

Global Weekly Report #57

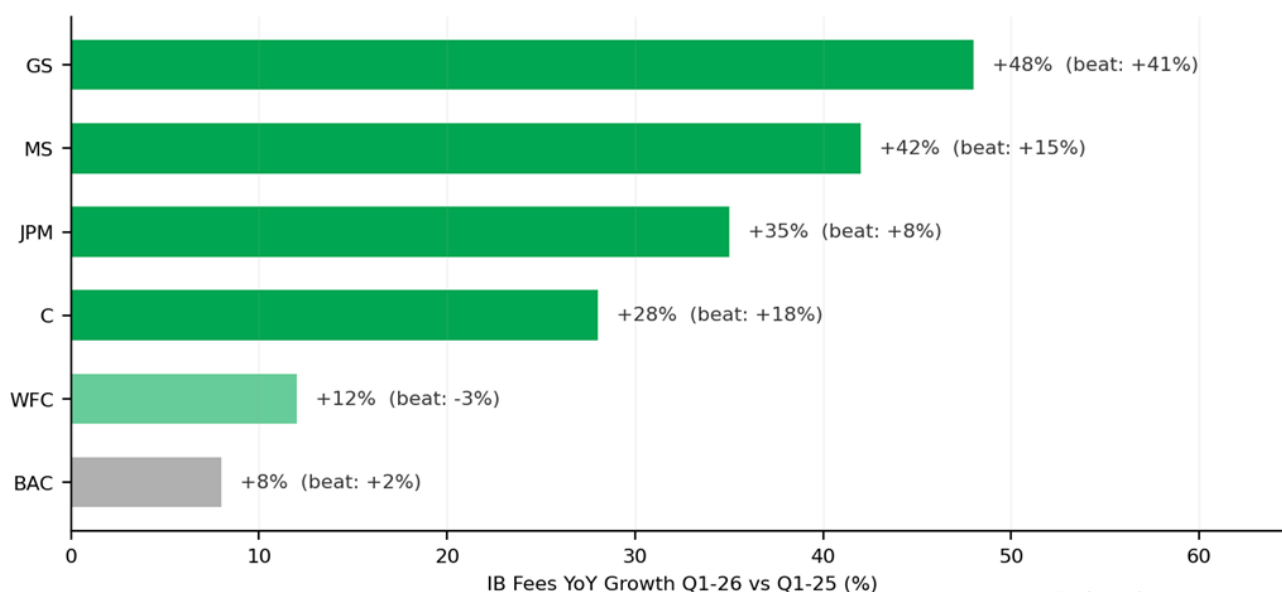
Los Bancos Confirman, el Mercado se Adelanta

Los bancos validaron la tesis con más fuerza de la esperada

La temporada de earnings de los grandes bancos americanos arrancó esta semana y en 48 horas destruyó el escenario prudente que el consenso había construido. El trimestre no se trata solo de cuánto ganaron — se trata de qué está pagando ahora que no pagaba hace doce meses. La respuesta corta: capital markets, advisory, y prime brokerage. La respuesta larga requiere desmenuzar nombre por nombre porque la dispersión dentro del sector es la más grande del año.

Goldman Sachs (GS) reportó un EPS de USD 17,55 contra un consenso de USD 12,40, un beat de 41% que no tenía precedente desde el Q4 2020. El revenue trimestral de USD 17,23 mil millones creció 12% YoY y el ROE anualizado tocó 19,8%. El motor fue Global Banking & Markets: Investment Banking fees +48% YoY a USD 2,84 mil millones, y dentro de ese bucket la línea de advisory (M&A) se disparó +89% YoY a USD 1,5 mil millones. La franquicia Equities marcó revenue récord de USD 5,33 mil millones (+27% YoY), impulsada por prime brokerage y matching en cash equities. La única cicatriz fue FICC, con revenue -10% YoY, aunque partiendo de una base comparativa fuerte del Q1 2025.

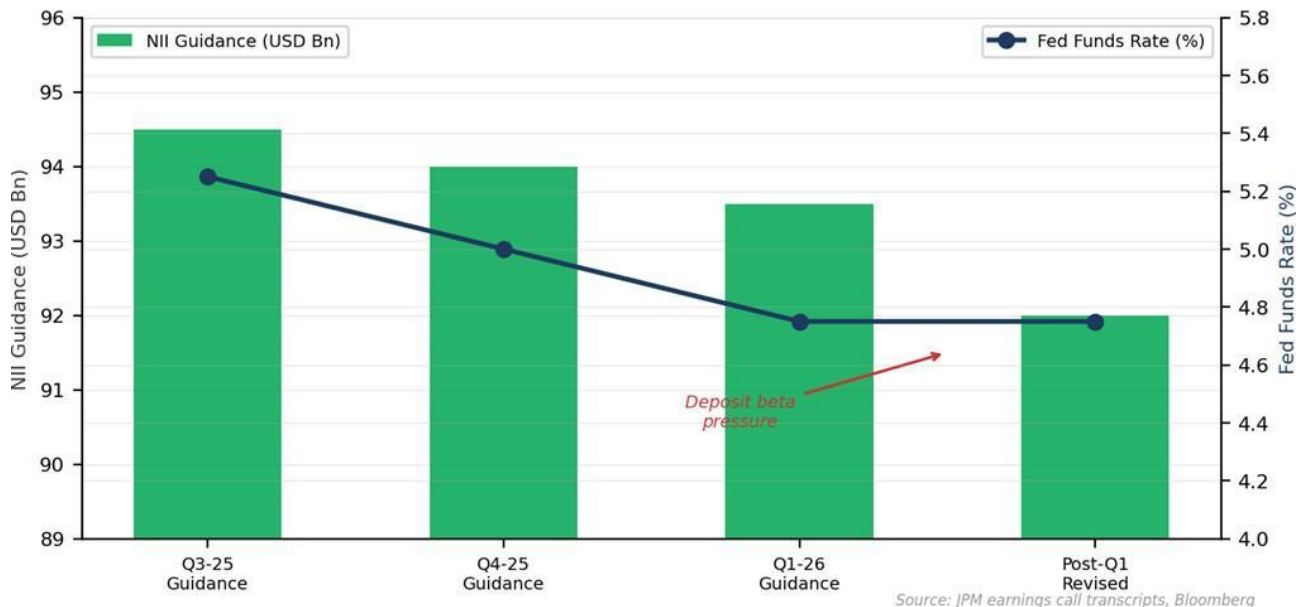
CAPITAL MARKETS YOY POR BANCO



JPMorgan (JPM) consolidó el mensaje desde el lado del universal bank: net income récord trimestral de USD 16,5 mil millones, trading revenue récord de USD 11,6 mil millones (+20% YoY), y managed revenue de USD 48 mil millones. Pero Dimon acompañó la foto con un trim en la guía anual de NII, de ~USD 94 mil millones a ~USD 92 mil millones, lo que los analistas de venta bautizaron rápidamente como "beat and retreat". La lectura correcta no es que JPM esté preocupado por el entorno, sino que el deposit beta está subiendo más rápido de lo modelado: los clientes comerciales y retail exigen mejores tasas para retener depósitos, y eso comprime el margen de interés neto incluso con la Fed en pausa. En otras palabras, los bancos están trasladando a los depositantes una proporción creciente de cada suba de tasa, más rápido de lo que sus modelos internos proyectaban — y eso erosiona el NII aun sin que la Fed se mueva.

Dimon también subrayó un deterioro marginal en tarjetas de crédito – net charge-off rate en 3,35% vs 3,12% Q4, todavía dentro de banda histórica pero con dirección. El consumer credit empieza a ser un leading indicator a monitorear, no todavía a preocuparse.

JPM NET INTEREST INCOME — GUIDANCE EVOLUTION 2025-26



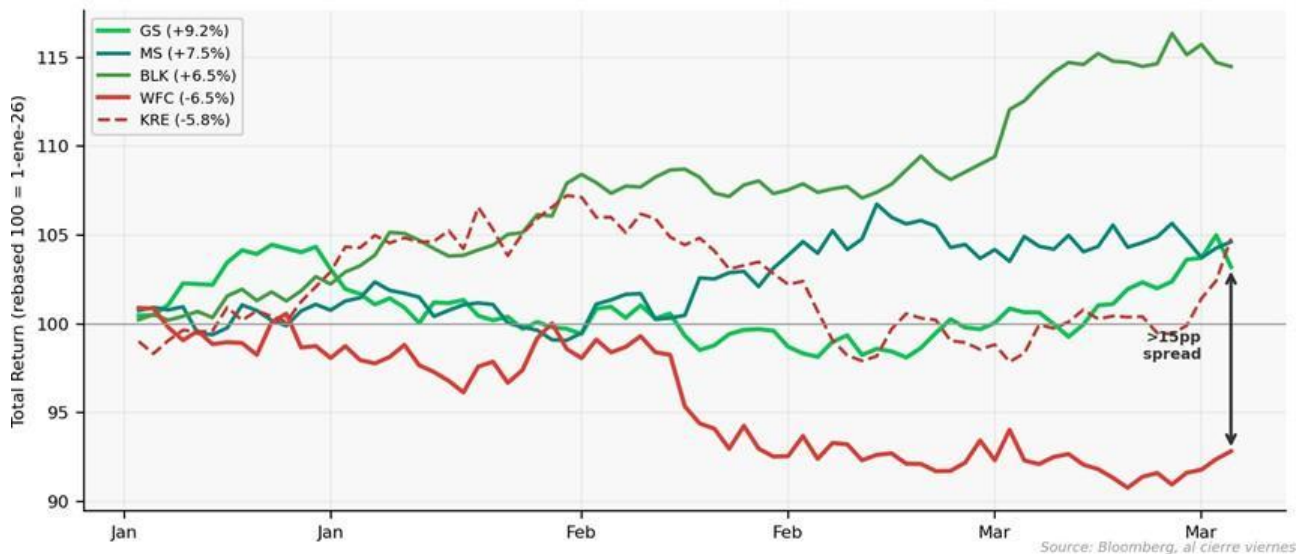
Citigroup (C) fue la sorpresa positiva del trimestre con la mejor revenue trimestral de la década y un salto de 42% en net income a USD 3,4 mil millones, confirmando que la reestructuración "Bora Bora" que Jane Fraser ejecuta desde 2024 por fin muestra tracción medible. Markets (+23% YoY equities; +7% fixed income), Services (+11% YoY), y Wealth (+24% YoY en revenue). El guidance de eficiencia apunta a un cost ratio de 62% en 2026 vs 67% 2024 – un delta que cambia el caso de inversión entero.

BlackRock (BLK) ratificó la tesis de plataforma única public + private post-adquisiciones de GIP (infraestructura) y HPS (crédito privado). AUM cerró el trimestre en USD 12,7 trillones, nuevo máximo histórico, con net inflows de USD 210 mil millones. Pero el dato fino es que el mix cambió: la flow en productos privados creció 35% YoY, mientras que la flow en ETFs creció 18% YoY. BlackRock está dejando de ser "la fábrica de índices más grande del mundo" para ser "la plataforma de asset management más grande del mundo", y eso tiene implicancias en múltiplo: el fee rate blended está subiendo por primera vez en una década, cortando la tesis de compresión estructural de fees que deprimía al nombre desde 2018.

Wells Fargo (WFC) cumplió el rol de rezagado: NII plano, loan growth tibio (+1,2% YoY). El nombre es un short relativo dentro del sector – catalizadores positivos ejecutados y los negativos (exposición a préstamos inmobiliarios comerciales regionales, competencia de depósitos) están activos.



DISPERSIÓN YTD 2026 — CAPITAL MARKETS VS. BANCA TRADICIONAL



Una lectura macro del Q1 bancario

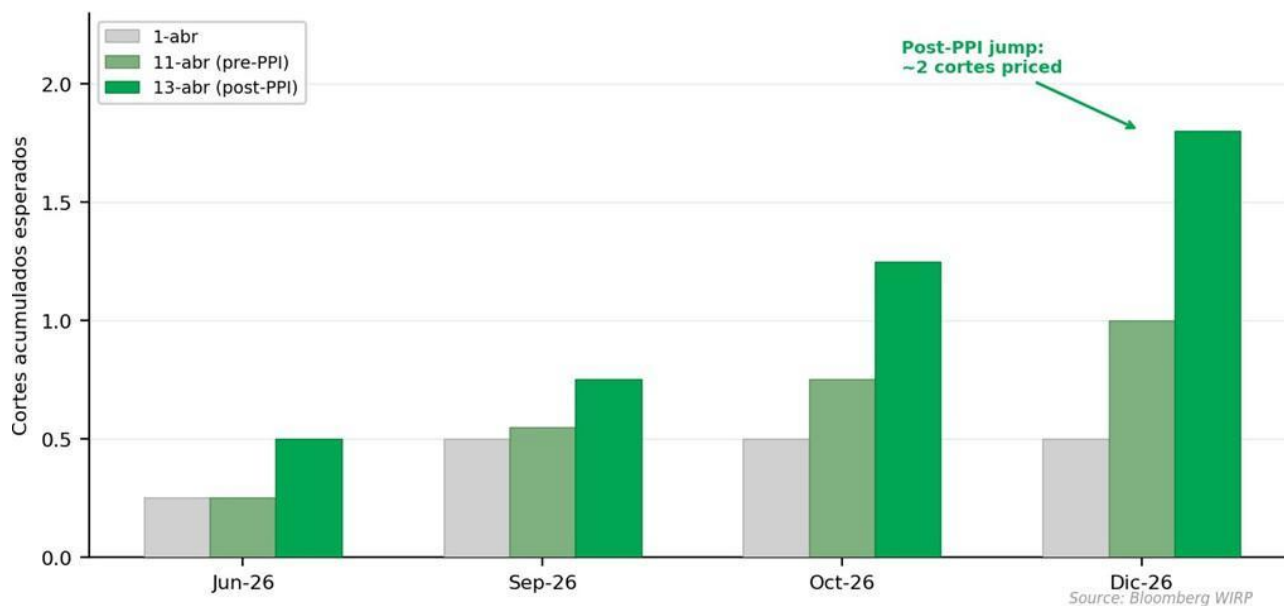
Leídos en conjunto, los cinco reportes cuentan una historia coherente que excede al sector. Primero, el ciclo de M&A no es un rebote coyuntural — es estructural. El pipeline global de deals en manos de los IB lead managers supera los USD 1,6 trillones al cierre de marzo, el número más alto desde Q2 2021. La conclusión práctica es que los fees de advisory pagan durante 18-24 meses con alta visibilidad, no 3-6 meses como asume el consenso.

Segundo, la foto del consumidor americano es más benigna en niveles agregados que lo que aparece en la conversación política cotidiana. Delinuencias subiendo marginalmente, pero ingresos disponibles subieron 3,6% YoY. No vemos deterioro de capacidad de pago; vemos normalización post-exceso de ahorro COVID.

Tercero, el PPI de marzo (+0,5% MoM headline vs +1,2% consenso; core +0,1% MoM) validó que el shock de CPI de la semana previa fue al menos parcialmente un evento puntual de energía. Los Fed funds futuros pasaron de pricing 1 corte a 2 cortes con 67% de probabilidad acumulada antes de diciembre. El UST 10Y cedió 10 bps hacia 4,22%. Esto confirma que la Fed tiene margen para cortar si los datos lo permiten — y es particularmente constructivo para el crédito IG de duration media.



FED FUNDS FUTURES — PROBABILIDAD IMPLÍCITA DE CORTES 2026

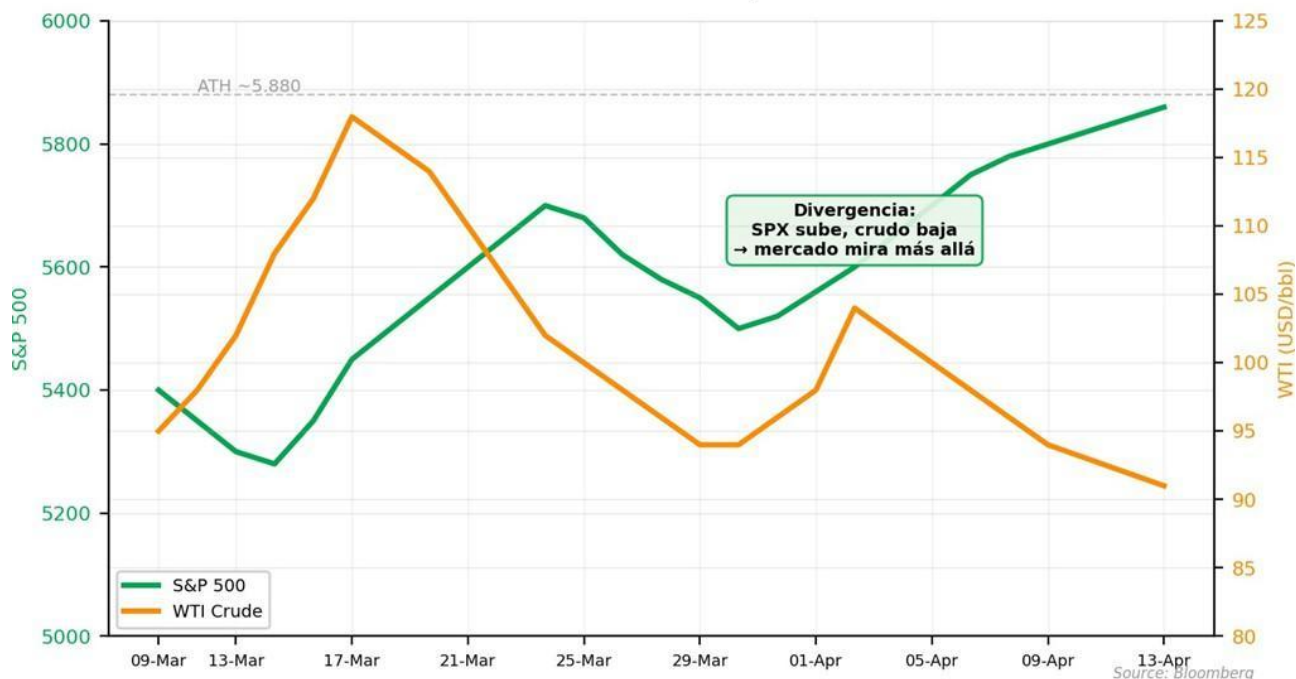


El mercado mira más allá de la guerra - sin un fin formal al conflicto

El dato más elocuente de la semana no vino de un earnings call ni de un print macro, sino de la divergencia entre dos precios. El S&P 500 se acerca a máximos históricos mientras el WTI cede hasta ~USD 91 — un nivel que el mercado no veía desde antes del pico de marzo. La lectura es que Wall Street está mirando más allá del conflicto de Hormuz. Pero mirando más allá no es lo mismo que celebrando una resolución. No hay sello diplomático. No hay acuerdo formal. Lo que hay es un mercado que decidió que la probabilidad ponderada del escenario de escalada ya no justifica el pricing de emergencia.

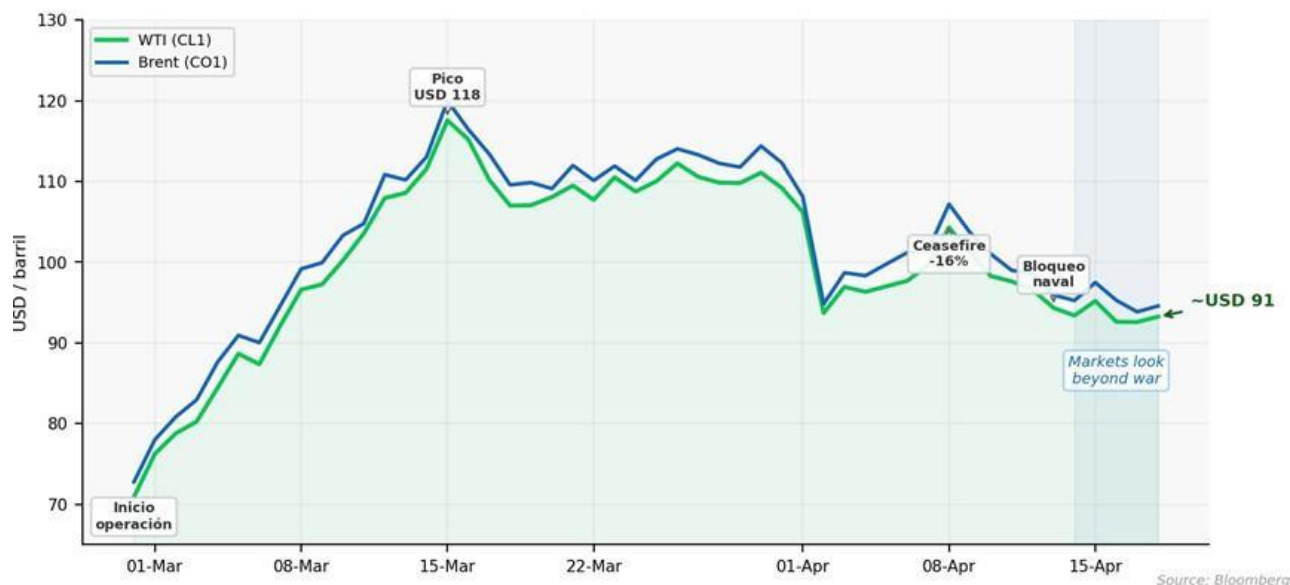


S&P 500 VS. WTI — LA DIVERGENCIA QUE CUENTA LA HISTORIA



La secuencia fue rápida. El alto al fuego del 8-abr llevó el WTI de USD 112 a USD 94 en una sola sesión (-16%). La ruptura del 12-abr y el bloqueo naval del 13-abr lo devolvieron brevemente a USD 104. Pero en lugar de consolidar en tres dígitos como esperaba el consenso, el crudo cedió día a día hasta ~USD 91, reflejando que el mercado de futuros ya descuenta una resolución implícita del conflicto incluso en ausencia de confirmación oficial. El Brent acompañó la dinámica con un discount vs WTI que se comprimió a mínimos del episodio.

WTI Y BRENT — DEL PICO DE GUERRA A LA DEESCALADA IMPLÍCITA

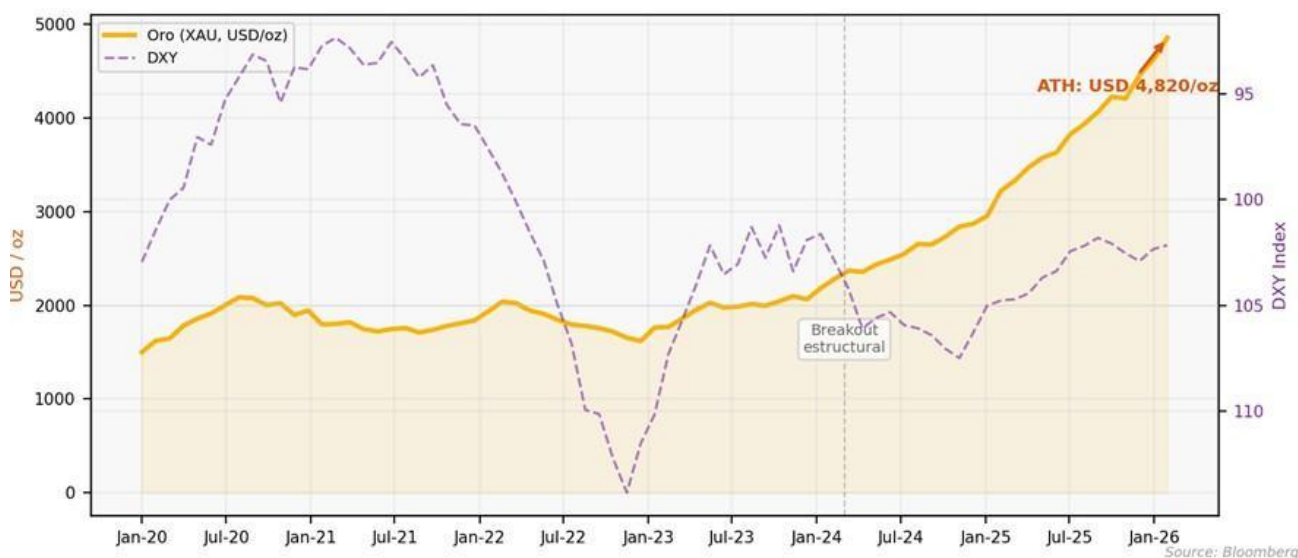


Esta divergencia entre equities y crudo cuenta la historia central de la semana: los earnings proporcionaron el piso de confianza que el mercado necesitaba para empezar a descontar un escenario post-conflicto, aún sin tenerlo confirmado. Cuando GS reporta un beat del 41%, JPM marca trading récord, y Citi entrega la mejor revenue de la década, el mensaje del sector privado es más fuerte que cualquier headline geopolítico. El mercado votó con los precios: prefiere comprar calidad corporativa que pagar la prima de miedo.

No obstante, la ausencia de una firma formal introduce una asimetría que no podemos ignorar. El riesgo de cola sigue activo: un error de cálculo militar (un barco atacado, un misil fuera de parámetros, un ataque a infraestructura saudí) reactivaría la prima de riesgo de golpe. El consenso institucional asigna ~15% de probabilidad a un escenario de escalada material en los próximos 60 días — un número que bajó desde el 27% de la semana previa pero que sigue siendo demasiado alto para ignorar. El crudo a 91 dice "probable resolución"; el nivel de probabilidad dice "no confirmada". Nuestro posicionamiento tiene que reflejar ambas señales.

El oro tocó USD 4.820/oz esta semana, nuevo máximo histórico absoluto. Esto no contradice la tesis de desescalada — al contrario, la complementa. El oro está funcionando como hedge dual: sube con el dovish repricing de la Fed (post-PPI benigno, 2 cortes priceados) y sube con la fragmentación geopolítica estructural que no se resuelve con un alto al fuego táctico. Es la primera vez en el ciclo que ambos canales operan simultáneamente.

ORO — BREAKOUT ESTRUCTURAL 2020-2026



Implicancias y cambios de allocation

La estrategia dominante en este contexto es una construcción tipo barbell: en vez de comprar el índice sectorial (que promedia ganadores con perdedores), se concentra peso en los dos extremos del espectro. La pata larga — lo que compramos — son activos de alta calidad que capturan el ciclo de capital markets (GS, BLK, MS) y activos de cobertura que pagan si la geopolítica escala (CVX, oro). La pata corta — contra lo que apostamos — son los nombres más débiles del mismo sector: en este caso Wells Fargo y los bancos regionales (KRE), que por su exposición a CRE, su NII comprimido y la falta de catalizadores positivos, son los candidatos naturales para financiar la posición. La ganancia viene de la diferencia entre ambas puntas, no del movimiento del mercado en general. Se evita el medio genérico que no ofrece ni protección ni upside



diferencial. En la práctica, esto significa que la selección dentro de cada sector importa más que la decisión de estar o no estar en el sector.

Conclusión

La semana dejó una foto nítida. Los bancos americanos publicaron el mejor trimestre desde 2021, con dispersión intra-sector en niveles de 2020 y un ciclo de capital markets que se extiende con horizonte de 18-24 meses. El PPI benigno reabrió la puerta dovish de la Fed. Y el mercado, sin esperar un sello diplomático que todavía no existe, empezó a pricear un mundo post-Hormuz: el S&P superó máximos históricos mientras el crudo cede hacia los \$90.

La tesis central de esta semana no es que la guerra terminó — es que los precios decidieron que va a terminar. Hay una diferencia enorme entre ambas afirmaciones. La primera es un hecho verificable; la segunda es una apuesta del mercado que puede ser correcta o puede ser prematura. Nuestro trabajo no es predecir cuál de las dos prevalece, sino construir un portafolio que pague en ambos escenarios: largo calidad en capital markets, largo oro como hedge dual, duration media USD aprovechando la ventana dovish, energía neutral con sesgo largo como cobertura de cola, y hedges asimétricos para el caso en que el mercado se equivoque sobre la resolución.



Gianluca Piazza**Portfolio Management Analyst****Departamento de Research & Estrategia de Inviu**research@inviu.com.uy

DISCLAIMER: Este material es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Inviu y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Inviu. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes uruguayas. Inviu Uruguay Agente de Valores S.A., inscripto como Agente de Valores ante el Banco Central del Uruguay bajo el número 4231.

