



REPORTE SEMANAL DE INVERSIÓN

Mercados en transición: expectativas de tasas e impulso corporativo.

3 de agosto de 2026

— RESUMEN DE LA SEMANA PASADA

Los mercados bursátiles estadounidenses cerraron un tumultuoso mes de julio con un comportamiento entre plano y negativo: el S&P 500 terminó el mes con un -0,13 % y el Dow Jones con un +0,32 %. El con un +0,32 %. El Nasdaq cerró el mes en negativo, con un -3,2 %, ya que las acciones de semiconductores registraron su peor mes desde 2008, con una caída del -11,6 % en medio de la creciente preocupación por la racionalización de la inversión en capital tecnológico.

La Reserva Federal mantuvo su tipo de interés de referencia sin cambios, entre el 3,5 % y el 3,75 %, por quinta reunión consecutiva el 30 de julio; sin embargo, la decisión resultó controvertida, ya que tres miembros disidentes del comité —la presidenta de la Fed de Cleveland, Beth Hammack; el presidente de la Fed de Minneapolis, Neel Kashkari; y la presidenta de la Fed de Dallas, Lorie Logan— votaron a favor de subir los tipos en 25 puntos básicos para combatir la inflación persistente. La rueda de prensa posterior a la reunión del presidente de la Fed, Kevin Warsh, desencadenó una fuerte ola de ventas en el mercado de bonos, con el rendimiento de los bonos del Tesoro a 30 años disparándose hasta 14 puntos básicos, hasta situarse cerca del 5,23 % —su máximo en 19 años—, ya que los inversores interpretaron su postura cautelosa respecto a las subidas de tipos como una señal de que se retrasaría la actuación a pesar de la retórica de «tolerancia cero» frente a la inflación, lo que socavó la confianza del mercado en el compromiso del banco central con la estabilidad de precios.

Warsh restó importancia al descenso intermensual del 0,4 % registrado en el IPC de junio, calificándolo de calificándolo de «insignificante», y reafirmó que la inflación seguía siendo «elevada», aunque la discrepancia entre discrepancia entre su retórica «halcón» y sus medidas políticas «paloma» suscitó desde el principio dudas sobre la dudas sobre la credibilidad de su liderazgo. Los resultados empresariales ofrecieron señales mixtas: United Parcel United Parcel Service anunció unos ingresos de 22 800 millones de dólares, superando las estimaciones, al tiempo estimaciones, al tiempo que elevó sus previsiones de ingresos para todo el año a 91 200 millones de dólares y las de dólares y las de beneficio por acción ajustado a 7,22 dólares por acción; por su parte, Coca-Cola se disparó un 5 % disparó un 5 % tras publicar resultados que superaron las expectativas tanto en ingresos como en beneficios, beneficios, además de un aumento de las previsiones para todo el año.

Amazon se disparó el viernes, al tiempo que el índice «Magnificent Seven» subía un 3,2 %, aunque Apple se hundió en medio de una toma de beneficios tras un repunte prolongado, con rotaciones en el mercado que reflejaban la incertidumbre de los inversores sobre si las valoraciones de las empresas tecnológicas de gran capitalización podrían mantenerse, dada la intensidad de capital y los riesgos geopolíticos. Los precios del petróleo volvieron a subir por encima de los 100 dólares por barril, ya que la reanudación de las hostilidades entre EE. UU. e Irán confirmó las crecientes sospechas de los inversores de que no existía una salida duradera al conflicto de Oriente Medio, lo que amenazaba con reavivar las expectativas de inflación precisamente cuando la Fed parecía posponer un endurecimiento decisivo de la política monetaria.

La semana puso de manifiesto la esquizofrenia del mercado: por un lado, se celebraba el segundo mejor rendimiento mensual de julio desde 2020, mientras que, al mismo tiempo, se asimilaban las preocupaciones sobre la credibilidad de la Fed y los riesgos geopolíticos que sugerían que la normalización de la inflación seguía siendo difícil de alcanzar y que la transmisión de la política monetaria se estaba desmoronando. Por nuestra parte, seguimos opinando que la inflación actual proviene del lado de la oferta y que será temporal.

FLUCTUACIONES Y DATOS MACROECONÓMICOS

FECHAS CLAVE DE LA SEMANA PASADA (31 JUL)

27 jul — Pedidos bienes duraderos: real 0,3% (prev. 1,8%)

29 jul — Decisión FOMC (tipos): real 3,75% (enc. 3,75%)

30 jul — IPC PCE interanual: real +3,7% (enc. 3,7%)

31 jul — Confianza U. Michigan: real 55,2 (prev. 54,0)

28 jul — Confianza consumidor CB: real 90,8 (enc. 92,4)

30 jul — IPC PCE m/m: real -0,1% (enc. -0,1%)

30 jul — PIB anualizado 2T: real 1,5% (prev. 2,0%)

FECHAS CLAVE DE LA PRÓXIMA SEMANA

3 ago — PMI manuf. S&P Global: enc. 53,8; ISM manuf.: 53,9

4 ago — Balanza comercial: enc. -73 000 M USD

7 ago — Variación empleo no agrícola: enc. 85 000; Tasa de desempleo: enc. 4,2%

GLOBAL EQUITY INDICES	Last	5D	1M	YTD
MSCI WORLD	4,847.88	1.23%	0.11%	9.42%
MSCI EM	1,665.89	2.33%	-3.23%	18.62%
MSCI EM LATIN AMERICA	3,090.14	2.02%	3.84%	14.06%
MSCI AC ASIA x JAPAN	1,103.67	2.43%	-3.27%	20.83%
USA				
S&P 500 INDEX	7,489.72	1.05%	0.09%	9.41%
NASDAQ COMPOSITE	25,373.85	1.59%	-1.78%	9.17%
DOW JONES INDUS. AVG	52,485.03	1.04%	-0.78%	9.20%
RUSSELL 2000 INDEX	2,931.34	0.05%	-2.16%	18.11%
EUROPE				
STXE 600 (EUR) Pr	649.19	0.73%	-0.55%	9.63%
Euro Stoxx 50 Pr	6,358.01	1.23%	-0.85%	9.78%
DAX INDEX	25,629.24	2.11%	-0.58%	4.65%
CAC 40 INDEX	8,509.64	1.64%	0.02%	4.42%
FTSE MIB INDEX	52,172.53	0.71%	-1.22%	16.08%
IBEX 35 INDEX	19,782.90	1.01%	-0.35%	14.30%
SWISS MARKET INDEX	14,346.14	0.13%	-0.54%	8.13%
FTSE 100 INDEX	10,868.05	1.23%	1.77%	9.43%
ASIA				
NIKKEI 225	64,362.02	-0.39%	-7.72%	27.86%
HANG SENG INDEX	25,884.43	3.69%	10.85%	0.99%
CSI 300 INDEX	4,588.20	-1.31%	-5.25%	-0.90%
SENSEX	78,094.64	2.68%	0.43%	-8.36%
LATAM				
S&P/BMV IPC	66,936.99	0.83%	-0.18%	4.09%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	177,999.00	2.27%	2.26%	10.47%
MSCI COLCAP INDEX	2,392.10	5.17%	4.20%	15.67%
S&P/CLX IPSA (CLP) TR	11,017.49	0.61%	1.81%	5.11%

EQUITIES SECTORS	Last	5D	1M	YTD
MSCI WORLD/CONS DIS	494.39	7.54%	1.22%	-1.68%
MSCI WRLD/COMM SVC	165.87	4.70%	-1.61%	-0.48%
MSCI WORLD/ENERGY	352.43	2.45%	12.41%	31.85%
MSCI WORLD/CON STPL	318.08	1.92%	0.27%	7.01%
MSCI WORLD/FINANCEVAL	206.78	1.04%	3.55%	11.38%
MSCI WORLD BANK INDEX	219.76	0.82%	4.07%	17.14%
MSCI WORLD/INDUSTRl	563.97	0.22%	-1.67%	12.90%
MSCI WORLD/HLTH CARE	408.83	0.10%	-1.68%	2.35%
MSCI WORLD/MATERIAL	427.69	0.02%	-3.12%	7.88%
MSCI WORLD/INF TECH	1,132.10	-0.06%	-1.19%	16.28%
MSCI WORLD/REAL EST	1,139.64	-1.20%	1.33%	8.14%
PHILA GOLD & SILVER INDX	307.90	-1.60%	-6.25%	-10.05%
MSCI WORLD/UTILITY	210.74	-3.23%	-2.70%	5.74%

US RATES	Last	5D Close	12M Close
2Y	4.29	4.33 (-0.04)	3.96 (+0.33)
5Y	4.45	4.43 (+0.02)	3.97 (+0.48)
10Y	4.73	4.68 (+0.06)	4.37 (+0.36)

BONDS CREDIT SPREAD	Last	5D Close	12M Close
EM Bonds Spread	227.13	226.5 (+0.7)	271.58 (-44.5)
HY Bonds Spread	268.00	278.0 (-10.0)	270.00 (-2.0)
BBB 10yr Spread	158.53	161.3 (-2.8)	169.20 (-10.7)

FIXED INCOME	Last	5D	1M	YTD
US High Yield	2,964.19	0.18%	-0.33%	1.71%
EM Bonds USD	1,396.48	-0.04%	-1.16%	0.70%
EM Local Currency	154.03	1.34%	0.49%	0.62%
CoCos USD	151.29	0.64%	-0.45%	0.02%
IG BBB 3-5yr USD	391.78	-0.01%	-1.43%	-2.22%
IG AA Corp USD	279.53	-0.08%	-2.33%	-0.41%

COMMODITIES	Last	5D	1M	YTD
CRB INDEX	385.10	-2.67%	9.08%	28.89%
WTI	84.67	-5.20%	21.83%	47.46%
Brent	96.22	-2.60%	34.54%	54.09%
US Natural Gas	2.75	-4.32%	-16.12%	-25.47%
S&P GSCI Precious Metal	5,418.81	-0.69%	-0.98%	-6.88%
Gold	4,046.15	-0.16%	0.95%	-6.33%
Silver	57.60	-1.00%	-1.71%	-19.63%
Platinum	1,648.38	3.54%	6.17%	-20.00%
Palladium	1,283.46	2.94%	5.88%	-20.77%
S&P GSCI Ind Metal Index	601.07	0.89%	3.63%	8.82%
Aluminum	3,184.00	0.78%	3.19%	6.29%
Copper	13,835.70	1.33%	3.65%	11.10%
Nickel	17,064.40	-0.70%	6.07%	3.42%
S&P GSCI Agriculture	384.04	-3.22%	5.38%	8.98%

CURRENCIES	Last	5D	1M	YTD
CHF vs. USD	0.8075	1.33%	0.11%	-1.85%
JPY vs. USD	157.4000	4.09%	3.27%	-0.44%
CAD vs. USD	1.4021	0.53%	1.25%	-2.12%
EUR vs. USD	1.1527	1.38%	0.92%	-1.86%
GBP vs. USD	1.3483	1.19%	1.67%	0.06%
AUD vs. USD	0.7019	0.57%	1.45%	5.19%
BRL vs. USD	5.0729	0.20%	1.75%	7.92%
MXN vs. USD	17.3426	0.80%	0.84%	3.84%
COP vs. USD	3,155.01	2.04%	8.34%	19.73%
CNY vs. USD	6.7531	0.27%	0.50%	3.48%
EUR vs. CHF	0.9304	-0.01%	-0.77%	0.04%
DOLLAR INDEX	99.9140	-1.53%	-1.26%	1.62%
BITCOIN	63,037.98	-2.88%	4.94%	-28.08%

SEGUNDO TRIMESTRE DE 2026 — RESULTADOS FINANCIEROS

EARNINGS GROWTH

Sector	Pos.	Inline	Neg.	%
S&P 500	246	5	54	57.00%
Materials	16	0	3	41.25%
Industrials	48	0	10	13.55%
Consumer Staples	10	1	2	7.41%
Energy	7	1	2	135.67%
Technology	27	0	3	61.09%
Consumer Discretionary	16	2	11	135.37%
Communications	9	0	2	119.35%
Financials	58	0	6	21.72%
HealthCare	27	0	3	19.82%
Utilities	11	0	7	13.55%
RealEstate	17	1	5	11.31%

SALES GROWTH

Sector	Pos.	Inline	Neg.	%
S&P 500	259	9	37	14.81%
Materials	16	0	3	9.04%
Industrials	52	2	4	10.71%
Consumer Staples	12	0	1	14.35%
Energy	6	0	4	39.09%
Technology	27	0	3	25.31%
Consumer Discretionary	19	1	9	10.53%
Communications	8	0	3	14.76%
Financials	60	1	3	15.55%
HealthCare	29	1	0	6.95%
Utilities	11	3	4	4.27%
RealEstate	19	1	3	12.52%

EARNINGS SURPRISE

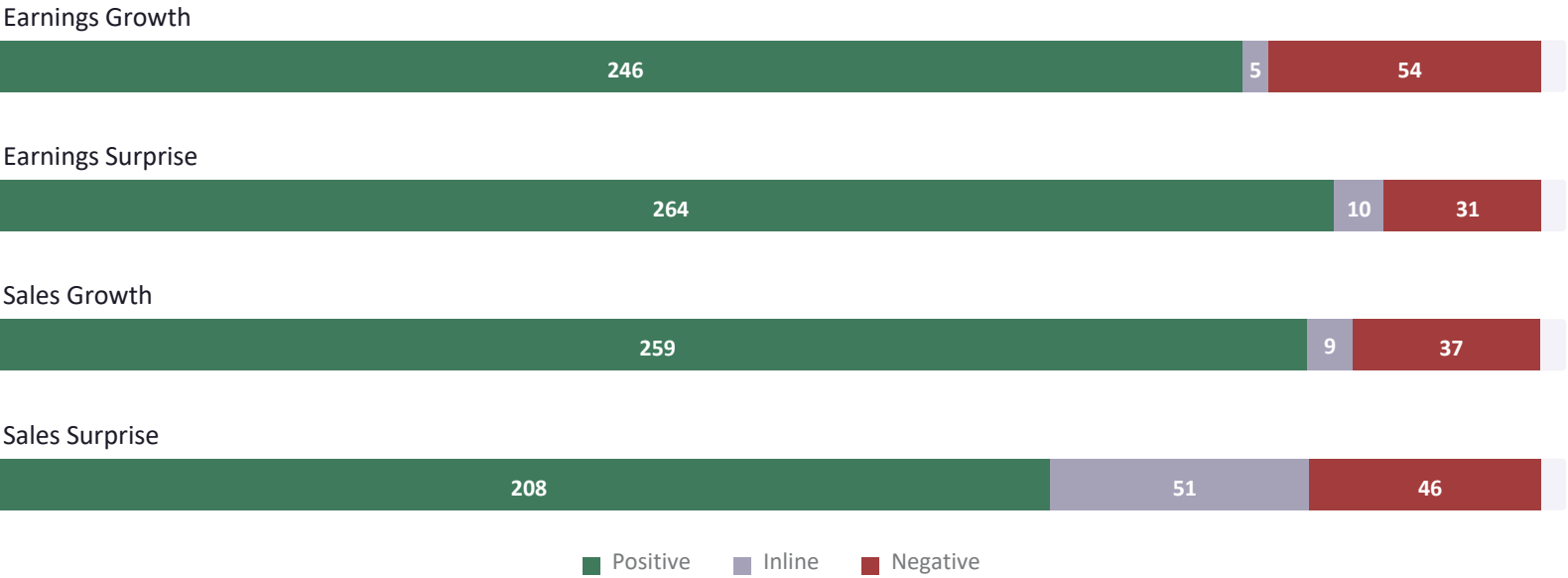
Sector	Pos.	Inline	Neg.	%
S&P 500	264	10	31	31.07%
Materials	16	0	3	6.32%
Industrials	51	2	5	6.22%
Consumer Staples	11	1	1	4.07%
Energy	8	0	2	6.11%
Technology	27	2	1	11.87%
Consumer Discretionary	21	2	6	120.71%
Communications	8	0	3	99.14%
Financials	58	1	5	10.65%
HealthCare	29	0	1	12.13%
Utilities	14	2	2	6.66%
RealEstate	21	0	2	1.85%

SALES SURPRISE

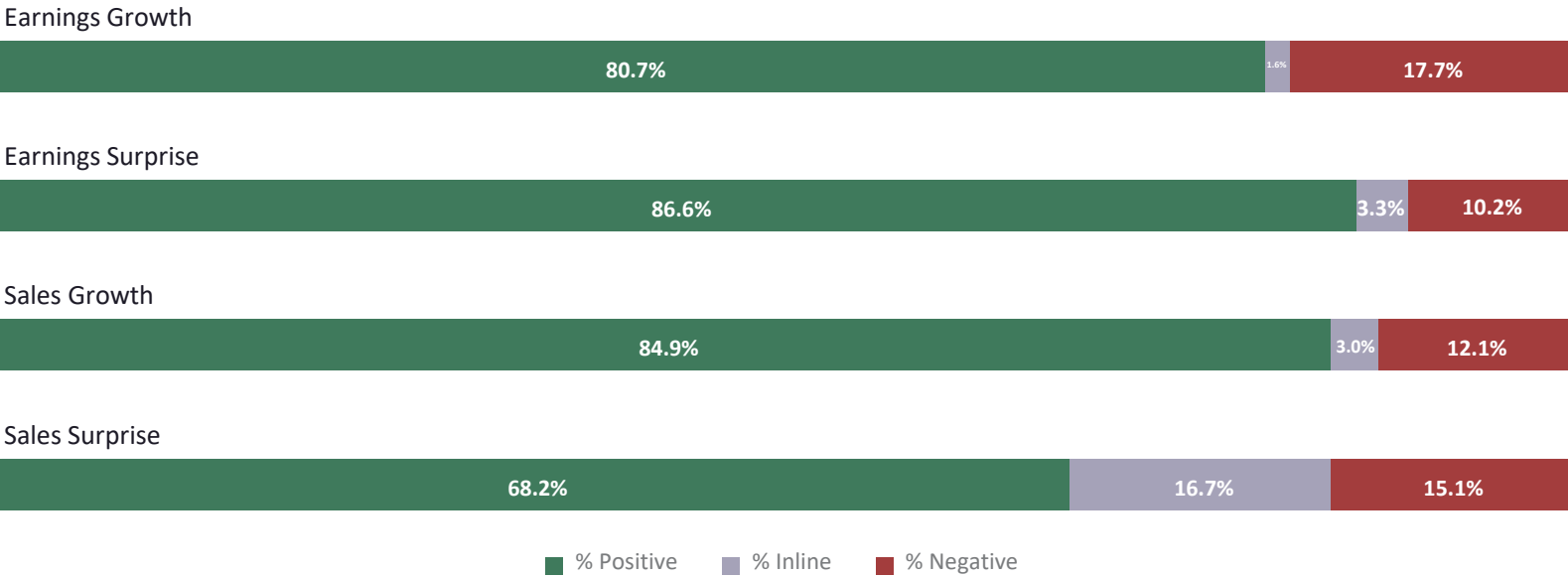
Sector	Pos.	Inline	Neg.	%
S&P 500	208	51	46	3.09%
Materials	13	2	4	1.72%
Industrials	44	7	7	3.23%
Consumer Staples	9	3	1	1.85%
Energy	9	0	1	8.96%
Technology	25	3	2	3.17%
Consumer Discretionary	14	7	8	1.49%
Communications	4	4	3	0.80%
Financials	41	13	10	4.56%
HealthCare	26	4	0	3.02%
Utilities	7	2	9	-1.50%
RealEstate	16	6	1	1.85%

— SEGUNDO TRIMESTRE DE 2026 — RESULTADOS FINANCIEROS

S&P 500 Q2 2026



S&P 500 Q2 2026



TEMPORADA DE RESULTADOS DE LA SEMANA PASADA

Fecha	Empresa	Est. EPS	Est. Rev	Real EPS	Real Rev	Dif. EPS	Dif. Rev
07/28 AM	Boeing	(\$0.28)	\$24.26B	(\$0.76)	\$24.56B	NA	1.2%
07/28 AM	Coca-Cola	\$0.93	\$13.16B	\$0.97	\$13.37B	4.1%	1.7%
07/28 AM	American Tower Corp	\$2.50	\$2.70B	\$2.68	\$2.75B	7.2%	1.7%
07/28 AM	United Parcel Service	\$1.67	\$21.84B	\$1.76	\$22.80B	5.4%	4.4%
07/28 PM	Mondelez International	\$0.68	\$9.20B	\$0.73	\$9.36B	7.2%	1.6%
07/28 PM	Visa Inc.	\$3.23	\$11.40B	\$3.32	\$11.63B	2.7%	2.1%
07/29 AM	Procter & Gamble	\$1.41	\$21.34B	\$1.43	\$21.20B	1.5%	-0.6%
07/29 AM	General Dynamics	\$3.97	\$13.54B	\$4.24	\$14.09B	6.8%	4.1%
07/29 PM	Microsoft	\$4.25	\$87.72B	\$4.74	\$90.01B	11.5%	2.6%
07/29 PM	Meta Platforms	\$7.15	\$60.24B	\$6.18	\$60.80B	-13.5%	0.9%
07/29 PM	Lam Research	\$1.70	\$6.68B	\$1.82	\$6.72B	7.2%	0.6%
07/29 PM	Qualcomm	\$2.22	\$9.62B	\$2.21	\$9.95B	-0.2%	3.4%
07/29 PM	Starbucks	\$0.65	\$9.16B	\$0.85	\$9.32B	31.2%	1.8%
07/30 AM	Southern Co	\$1.01	\$7.20B	\$1.13	\$6.98B	11.7%	-3.1%
07/30 AM	Altria Group	\$1.50	\$5.35B	\$1.48	\$5.36B	-1.1%	0.2%
07/30 AM	Bristol-Myers Squibb	\$1.60	\$11.74B	\$2.04	\$12.97B	27.4%	10.5%
07/30 AM	Mastercard	\$4.77	\$9.08B	\$5.04	\$9.28B	5.6%	2.2%
07/30 PM	Amazon.com	\$1.83	\$197.01B	\$5.75	\$200.61B	214.6%	1.8%
07/30 PM	Apple	\$1.89	\$108.85B	\$2.02	\$109.42B	7.1%	0.5%
07/31 AM	Chevron	\$5.65	\$67.93B	\$6.06	\$70.06B	7.3%	3.1%
07/31 AM	Linde	\$4.49	\$9.01B	\$4.50	\$9.29B	0.3%	3.1%
07/31 AM	ExxonMobil	\$3.54	\$103.10B	\$3.52	\$116.02B	-0.5%	12.5%
07/31 AM	Colgate-Palmolive	\$0.95	\$5.35B	\$0.99	\$5.36B	4.5%	0.2%
07/31 AM	AbbVie	\$3.61	\$16.77B	\$3.65	\$16.99B	1.2%	1.3%

TEMPORADA DE RESULTADOS DE LA PRÓXIMA SEMANA

Fecha	Empresa	ESTIMATE		ACTUAL		DIFFERENCE	
		EPS	Rev	EPS	Rev	EPS	Rev
08/03	Palantir Technologies	\$0.35	\$1.81B				
08/03	Berkshire Hathaway	\$7,499.71	\$94.80B				
08/04	Caterpillar	\$6.17	\$18.13B				
08/04	McDonald's	\$3.33	\$7.12B				
08/04	Merck & Co.	(\$0.23)	\$16.34B				
08/04	Pfizer	\$0.68	\$14.41B				
08/04	Booking Holdings	\$2.42	\$7.18B				
08/04	Advanced Micro Devices	\$1.62	\$11.31B				
08/04	Amgen	\$5.62	\$9.44B				
08/04	Duke Energy	\$1.30	\$7.64B				
08/04	Emerson Electric	\$1.68	\$4.80B				
08/04	Gilead Sciences	(\$7.17)	\$7.40B				
08/05	Walt Disney	\$1.86	\$25.39B				
08/05	Uber Technologies	\$0.84	\$14.24B				
08/05	Honeywell Aerospace	\$2.06	\$4.61B				
08/05	Eli Lilly	\$6.01	\$20.59B				
08/05	CVS Health	\$1.85	\$100.02B				
08/06	ConocoPhillips	\$2.90	\$18.35B				

— VISION DE ACTIVOS DE IN ON CAPITAL

A pesar de nuestra reciente revisión al alza de la estrategia para la renta variable a «Neutral», debido a una mejora de los fundamentos, el mercado se encuentra en una fase de consolidación lateral desde los máximos alcanzados en mayo. Los precios se están consolidando tras un fuerte repunte de tres meses impulsado por el sector de las tecnologías de la información. De hecho, es precisamente este sector el que lidera la consolidación actual, tras haber superado con creces al mercado entre abril y junio, con una rentabilidad del +41 % en solo dos meses. En cualquier caso, la economía está mostrando una gran resiliencia y la creación de empleo se está recuperando con fuerza tras la desaceleración de 2025, lo que nos da confianza en la tendencia a medio plazo. A pesar del riesgo de que se produzcan nuevas presiones sobre los valores de gran capitalización, creemos que el mercado podría verse protegido por una cierta rotación sectorial hacia valores cíclicos y defensivos. Seguimos siendo optimistas a pesar de la actual corrección a corto plazo.

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			

EL TEMA DE LA SEMANA

— Los bancos alcanzan máximos históricos en 2026

En los últimos años, hemos señalado en numerosas ocasiones que el sector bancario está infravalorado y presenta potencial alcista. En concreto, nos referimos a los bancos europeos, que siempre han ido a la zaga de sus homólogos estadounidenses tras la crisis financiera de 2008 debido a los requisitos de capital más estrictos impuestos por los reguladores. Nos mostramos especialmente optimistas con respecto a los bancos europeos a principios de 2025 (véase el informe de febrero de 2025: «¡Los bancos europeos han vuelto!») y hemos ido modificando nuestra visión de «neutral» a «sobreponderar» a lo largo del tiempo. La realidad es que la situación posterior a la COVID-19 ha supuesto, literalmente, un impulso para los bancos, que se han beneficiado de la combinación perfecta entre un ciclo agresivo de subidas de tipos por parte de la Fed (y otros bancos centrales) del 0,25 % al 5,50 % entre 2022 y 2023, un importante aumento de la actividad económica debido a una gran inyección de liquidez por parte de los gobiernos y un mercado alcista eufórico alimentado por esa misma liquidez proporcionada al mercado.

De hecho, desde octubre de 2023 hasta la actualidad, el sector bancario del MSCI ha registrado una impresionante rentabilidad del +160 % (gráfico 1). En los 33 meses transcurridos entre octubre de 2023 y julio de 2026, el 75 % de ellos han cerrado en territorio positivo. Irónicamente, a pesar de este impresionante rendimiento, el sector bancario parece estar apenas iniciando su rendimiento relativo positivo a largo plazo. Si observamos el gráfico relativo, los bancos han salido en 2025 de un mercado bajista relativo de 18 años y se encuentran ahora en una dirección relativa a largo plazo completamente nueva (gráfico 2).



Gráfico 1: MSCI World Bank — gráfico a largo plazo (+150,63 % / +39,75 % anualizado desde 2023)



Gráfico 2: Ratio MSCI Banks frente a MSCI World

EL TEMA DE LA SEMANA

Situación de los bancos estadounidenses frente a los europeos

El sector bancario ha registrado un sólido rendimiento bursátil en 2026, con un aumento del +13,31 % en el índice KBW Bank desde principios de año, lo que supera con creces al sector financiero del S&P 500 en su conjunto, que se sitúa en el +4,37 %. Dentro del índice, la dispersión ha sido amplia. BNY Mellon lidera el grupo de gran capitalización con una rentabilidad del +34,6 %, seguido de PNC Financial (+20,6 %) y U.S. Bancorp (+19,1 %). JPMorgan Chase, el mayor banco de EE. UU. por capitalización bursátil, con aproximadamente 942 000 millones de dólares, ha subido un +9,6 %. Los que claramente se han quedado rezagados son Wells Fargo (-9,4 %) y Capital One (-15,0 %), si bien este último refleja una presión específica en el crédito al consumo más que una tendencia general del sector.

Aunque EE. UU. lidera en 2026 en términos de índices, una perspectiva a más largo plazo muestra una realidad diferente. Los bancos europeos han superado a sus homólogos estadounidenses en todos los horizontes temporales analizados (gráfico 3). La diferencia es más llamativa en el horizonte de cinco años, en el que el índice STOXX Europe 600 Banks (SX7P) registró una rentabilidad del +333,6 % frente al +78,8 % del índice KBW Bank (BKX). El SX7P se sitúa en 12,3 veces los beneficios históricos y 11,6 veces los previstos (2026E), frente a 13,4 veces y 12,9 veces del BKX, y en 1,59 veces la relación precio-valor contable frente a 1,69 veces. La diferencia en los ingresos es lo más destacado: una rentabilidad por dividendo del 4,31 % para los bancos europeos frente al 2,29 % de sus homólogos estadounidenses (gráfico 4).

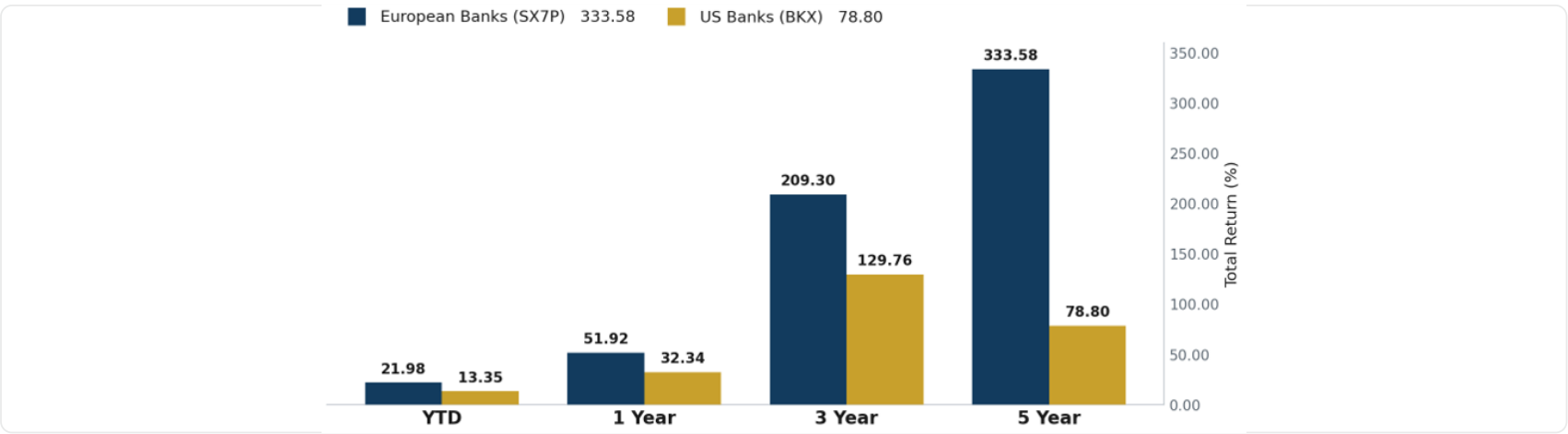


Gráfico 3: Rendimiento total — European Banks (SX7P) vs. US Banks (BKX)

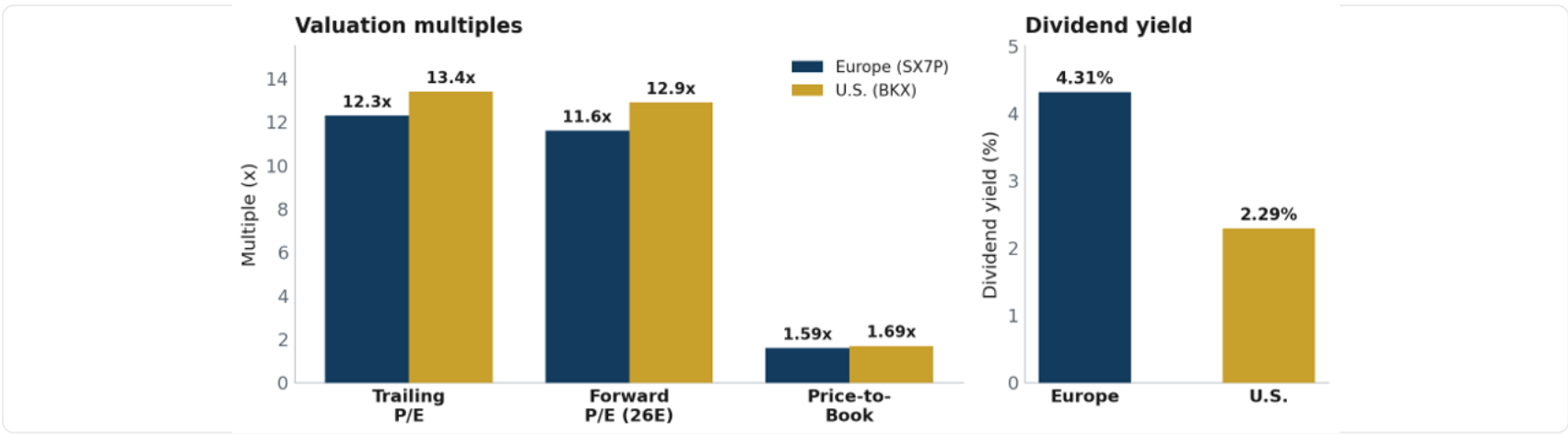


Gráfico 4: Múltiplos de valoración y rentabilidad por dividendo

EL TEMA DE LA SEMANA

— Temporada de resultados del segundo trimestre

El segundo trimestre de 2026 supuso una de las temporadas de resultados bancarios más sólidas que se recuerdan en ambos lados del Atlántico, aunque las dos regiones presentaron situaciones claramente diferentes. Los bancos estadounidenses destacaron por la magnitud de los resultados, impulsados por un extraordinario repunte de la actividad en los mercados de capitales, mientras que los bancos europeos impresionaron por su gestión disciplinada de los costes y una mejora constante de la rentabilidad subyacente (gráfico 5). De los 20 componentes del índice KBW Bank que presentaron resultados, 19 superaron las estimaciones de consenso sobre el beneficio por acción (BPA) —una tasa de superación del 95 %—, con una sorpresa media en el BPA del +12,6 %. JPMorgan Chase marcó la pauta al registrar su mayor beneficio trimestral de la historia: los ingresos por negociación de acciones se dispararon un 86 % interanual hasta 6030 millones de dólares.

Los bancos europeos registraron una temporada sólida, aunque más moderada, ya que 28 de los 33 componentes del índice SX7P que presentaron resultados superaron las estimaciones de BPA —una tasa de superación del 85 %— y registraron una sorpresa media del +6,6 % (gráfico 6). El rendimiento superior se debió principalmente a la disciplina en los costes, a unas pérdidas crediticias inferiores a lo esperado y a la resistencia del margen de interés neto. BNP Paribas lideró el panorama europeo con una sorpresa en el BPA del +27,5 %, seguido de Deutsche Bank (+21,8 %) y Standard Chartered (+18,3 %).

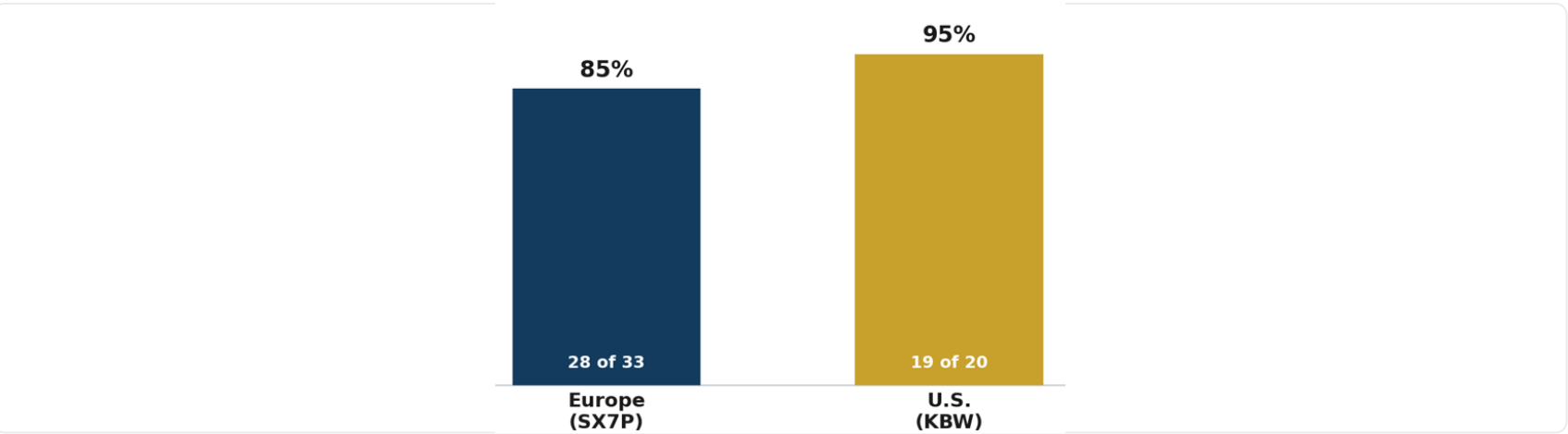


Gráfico 5: Tasa de superación de las previsiones del BPA — Europa (28 de 33) vs. EE. UU. (19 de 20)

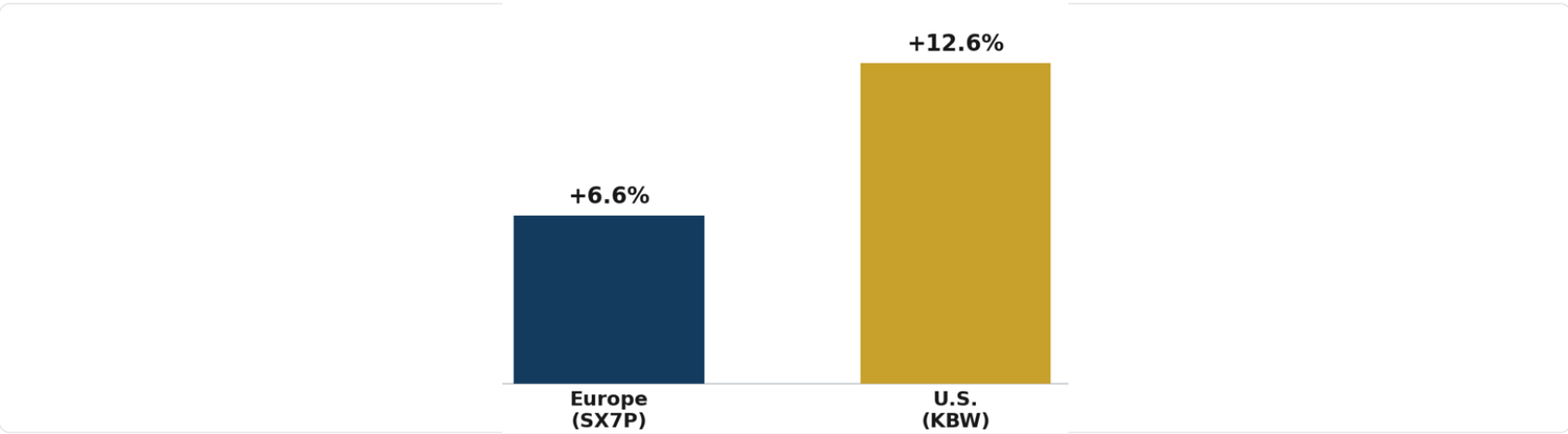


Gráfico 6: Sorpresa media del BPA — Europa +6,6 % vs. EE. UU. +12,6 %

EL TEMA DE LA SEMANA

— Los principales factores que impulsan el beneficio por acción

La principal incógnita para nosotros es comprender de dónde proviene el crecimiento actual del sector y si la tendencia actual podría mantenerse sostenible en los próximos años. Apostamos por una Fed moderada y creemos que los tipos de interés están alcanzando niveles máximos; por lo tanto, es importante que los factores que impulsan el crecimiento no dependan por completo de los ingresos netos por intereses.

Si analizamos la evolución de los cinco principales bancos estadounidenses (JPM + BAC + GS + MS + WFC), se observan tres fases claras (gráfico 7). Entre 2020 y 2021, la banca de inversión fue el motor dominante (+40 % en comisiones). A partir de 2022, los ingresos netos por intereses se convirtieron en el principal motor, pasando de 148 900 millones de dólares en 2020 a 226 600 millones en 2025 (+52,2 %). En la fase actual, desde 2024, la gestión patrimonial se perfila como el segundo motor estructural más potente, pasando de 78 800 millones de dólares en 2020 a 111 700 millones en 2025 (+41,8 %), impulsada por el aumento de los activos bajo gestión y el crecimiento de los servicios de asesoramiento a comisión.

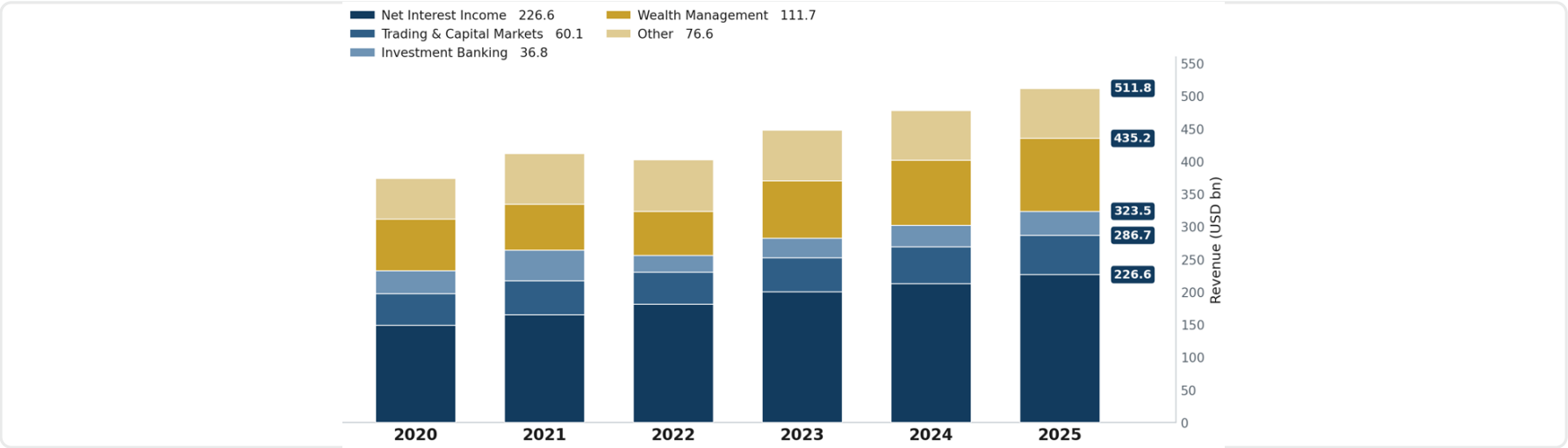


Gráfico 7: Bancos estadounidenses — evolución de los motores de ingresos 2020–2025 (USD bn, JPM + BAC + GS + MS + WFC)

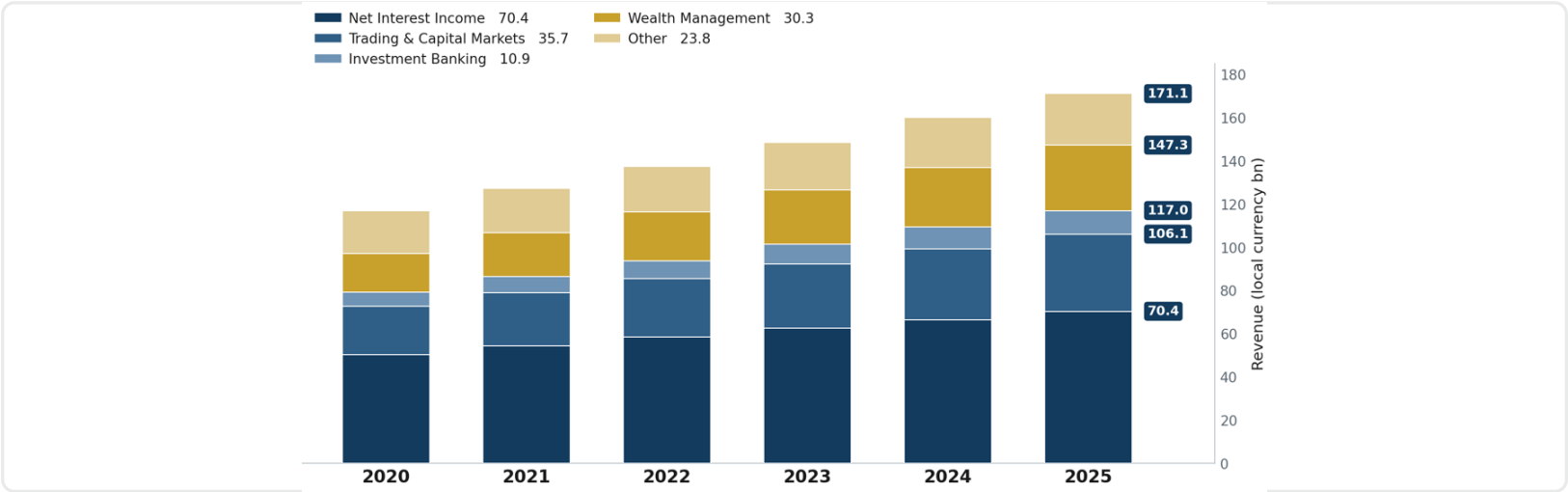


Gráfico 8: Bancos europeos — evolución de los motores de ingresos 2020–2025 (moneda local, bn, BARC + BNP + UBS + UCG + NWG)

EL TEMA DE LA SEMANA

— Los bancos europeos: una imagen más equilibrada

Los cinco principales bancos europeos (BARC + BNP + UBS + UCG + NWG) presentan una imagen más equilibrada (gráfico 8). Los ingresos netos por intereses siguen siendo la mayor partida en términos absolutos, con un crecimiento de 50 200 a 70 400 millones de euros (+40 %); el ciclo de subidas de tipos desde 2022 fue el principal catalizador, especialmente para los bancos del Reino Unido (Barclays, NatWest) y los bancos italianos (UniCredit). Sin embargo, en términos de tasa de crecimiento, la gestión patrimonial ha sido el motor de mayor crecimiento, con un +70,2 % durante el periodo, atribuible casi en su totalidad a UBS, cuya división de Gestión Patrimonial Global pasó de 17 800 a 30 300 millones de dólares. La Negociación y Mercados de Capitales es el segundo motor de crecimiento más rápido (+58,7 %), y la banca de inversión creció un 67,7 % partiendo de una base reducida.

La conclusión general es que el margen de interés neto (NII) fue el principal motor de crecimiento del periodo 2022-2024, consecuencia directa del ciclo de subidas de tipos más agresivo de las últimas cuatro décadas. Sin embargo, a medida que los tipos se estabilizan, la gestión patrimonial está emergiendo como el motor de crecimiento estructural más duradero para ambas regiones, respaldada por el aumento de los activos bajo gestión, el envejecimiento demográfico y el cambio hacia modelos de asesoramiento basados en comisiones. La negociación y la banca de inversión son potentes amplificadores cíclicos, pero su contribución es intrínsecamente volátil.

Driver	2020	2022	2025	Growth 2020→25
Net Interest Income	148.9	181.1	226.6	+52.2%
Wealth Management	78.8	67.7	111.7	+41.8%
Trading & Capital Markets	48.3	48.8	60.1	+24.4%
Investment Banking	35.3	25.9	36.8	+4.2%
Other	62.7	79.0	76.6	+22.2%
Total Revenue	374.1	402.5	511.9	+36.8%

Gráfico 9: Bancos estadounidenses —Evolución de los motores de ingresos.

Driver	2020	2022	2025	Growth 2020→25
Net Interest Income	50.2	58.6	70.4	+40.2%
Trading & Capital Markets	22.5	26.9	35.7	+58.7%
Wealth Management	17.8	22.5	30.3	+70.2%
Investment Banking	6.5	8.3	10.9	+67.7%
Other	29.0	22.1	23.8	-17.9%
Total Revenue	126.1	138.4	171.1	+35.7%

Gráfico10: Bancos europeos —Evolución de los motores de ingresos.

EL TEMA DE LA SEMANA

— ¿Sigue siendo atractivo el sector?

A pesar de que los fundamentales y las previsiones de crecimiento son aceptables para el sector, la principal incógnita sigue siendo la valoración actual. Los ratios P/B actuales se sitúan en 1,70x y 1,52x para los bancos estadounidenses y europeos, respectivamente, cuando en 2022-2023 eran de solo 0,80x y 0,50x. Si hace tres o cuatro años las valoraciones eran una clara señal de «COMPRAR», el sector ha multiplicado esos niveles por dos en el caso de los bancos estadounidenses y por tres en el de los europeos. **Si comparamos estos niveles con los de los últimos diez años, los bancos estadounidenses cotizan con una prima del 36 % respecto a su media de los últimos diez años, mientras que los bancos europeos lo hacen con una prima del 102 % respecto a la misma media** (gráfico 11). Cabe destacar que los bancos europeos han estado en fase de reestructuración durante los últimos 15 años, razón por la cual su media de los últimos 10 años es extremadamente baja. **Por este motivo, es importante comparar la valoración actual con un periodo de tiempo más amplio, lo que nos indica que el sector sigue, efectivamente, en una situación de prima, pero que, de alguna manera, se está acercando al nivel observado antes de la crisis financiera** (gráfico 12).

CONCLUSIÓN

Por mucho que el periodo posterior a la COVID haya supuesto un fuerte impulso para los bancos y que el panorama técnico a largo plazo parezca muy positivo, mantendríamos una actitud táctica cautelosa en este momento de cara a los próximos meses. Si bien el escenario base para 2026 es un crecimiento lento pero estable, los riesgos a la baja siguen siendo elevados de cara al segundo semestre, centrados en las tensiones geopolíticas, la trayectoria de los tipos de interés y los posibles cambios normativos. Tras un repunte tan fuerte del 160 % desde 2023 y con los precios alcanzando máximos históricos, preferimos de alguna manera mantenernos al margen a corto plazo y conservar nuestra visión «Neutral», en lugar de apostar por una mejora inmediata de la calificación. En cualquier caso, mantenemos el sector en nuestro radar para una futura mejora de la calificación en caso de que los precios entren en una corrección a corto plazo y alcancen niveles más adecuados.



Gráfico 11: Ratio P/B a 10 años — EE. UU. (1,70x vs. 1,25x); Europa (1,52x vs. 0,75x)



Gráfico 12: Ratio P/B a 25 años — EE. UU. (1,70x vs. 1,35x); Europa (1,52x vs. 1,01x)

— AVISO LEGAL

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.