles estadounidenses registraron resultados dispares, ya que el S&P 500 y el Nasdaq Composite alcanzaron nuevos máximos históricos al cierre a mediados de semana antes de retroceder; el S&P 500 subió un **0,55 %**, el Nasdaq avanzó un **1,50 %** y el Dow Jones cayó un **0,44 %**. Los acontecimientos geopolíticos dominaron el ánimo de los inversores cuando el presidente Trump prorrogó el alto el fuego entre EE. UU. e Irán, alegando que el Gobierno de Teherán estaba «gravemente fracturado», lo que inicialmente provocó repuntes de alivio en los mercados bursátiles. Sin embargo, el optimismo diplomático resultó efímero, ya que Irán capturó dos buques portacontenedores que intentaban cruzar el estrecho de Ormuz «sin autorización» poco después de la prórroga, mientras que ambos países mantuvieron bloqueos navales que mantuvieron la vital vía marítima efectivamente cerrada a pesar de los anuncios previos de reapertura. Los precios del petróleo se dispararon a lo largo de la semana, con el crudo Brent volviendo a situarse por encima de los 101 dólares por barril y alcanzando finalmente los 107,38 dólares el viernes, mientras que el WTI avanzó hacia los 93 dólares, ya que los inversores reconocieron que la prórroga del alto el fuego no restablecería de

inmediato las exportaciones de petróleo de Oriente Medio, y el director de la AIE, Fatih Birol, advirtió de que el cierre representaba «la mayor amenaza para la seguridad energética de la historia». El sector del software sufrió un revés catastrófico, ya que ServiceNow se desplomó un 18 % —su peor día de la historia— a pesar de superar las estimaciones de beneficios, al revelar retrasos en acuerdos relacionados con el conflicto de Oriente Medio y presión sobre los márgenes derivada de su adquisición de Armis, mientras que IBM cayó un 8 % tras mantener sus previsiones para todo el año en lugar de revisarlas al alza. El ETF iShares Expanded Tech-Software (IGV), de carácter más amplio, se desplomó aproximadamente un 6 % en su peor sesión en más de un año, con Salesforce hundiéndose un 8,7 %, Workday cayendo un 9,4 %, Adobe bajando un 7 % y Oracle retrocediendo un 6 %, al resurgir los temores de que las herramientas de IA de Anthropic y OpenAI desplazarán a los modelos tradicionales de suscripción en la nube, revirtiendo la recuperación del sector de las dos semanas anteriores. Los resultados industriales aportaron notas positivas, ya que Boeing se disparó más de un 4 % tras anunciar unos ingresos en el primer trimestre de 22 220 millones de dólares frente a los 21 780 millones esperados, con una pérdida ajustada menor de lo previsto de 20 centavos por acción, mientras que GE Vernova subió un 7 % al superar las estimaciones de

ingresos. El presidente Trump anunció que Israel y el Líbano acordaron prorrogar su alto el fuego tres semanas tras las reuniones en la Casa Blanca, aunque el VIX se mantuvo elevado, cerca de 20, a pesar de que el S&P 500 tocara máximos históricos —una divergencia inusual que señala el escepticismo de los inversores sobre la sostenibilidad del repunte en medio de riesgos geopolíticos y relacionados con el petróleo persistentes. Los mercados cerraron la semana celebrando nuevos máximos bursátiles, al tiempo que se enfrentaban a renovadas preocupaciones sobre la inflación energética y a una incertidumbre cada vez mayor sobre el impacto de la IA en los modelos de negocio del software empresarial. Los datos macroeconómicos publicados ofrecieron un panorama mixto, ya que las ventas minoristas de marzo se dispararon un 1,7 % intermensual hasta alcanzar los 752 100 millones de dólares y aumentaron un 4,0 % interanual, lo que demuestra la resistencia de los consumidores a pesar de la incertidumbre geopolítica, según la Oficina del Censo de EE. UU., mientras que el PMI compuesto preliminar de S&P Global para abril subió hasta 52,0, el nivel más alto en tres meses.

FLUCTUACIONES Y DATOS MACROECONÓMICOS

FECHAS CLAVE DE LA SEMANA PASADA

21 de abrilst
Ventas minoristas preliminares intermensuales
 Datos reales: 1,7 % frente a la previsión del 1,4 %

Ventas de viviendas pendientes (mensual)
 Real 1,5 % frente a la encuesta 0,5 %

23 de abrilrd
PMI manufacturero de S&P Global
 Real 54,0 frente a la encuesta de 52,50

PMI de servicios de S&P Global
 Real 51,3 frente a la encuesta 50,10

24 de abrilth
Índice de confianza de la Universidad de Michigan
 Real 49,80 frente a la encuesta 48,40

GLOBAL EQUITY INDICES	Last	5 Days	1 Month	YTD
MSCI WORLD	4,632.83	-0.38% →	10.81%	4.57%
MSCI EM	1,610.00	0.81% →	12.02%	14.64%
MSCI EM LATIN AMERICA	3,234.79	-3.35% ↓	8.17%	19.40%
MSCI AC ASIA x JAPAN	1,049.09	1.80% ↑	12.30%	14.85%
USA				
S&P 500 INDEX	7,165.08	0.55% →	12.50%	4.67%
NASDAQ COMPOSITE	24,836.60	1.50% ↑	18.56%	6.86%
DOW JONES INDUS. AVG	49,230.71	-0.44% →	9.00%	2.43%
RUSSELL 2000 INDEX	2,787.00	0.36% →	13.77%	12.29%
EUROPE				
STXE 600 (EUR) Pr	610.65	-2.54% ↓	6.14%	3.12%
Euro Stoxx 50 Pr	5,883.48	-2.88% ↓	6.86%	1.59%
DAX INDEX	24,128.98	-2.32% ↓	8.20%	-1.48%
CAC 40 INDEX	8,157.82	-3.17% ↓	5.92%	0.10%
FTSE MIB INDEX	47,656.11	-2.48% ↓	9.86%	6.03%
IBEX 35 INDEX	17,691.30	-4.29% ↓	5.29%	2.22%
SWISS MARKET INDEX	13,169.70	-1.91% ↓	4.77%	-0.74%
FTSE 100 INDEX	10,379.08	-2.70% ↓	4.13%	4.51%
ASIA				
NIKKEI 225	59,716.18	2.12% ↑	11.88%	18.63%
HANG SENG INDEX	25,978.07	-0.70% →	4.11%	1.36%
CSI 300 INDEX	4,769.37	0.86% →	5.93%	3.01%
SENSEX	76,664.21	-2.33% ↓	4.19%	-10.04%
LATAM				
S&P/BMV IPC	69,230.56	-0.85% →	3.82%	7.65%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	190,745.02	-3.09% ↓	5.06%	18.38%
MSCI COLCAP INDEX	2,232.90	-3.00% ↓	0.92%	7.97%
S&P/CLX IPSA (CLP) TR	11,173.51	-2.24% ↓	7.26%	6.60%

EQUITIES SECTORS	Last	5 Days	1 Month	YTD
MSCI WORLD/ENERGY	340.21	3.14% ↑	-7.23%	27.28%
MSCI WORLD/INF TECH	1,052.69	2.90% ↑	21.68%	8.12%
MSCI WORLD/CON STPL	313.34	0.45% →	2.28%	5.41%
MSCI WORLD/UTILITY	219.72	0.23% →	3.04%	10.25%
MSCI WRLD/COMM SVC	173.90	-0.65% →	16.85%	4.35%
MSCI WORLD/REAL EST	1,134.11	-1.47% ↓	8.73%	7.61%
MSCI WORLD/CONS DIS	491.87	-1.55% ↓	12.45%	-2.18%
MSCI WORLD/INDUSTR	550.81	-1.63% ↓	8.50%	10.27%
MSCI WORLD/MATERIAL	451.04	-2.24% ↓	8.50%	13.77%
MSCI WORLD/FINANCEVAL	184.05	-2.75% ↓	8.13%	-0.87%
MSCI WORLD BANK INDEX	190.59	-3.74% ↓	8.68%	1.59%
MSCI WORLD/HLTH CARE	374.20	-3.85% ↓	0.57%	-6.32%
PHILA GOLD & SILVER INDX	382.68	-6.87% ↓	8.35%	11.80%
US RATES				
	Last	5 Days Close	12M Close	
2Y	3.78	3.71	0.07	3.80 -0.02
5Y	3.91	3.85	0.07	3.94 -0.02
10Y	4.30	4.25	0.05	4.31 -0.01
BONDS CREDIT SPREAD				
		5 Days Close	12M Close	
EM Bonds Spread	224.30	220.7	3.6	324.96 -100.7
HY Bonds Spread	260.00	250.0	10.0	360.00 -100.0
BBB 10yr Spread	171.93	178.2	-6.3	195.29 -23.4
FIXED INCOME				
		5 Days	1 Month YTD	
US High Yield	2,951.72	-0.19%	2.60%	1.28%
EM Bonds USD	1,400.99	-0.27%	2.71%	1.02%
EM Local Currency	153.75	-1.32%	3.57%	0.44%
CoCos USD	151.87	-0.62%	2.81%	0.41%
IG BBB 3-5yr USD	396.04	-0.22%	2.06%	0.47%
IG AA Corp USD	287.23	-0.38%	1.86%	0.67%

COMMODITIES	Last	5 Days	1 Months	YTD
CRB INDEX	379.06	4.49% ↑	2.75%	26.87%
WTI	94.40	12.58% ↑	2.22%	64.40%
Brent	112.92	14.12% ↑	2.26%	80.82%
US Natural Gas	2.52	-5.65% ↓	-14.27%	-31.55%
S&P GSCI Precious Metal	6,352.83	-3.30% ↓	5.39%	9.18%
Gold	4,709.50	-2.50% ↓	5.23%	9.03%
Silver	75.73	-6.38% ↓	6.34%	5.67%
Platinum	2,017.27	-4.54% ↓	4.46%	-2.10%
Palladium	1,495.00	-4.36% ↓	3.73%	-7.72%
S&P GSCI Ind Metal Index	620.50	0.78% →	9.25%	12.33%
Aluminum	3,591.00	0.74% →	10.14%	19.88%
Copper	13,246.81	-0.26% →	10.31%	6.37%
Nickel	18,826.95	5.13% ↑	12.37%	14.10%
S&P GSCI Agriculture	372.83	1.79% ↑	1.09%	5.80%
CURRENCIAS				
	Last	5 Days	1 Month	YTD
CHF vs. USD	0.7850	-0.42% ↓	0.41%	0.97%
JPY vs. USD	159.3800	-0.46% ↓	-0.43%	-1.68%
CAD vs. USD	1.3668	0.17% ↑	0.70%	0.41%
EUR vs. USD	1.1722	-0.37% ↓	0.98%	-0.20%
GBP vs. USD	1.3532	0.12% ↑	0.90%	0.42%
AUD vs. USD	0.7152	-0.31% ↓	2.23%	7.18%
BRL vs. USD	4.9813	-0.06% ↓	5.04%	9.91%
MXN vs. USD	17.3787	-0.39% ↓	2.11%	3.62%
COP vs. USD	3,556.45	0.84% ↑	3.49%	6.22%
CNY vs. USD	6.8320	-0.20% ↓	0.90%	2.28%
EUR vs. CHF	0.9200	-0.03% ↓	-0.56%	1.16%
DOLLAR INDEX	98.5330	0.44% ↑	-0.91%	0.21%
BITCOIN	77,528.52	1.59% ↑	9.22%	-11.55%

FECHAS CLAVE DE LA PRÓXIMA SEMANA

28 de abrilth
Índice de confianza del consumidor del Conference Board
 Encuesta: 89

29 de abrilth
Encuesta
 Encuesta 1 390 000

Inicio de obras
 Encuesta 1 400 000

Pedidos de bienes duraderos
 Encuesta 0,5 %

Decisión sobre los tipos de interés del FOMC
 Encuesta 3,75 %

30 de abrilth
Índice de precios PCE interanual
 Encuesta 3,5 %

PIB anualizado 1.º trimestre A – intertrimestral
 Encuesta 2,2 %

1 de mayost
PMI manufacturero de EE. UU. de S&P Global
 Encuesta 54,0 %

Índice ISM manufacturero
 Encuesta 53,1 %

PRIMER TRIMESTRE DE 2026 – RESULTADOS FINANCIEROS

Earnings Growth				
	Positive	Inline	Negative	%
S&P 500	117	0	20	25.32%
Materials	4	0	1	103.87%
Industrials	24	0	4	17.46%
Consumer Staples	4	0	4	2.36%
Energy	3	0	2	25.20%
Technology	12	0	0	97.14%
Consumer Discretionary	7	0	6	-1.07%
Communications	4	0	1	12.63%
Financials	42	0	0	24.70%
HealthCare	11	0	1	3.19%
Utilities	3	0	0	15.31%
RealEstate	3	0	1	12.90%

Earnings Surprise				
	Positive	Inline	Negative	%
S&P 500	108	10	19	10.19%
Materials	4	0	1	29.06%
Industrials	20	3	5	8.60%
Consumer Staples	6	0	2	3.39%
Energy	4	1	0	12.79%
Technology	11	1	0	22.27%
Consumer Discretionary	8	1	4	9.48%
Communications	4	0	1	20.36%
Financials	34	2	6	6.84%
HealthCare	11	1	0	5.72%
Utilities	2	1	0	5.48%
RealEstate	4	0	0	7.20%

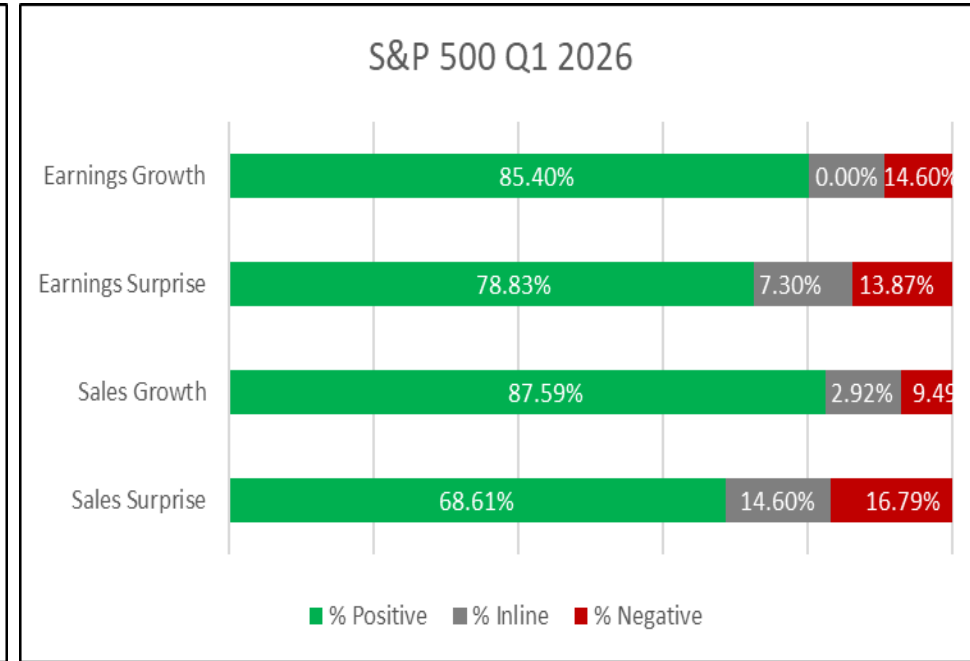
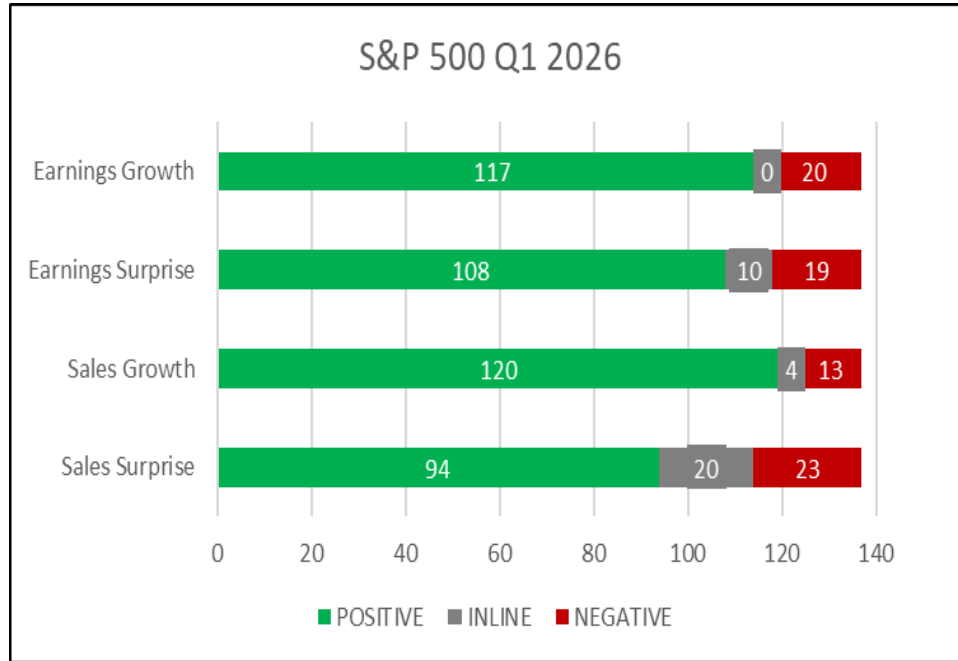
Sales Growth				
	Positive	Inline	Negative	%
S&P 500	120	4	13	9.77%
Materials	4	0	1	11.66%
Industrials	25	2	1	9.24%
Consumer Staples	5	0	3	6.02%
Energy	4	1	0	9.89%
Technology	12	0	0	29.52%
Consumer Discretionary	8	1	4	3.72%
Communications	4	0	1	4.75%
Financials	40	0	2	11.85%
HealthCare	12	0	0	3.88%
Utilities	3	0	0	9.29%
RealEstate	3	0	1	14.44%

Sales Surprise				
	Positive	Inline	Negative	%
S&P 500	94	20	23	2.01%
Materials	4	0	1	4.02%
Industrials	18	6	4	1.65%
Consumer Staples	7	1	0	2.71%
Energy	5	0	0	3.06%
Technology	12	0	0	6.19%
Consumer Discretionary	6	3	4	0.19%
Communications	3	2	0	1.70%
Financials	23	7	12	0.97%
HealthCare	10	1	1	2.17%
Utilities	2	0	1	-0.89%
RealEstate	4	0	0	2.87%

•Contenido informativo. No se autoriza su reproducción o redistribución sin consentimiento.
 •For informational use only. Not for public redistribution.

Fuente: Sentosa; Co

PRIMER TRIMESTRE DE 2026 – RESULTADOS FINANCIEROS



TEMPORADA DE RESULTADOS DE LA SEMANA PASADA

DATE	COMPANY	ESTIMATE		ACTUAL		DIFFERENCE	
		EPS	REV	EPS	REV	EPS	REV
04/21/2026 (AM)	GENERAL ELECTRIC	\$1.60	\$10.69 B	\$1.86	\$11.61 B	16.2%	8.6%
04/21/2026 (AM)	3M CO	\$2.00	\$6.01 B	\$2.14	\$6.00 B	6.9%	0.0%
04/21/2026 (AM)	RTX CORP	\$1.53	\$21.47 B	\$1.78	\$22.08 B	16.5%	2.8%
04/21/2026 (AM)	UNITEDHEALTH GRP	\$6.57	\$109.24 B	\$7.23	\$111.72 B	10.0%	2.3%
04/21/2026 (AM)	DANAHER CORP	\$1.94	\$5.99 B	\$2.06	\$5.95 B	6.3%	-0.6%
04/21/2026 (PM)	INTUITIVE SURGIC	\$2.10	\$2.62 B	\$2.50	\$2.77 B	19.3%	5.8%
04/21/2026 (PM)	CAPITAL ONE FINA	\$4.56	\$15.37 B	\$4.42	\$15.23 B	-3.1%	-0.9%
04/22/2026 (AM)	BOEING CO/THE	(\$0.76)	\$21.79 B	(\$0.20)	\$22.22 B	NA	2.0%
04/22/2026 (AM)	AT&T INC	\$0.55	\$31.25 B	\$0.57	\$31.51 B	3.8%	0.8%
04/22/2026 (AM)	PHILIP MORRIS IN	\$1.85	\$9.97 B	\$1.96	\$10.15 B	5.8%	1.8%
04/22/2026 (AM)	GE VERNOVA INC	\$1.81	\$9.11 B	\$0.78	\$9.34 B	-56.9%	2.5%
04/22/2026 (PM)	IBM	\$1.81	\$15.67 B	\$1.91	\$15.92 B	5.8%	1.6%
04/22/2026 (PM)	TEXAS INSTRUMENT	\$1.38	\$4.52 B	\$1.68	\$4.83 B	22.2%	6.7%
04/22/2026 (PM)	SERVICENOW INC	\$0.97	\$3.74 B	\$0.97	\$3.77 B	-0.2%	0.7%
04/22/2026 (PM)	LAM RESEARCH	\$1.37	\$5.75 B	\$1.47	\$5.84 B	7.7%	1.6%
04/23/2026 (AM)	AMERICAN EXPRESS	\$4.03	\$18.62 B	\$4.28	\$18.91 B	6.2%	1.6%
04/23/2026 (AM)	THERMO FISHER	\$5.24	\$10.85 B	\$5.44	\$11.01 B	3.8%	1.5%
04/23/2026 (AM)	UNION PAC CORP	\$2.86	\$6.23 B	\$2.93	\$6.20 B	2.3%	-0.5%
04/23/2026 (AM)	COMCAST CORP-A	\$0.72	\$30.35 B	\$0.79	\$31.46 B	9.3%	3.7%
04/23/2026 (AM)	NEXTERA ENERGY	\$1.03	\$7.39 B	\$1.09	\$6.70 B	5.4%	-9.4%
04/23/2026 (AM)	TESLA INC	\$0.35	\$22.25 B	\$0.41	\$22.39 B	18.8%	0.6%
04/23/2026 (AM)	HONEYWELL INTL	\$2.34	\$9.30 B	\$2.45	\$9.14 B	4.8%	-1.7%
04/23/2026 (AM)	LOCKHEED MARTIN	\$6.88	\$18.24 B	\$6.44	\$18.02 B	-6.4%	-1.2%
04/23/2026 (PM)	INTEL CORP	\$0.01	\$12.36 B	\$0.29	\$13.58 B	2800.0%	9.9%
04/24/2026 (AM)	PROCTER & GAMBLE	\$1.56	\$20.50 B	\$1.59	\$21.24 B	1.9%	3.6%

TEMPORADA DE RESULTADOS DE LA PRÒXIMA SEMANA

DATE	COMPANY	ESTIMATE		ACTUAL		DIFFERENCE	
		EPS	REV	EPS	REV	EPS	REV
04/27/2026	VERIZON COMMUNIC	\$1.21	\$34.80 B				
04/28/2026	MONDELEZ INTER-A	\$0.61	\$9.77 B				
04/28/2026	COCA-COLA CO/THE	\$0.81	\$12.14 B				
04/28/2026	AMERICAN TOWER C	\$2.39	\$2.65 B				
04/28/2026	BOOKING HOLDINGS	\$1.07	\$5.53 B				
04/28/2026	GENERAL MOTORS C	\$2.60	\$43.40 B				
04/28/2026	VISA INC-CLASS A	\$3.10	\$10.74 B				
04/28/2026	STARBUCKS CORP	\$0.43	\$9.14 B				
04/28/2026	UNITED PARCEL-B	\$1.05	\$20.99 B				
04/28/2026	T-MOBILE US INC	\$2.06	\$22.98 B				
04/29/2026	AMAZON.COM INC	\$1.64	\$177.22 B				
04/29/2026	ALPHABET INC-A	\$2.62	\$91.56 B				
04/29/2026	MICROSOFT CORP	\$4.03	\$81.44 B				
04/29/2026	ABBVIE INC	\$2.60	\$14.73 B				
04/29/2026	META PLATFORMS-A	\$6.64	\$55.51 B				
04/29/2026	GENERAL DYNAMICS	\$3.69	\$12.70 B				
04/29/2026	QUALCOMM INC	\$2.55	\$10.56 B				
04/30/2026	CATERPILLAR INC	\$4.63	\$15.83 B				
04/30/2026	CONOCOPHILLIPS	\$1.70	\$15.32 B				
04/30/2026	MERCK & CO	(\$1.47)	\$15.83 B				
04/30/2026	SOUTHERN CO	\$1.22	\$7.95 B				
04/30/2026	ALTRIA GROUP INC	\$1.25	\$4.57 B				
04/30/2026	BRISTOL-MYER SQB	\$1.40	\$10.86 B				
04/30/2026	AMGEN INC	\$4.75	\$8.57 B				
04/30/2026	APPLE INC	\$1.96	\$109.66 B				
04/30/2026	MASTERCARD INC-A	\$4.39	\$8.25 B				
04/30/2026	ELI LILLY & CO	\$6.88	\$17.81 B				
05/01/2026	CHEVRON CORP	\$1.10	\$50.61 B				
05/01/2026	EXXON MOBIL CORP	\$0.95	\$80.72 B				
05/01/2026	LINDE PLC	\$4.27	\$8.60 B				
05/01/2026	COLGATE-PALMOLIV	\$0.95	\$5.21 B				

VISIÓN DE IN ON CAPITAL SA

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

A pesar de haber alcanzado nuevos máximos, el mercado se ha ido desacelerando tras un fuerte e impresionante repunte de tres semanas del +18 %. Los mercados se encuentran ahora en su nivel más alto del año en territorio positivo. Los inversores pasaron rápidamente de una actitud de aversión al riesgo a una de apetito por el riesgo ante las expectativas de un acuerdo con Irán y el hecho de que el estrecho de Ormuz sea ahora accesible. No obstante, la situación sigue siendo frágil y el actual repunte de recuperación debe tomarse con cautela. Seguimos siendo cautelosos, ya que los mercados siguen estando sobrevalorados a largo plazo, con elevadas valoraciones. La economía ya se estaba debilitando antes del conflicto con Irán, y las tensiones en torno al estrecho de Ormuz han añadido una capa adicional de presión económica. Irónicamente, los precios son más altos que antes del conflicto con Irán, pero en un entorno económico peor. Además, el consenso parece muy optimista al esperar un crecimiento del beneficio por acción (BPA) del +17 % para los próximos 12 meses. Consideramos que esta euforia es bastante exagerada y que existe un riesgo de desilusión.

El sector de lujo: no tan inmune como en el pasado

El sector del lujo ha registrado en los últimos doce meses un rendimiento claramente inferior al del mercado en general, al tiempo que ha mostrado la dispersión intrasectorial más acusada en más de una década. **La situación se ha ido agravando desde el conflicto con Irán, pero, en conjunto, los artículos de lujo han tenido un rendimiento inferior al de los mercados de EE. UU. y Europa en un 22 % y un 10 %, respectivamente** (gráfico 1), lo que supone un lastre relativo significativo que, no obstante, oculta una rotación interna extraordinaria. **La diferencia en los últimos 12 meses entre el valor con mejor y peor rendimiento del principal grupo de empresas de lujo que cotizan en bolsa ha alcanzado aproximadamente los 91 puntos porcentuales** (gráfico 2): Burberry se ha recuperado un 62 % y Kering un 41 %, ambas gracias al optimismo generado por el cambio de rumbo tras los cambios de director ejecutivo y las agresivas estrategias de reestructuración, mientras que Hermès y Ferrari —los históricos multiplicadores de la escasez que sustentaban el optimismo del sector— han corregido un 29 % y un 25 % respectivamente, a medida que sus múltiplos, antes estratosféricos, se han normalizado. LVMH, Richemont, Hugo Boss y Moncler se han agrupado en torno a un rendimiento plano. La historia del último año ha sido, por lo tanto, una de reversión a la media: el capital ha rotado desde los valores que cotizaban con múltiplos extremadamente elevados hacia aquellos que habían sido dados por muertos. Si esta rotación ha llegado ya a su fin —y si los fundamentos subyacentes justifican los nuevos precios— es la pregunta central que intentamos responder.

Gráfico 1: Rendimiento a 1 año: S&P 500 (+29,7 %); Stoxx 600 (+17,3 %); ETF Amundi Luxury Goods (+7,9 %)

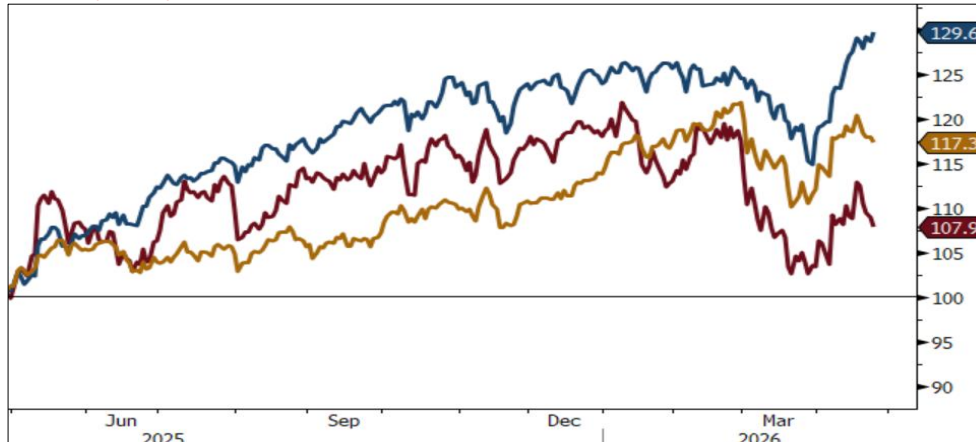
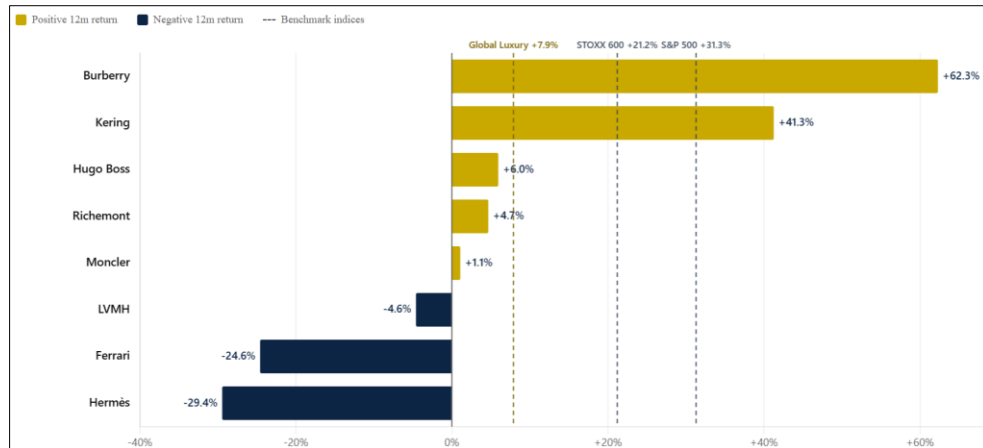


Gráfico 2: Rendimiento a un año de los principales componentes del sector del lujo



EL TEMA DE LA SEMANA

Qué representa realmente el «lujo» en el universo de la renta variable cotizada

Antes de examinar los factores impulsores, conviene determinar qué es lo que realmente compran los inversores cuando buscan «exposición al sector del lujo», ya que la respuesta varía considerablemente según la región y las implicaciones para la construcción de carteras son mayores de lo que la mayoría de los gestores de carteras aprecian. **En Estados Unidos, el sector del lujo puro que cotiza en bolsa es prácticamente inexistente. Dentro del sector de consumo discrecional del S&P 500, las únicas empresas de lujo puro significativas son Tapestry y Ralph Lauren, que juntas representan aproximadamente el 1 % del sector** (gráfico 3). El universo de consumo discrecional del S&P está dominado por Amazon y Tesla, que juntas representan aproximadamente el 38 % del sector, seguidas de Home Depot, McDonald's, Nike y Lowe's. Un inversor estadounidense que invierta en el ETF XLY con la idea de obtener exposición al «consumo de lujo» no obtiene, en la práctica, ninguna. **El panorama global, reflejado por el MSCI World Consumer Discretionary, se sitúa más cerca del término medio. Las empresas de lujo puro —principalmente LVMH, Hermès, Richemont y Ferrari— representan aproximadamente el 13 % del índice global. Una proporción significativa, pero no dominante** (gráfico 3).

La situación cambia por completo en Europa. **Las cuatro empresas de lujo puro (LVMH 15,7 %, Richemont 10,8 %, Hermès 7,5 %, Ferrari 4,7 %) representan en conjunto el 38,7 % del sector** (gráfico 4). Si se añade el siguiente nivel (Kering, Moncler, Hugo Boss, Burberry, Pandora), la cifra supera el 45 %. Los ETF europeos de consumo discrecional cotizan, en la práctica, como indicadores del sector del lujo. Esta asimetría es el punto de referencia más importante para el análisis que sigue: cuando los comentaristas hablan del «sector del lujo», en la práctica casi siempre se refieren a un pequeño puñado de empresas que cotizan en Europa y cuya suerte colectiva determina la rentabilidad del sector. No hay otra forma significativa de expresar esta tesis a gran escala.

Gráfico 3: Concentración del sector del lujo en el S&P 500 y el MSCI World de consumo discrecional

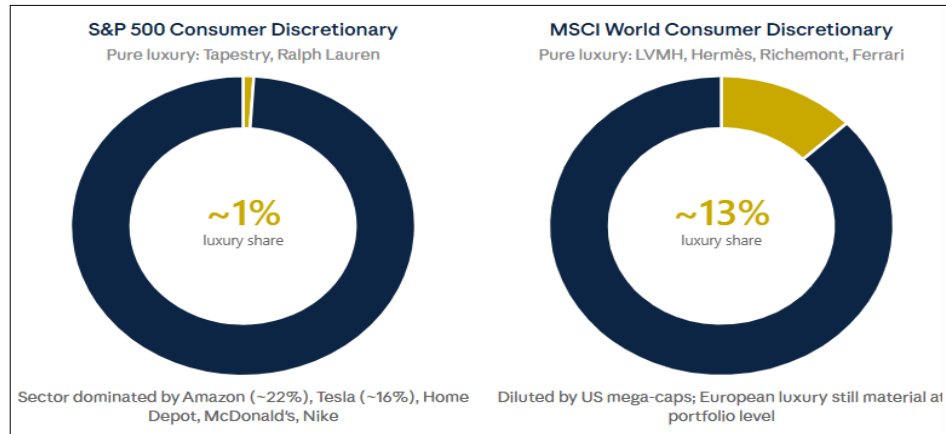
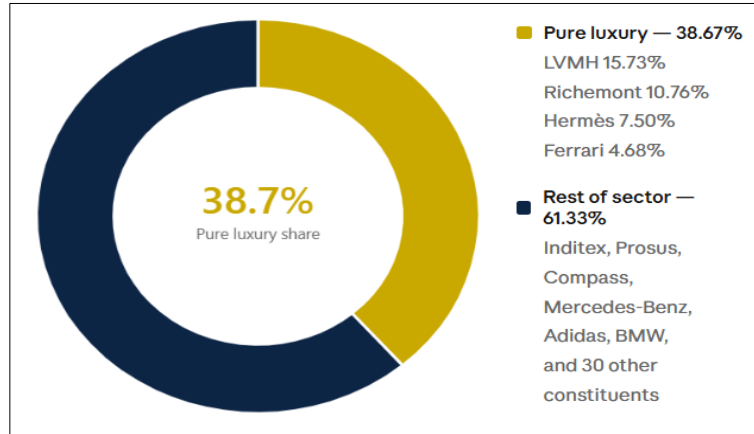


Gráfico 4: Concentración del sector del lujo en el MSCI Europe Consumer Discretionary



EL TEMA DE LA SEMANA

La desaceleración del sector desde hace varios años

La mejor forma de entender la actual desaceleración es como la convergencia de tres fuerzas. En primer lugar, el consumidor chino de artículos de lujo —históricamente el comprador marginal para el sector a nivel mundial— ha dado un paso atrás: Bain estima que el gasto chino en artículos de lujo se contrajo entre un 3 % y un 5 % en 2025 a tipos de cambio constantes, lo que agravó un 2024 ya débil. En segundo lugar, los consumidores con aspiraciones de todo Occidente se han visto excluidos por los precios. Tras unos aumentos de precios acumulados de aproximadamente un 40 % en los artículos de cuero icónicos entre 2019 y 2024, el cliente de lujo de nivel básico se ha retirado. **Los datos de Bain son llamativos: la base de consumidores de lujo a nivel mundial se ha reducido de 400 millones en 2022 a aproximadamente 340 millones en 2025** (gráfico 5). El sector ha perdido aproximadamente 60 millones de clientes —equivalentes a toda la población de Italia— mientras ha seguido aplicando precios a la base restante. Esto explica por qué las marcas que dependen de los consumidores con aspiraciones de lujo (Gucci de Kering, Burberry, Hugo Boss) han sido las más afectadas, mientras que las franquicias ancladas en los ultra-HNW (Hermès, Ferrari, las casas de alta joyería de Richemont) han demostrado ser más resistentes operativamente —incluso cuando sus acciones no lo han sido—.

En tercer lugar, los flujos turísticos —históricamente responsables de más del 30 % de las ventas de las tiendas insignia europeas— se han debilitado, afectados por la fortaleza del euro y el enfriamiento del arbitraje de entrada de turistas japoneses que impulsó el rendimiento superior de 2024. El auge pos-COVID, impulsado por una demanda acumulada debido al efecto riqueza de EE. UU., se desvaneció en 2023; el mercado se ha mantenido plano durante dos años consecutivos. Desde 2023, el crecimiento se desaceleró hasta el +9 %, ya que la reapertura de China no cumplió las expectativas y la demanda aspiracional occidental se enfrió. **El resultado agregado: un gasto total en artículos de lujo de 1,44 billones de euros en 2025, estancado por segundo año consecutivo y el primer estancamiento plurianual desde la crisis financiera de 2009** (gráfico 6).

Gráfico 5: Base de consumidores de artículos de lujo, 2022-2025

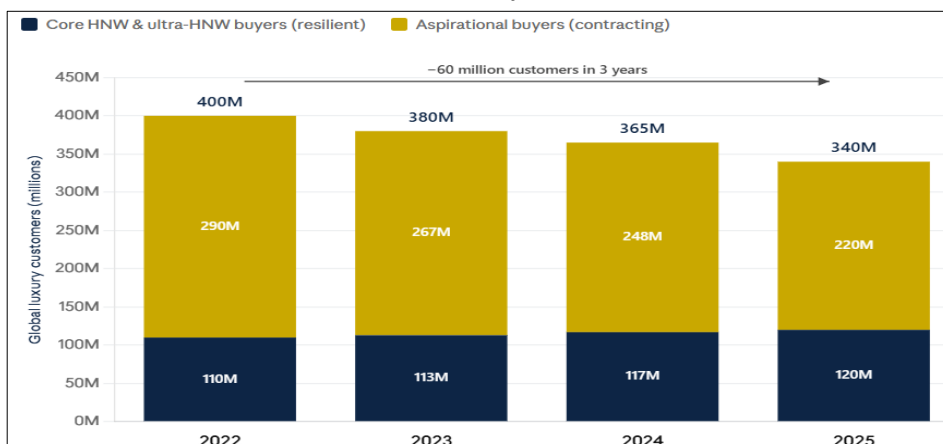
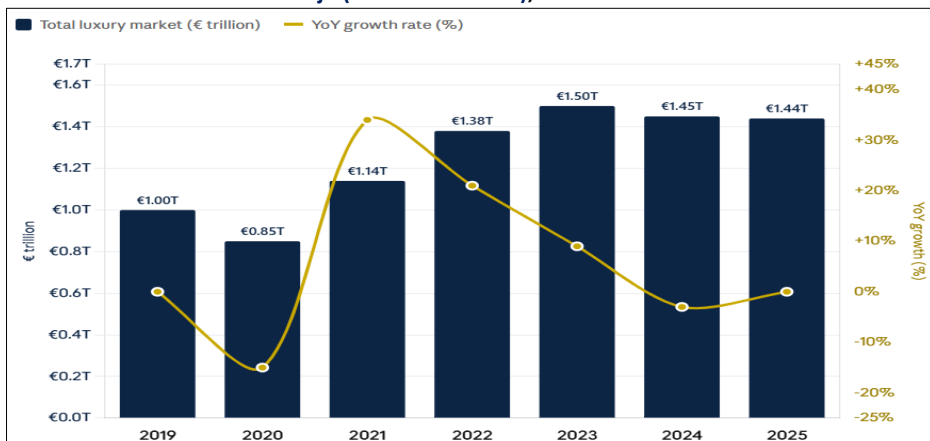


Gráfico 6: Mercado total del lujo (billones de euros); tasa de crecimiento interanual



EL TEMA DE LA SEMANA

Divergencias en el rendimiento de los subsectores y las acciones

Dentro del sector, la divergencia es profunda y explica en gran medida la rotación a nivel de acciones (gráfico 7). Las experiencias están superando a los productos: la hostelería de lujo, los cruceros y la alta cocina representan prácticamente todo el crecimiento neto del sector desde 2023, con un aumento del 5 % en la gastronomía y la alta cocina en 2025 y un crecimiento del 9 % en el segmento de los yates. Dentro del propio sector de los artículos de lujo personales, la joyería es la clara ganadora (+4-6 %), respaldada por un poder de fijación de precios sostenido y la narrativa de «refugio seguro» a medida que los precios del oro se disparaban. La gafas es el otro ganador silencioso, con un crecimiento del 2-4 %. Los perdedores son los artículos de cuero y el calzado, con una contracción del -6 % —precisamente la exposición a esta categoría que provocó la caída del 13 % en las ventas de Kering en 2025 y lastró la división de Moda y Artículos de Cuero de LVMH—. Las bellas artes cayeron un -9 %. Los coches de lujo registraron un descenso del -6 %, con la notable excepción del nicho de los deportivos de gama ultraalta, donde la cartera de pedidos de Ferrari se mantuvo sólida incluso cuando la acción se corrigió por la compresión de las múltiplos.

Si la exposición por categorías determinara la rentabilidad de las acciones, los resultados a nivel de renta variable habrían seguido fielmente a los operativos: Richemont —con aproximadamente el 75 % de sus ingresos en la única subcategoría de lujo personal en crecimiento— debería haber liderado el grupo, mientras que Burberry y Kering, con una concentración del 80-95 % en la categoría de artículos de cuero y moda, la de peor rendimiento, deberían haber ocupado los últimos puestos. **La situación de los últimos 12 meses ha sido precisamente la contraria** (gráfico 8). Burberry, con el 95 % de sus ingresos en la subcategoría con peor rendimiento, obtuvo una rentabilidad del +62 %. Kering, con una concentración del 80 % en la misma categoría, obtuvo una rentabilidad del +41 %. Hermès, con el perfil operativo más resistente del grupo, obtuvo una rentabilidad del -29 %. Ferrari, que registró márgenes EBIT récord en 2025, obtuvo una rentabilidad del -25 %. El marco de exposición por categorías es el punto de partida adecuado, pero no explica prácticamente nada de la dispersión observada a nivel de acciones durante el último año.

Gráfico 7: Subsectores del lujo: tasas de crecimiento en 2025

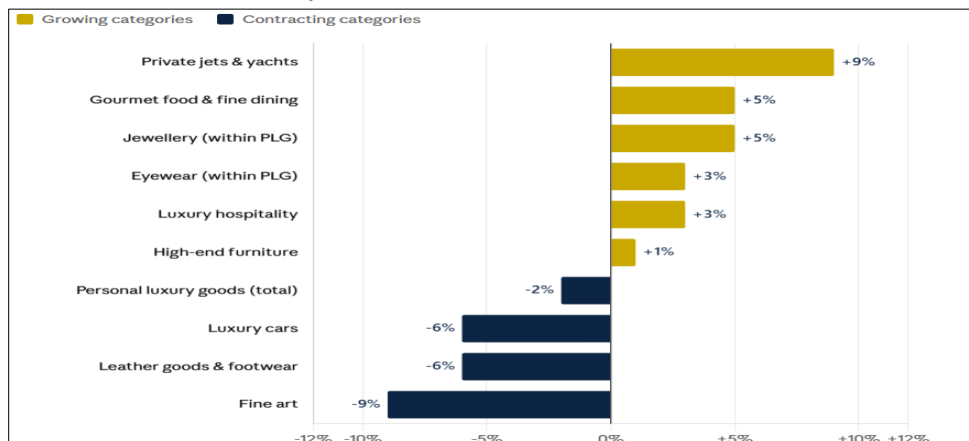
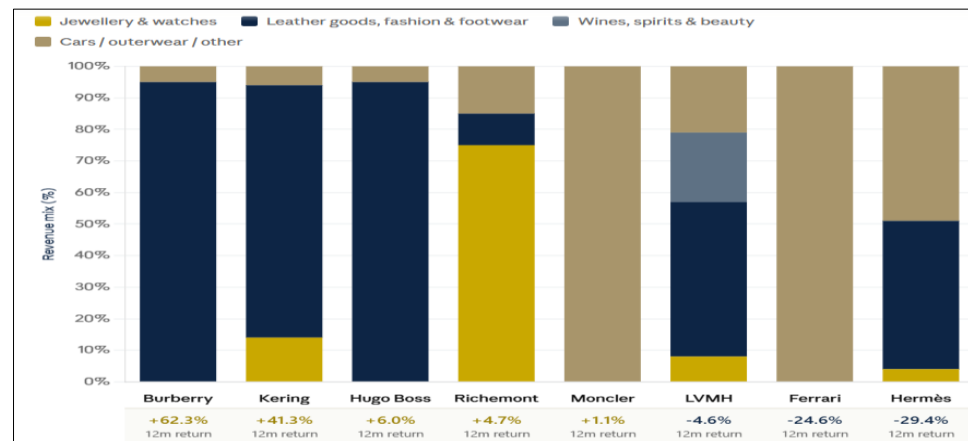


Gráfico 8: Marcas de lujo cotizadas: composición de los ingresos por categoría frente a la rentabilidad bursátil a 12 meses

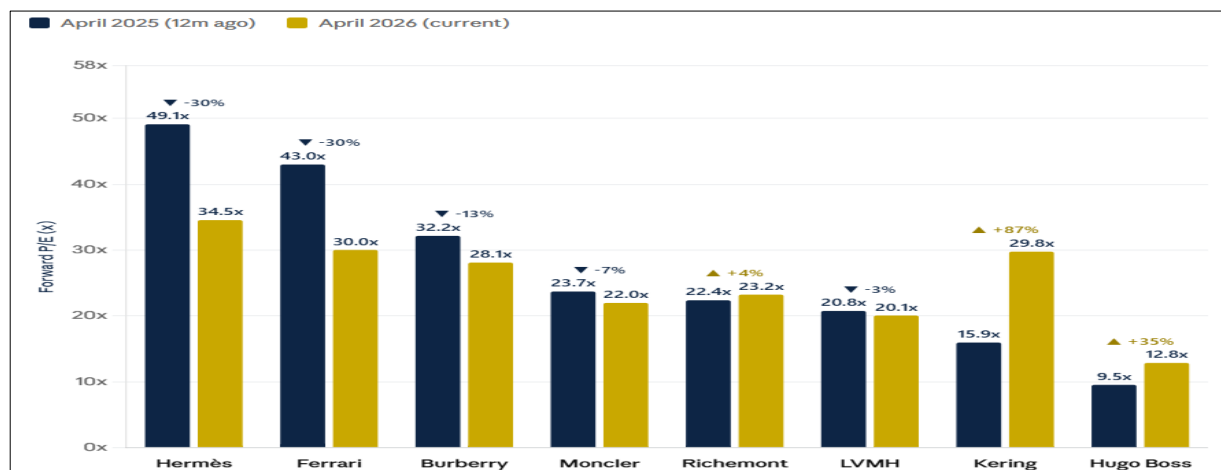


EL TEMA DE LA SEMANA

La explicación radica en la brecha entre los fundamentos y las valoraciones iniciales. Hace doce meses, el precio relativo de estas empresas era extremo: Hermès cotizaba a aproximadamente 50 veces los beneficios futuros, Ferrari a 43 veces, ambas con un precio que reflejaba una perfección compuesta. En el otro extremo, Burberry cotizaba a un nivel más bajo, 28 veces, y Kering en un territorio de crisis, 16 veces, con un mercado que había descartado de hecho cualquier posibilidad de recuperación de la salud operativa. Cuando las acciones se sitúan de forma tan asimétrica, el listón de la divergencia en la rentabilidad viene determinado por los cambios en las expectativas, no por los cambios en las operaciones. Burberry se recuperó un 62 % con unas ventas aún negativas y un margen EBIT todavía bajo presión: el múltiplo se expandió a medida que el mercado pasó de un «declive estructural» a un «negocio en estabilización», y esa reevaluación por sí sola provocó el movimiento. Kering se disparó un 41 % tras el anuncio de la llegada de Luca de Meo como consejero delegado y la credibilidad que su nombramiento aportó a la narrativa de recuperación, mucho antes de que cualquier mejora operativa pudiera reflejarse en las cifras.

Hermès y Ferrari, por el contrario, cayeron debido a la compresión de los múltiplos, a pesar de no haber ninguna decepción operativa: cuando una acción cotiza a 50 veces los beneficios, un entorno de tipos de descuento que se ha mantenido más alto durante más tiempo de lo esperado, combinado con un posicionamiento de sobreponderación por consenso que comenzó a desvanecerse, produce una caída del 25-30 %, incluso con unos beneficios en crecimiento a lo largo del año. También hay una dimensión de operaciones masivas que merece la pena destacar. Hermès y Ferrari se encontraban entre las posiciones con mayor sobreponderación de consenso en las carteras de renta variable europea de solo posiciones largas al inicio de 2025; Burberry y Kering estaban muy infraponderadas, a menudo con una posición nula. Cuando se desencadenó la rotación, las fuerzas mecánicas amplificaron los movimientos: las ventas forzadas y las reversiones de los factores de calidad y momentum llevaron a Hermès y Ferrari más allá de lo que justificaban los fundamentales, mientras que la cobertura de posiciones cortas y la reasignación reticente de las posiciones infraponderadas a neutras empujaron a Burberry y Kering al alza más allá de lo que justificaban los datos operativos. **Los últimos 12 meses han sido una rotación de valoraciones, no una rotación de fundamentales** (gráfico 9).

Gráfico 9: PER a 12 meses: abril de 2025 frente a abril de 2026



EL TEMA DE LA SEMANA

CONCLUSIÓN

Normalmente consideramos el segmento de los artículos de lujo como la parte segura o anticíclica del sector de consumo discrecional, pero la realidad ha sido muy diferente desde 2023 y la tendencia no parece mejorar (gráfico 10). De hecho, desde 2026, los vientos en contra cíclicos se han visto amplificados por la crisis geopolítica del estrecho de Ormuz y han estado afectando aún más al segmento. En definitiva, hay tres mecanismos de transmisión que suponen claros factores adversos para el segmento y que están actualmente en marcha. **En primer lugar**, la crisis del petróleo ha reintroducido el riesgo de estanflación en las perspectivas de consumo occidentales justo cuando la demanda aspiracional ya se tambaleaba: el aumento sostenido de los precios en las gasolineras afecta de manera desproporcionada al comprador de lujo de nivel sub-HNW que la industria ha estado perdiendo. **En segundo lugar**, la fuerte presión del euro ha comprimido los márgenes de las tiendas insignia, al tiempo que ha desanimado a los turistas de Oriente Medio y Estados Unidos, cuyo gasto en boutiques de París y Milán contribuye de manera desproporcionada al aumento de los márgenes. **En tercer lugar**, la demanda de lujo de la región del Golfo —identificada como la de mejor rendimiento regional a nivel mundial, con un +4-6 %— se enfrenta a un riesgo de segundo orden si la escalada regional perjudica los flujos turísticos hacia Dubái y Abu Dabi, que han sido válvulas de escape fundamentales para las marcas a la hora de compensar la debilidad de China. **El patrón regional es claro: China continental -4 %, Europa -2 %, Japón -1 %, América +1 %, Oriente Medio +5 %** (gráfico 11).

Mantenemos una posición infraponderada en el sector de consumo discrecional y no excluimos el segmento de los artículos de lujo como excepción. En cualquier caso, para los inversores interesados en entrar en este sector o en construir una solución estructurada, nos decantaríamos por Hermès, Richemont y Ferrari. Hermès es la única casa de lujo que crece orgánicamente durante la recesión, ahora un 30 % más barata que hace doce meses, con un PER de 34,6. Richemont ofrece la exposición más clara a la única subcategoría de lujo personal que sigue en expansión (joyería, +5 %), con un balance con efectivo neto que proporciona protección frente a las caídas. Ferrari se ha corregido de un PER de 43 a 30 sin ningún deterioro operativo.

Gráfico 10: Amundi Global Luxury ETF frente al MSCI World

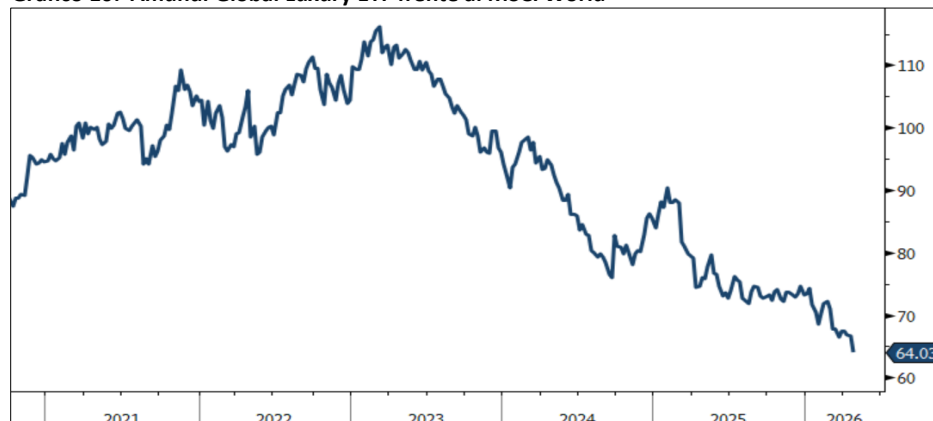
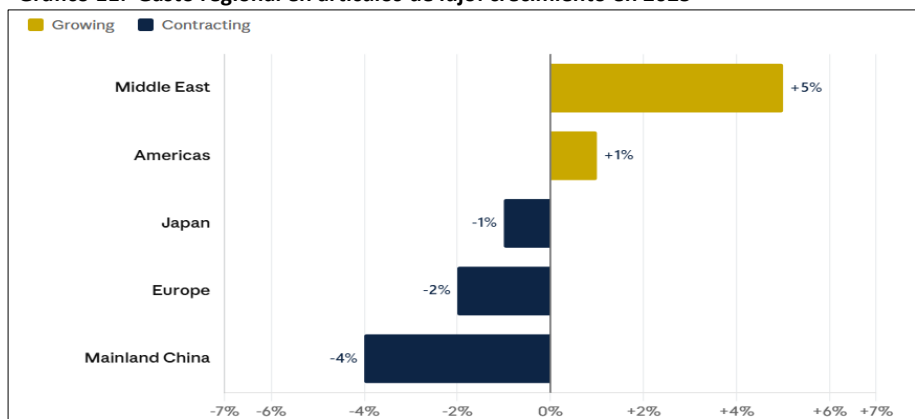


Gráfico 11: Gasto regional en artículos de lujo: crecimiento en 2025



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.