

### Autor



Ross Cartwright  
Estratega jefe,  
Grupo de soluciones de inversión

### En resumen

- Una historia con dos calendarios: líderes del mercado opuestos desde los mínimos de agosto frente al máximo de julio
- La erosión de los beneficios de las tecnológicas del segmento de gran capitalización y la realidad de las valoraciones
- Evolución histórica de la composición del mercado

### Sectores defensivos: los discretos líderes del mercado

La recuperación desde el mínimo del 5 de agosto ha estado liderada por el hardware tecnológico y los sectores de mayor beta, como los viajes y el ocio, los productos de consumo y los automóviles. Sin embargo, si nos remontamos al máximo alcanzado el 16 de julio, el mercado sugiere una realidad diferente. Los sectores más defensivos, como el tabaco, la sanidad, la venta minorista de alimentación, el sector inmobiliario y los servicios públicos fueron los que capearon la rotación y lideran ahora el mercado.

Nuestra opinión es que no se trata únicamente de un cambio en las perspectivas del mercado, es decir, que los inversores de renta variable muestren una mayor prudencia y prioricen los sectores defensivos. Más bien, se trata de una combinación de unas expectativas menos halagüeñas sobre la rentabilidad del gasto en inversión en IA y las acciones de los bancos centrales de todo el mundo (excepto Japón), que están recortando los tipos o indicando su intención de hacerlo pronto. Los valores relacionados con la IA y de mayor beta no han vuelto a marcar sus máximos, si bien los valores de alto rendimiento, que también han tendido a ser defensivos, están beneficiándose de la creencia de que el ciclo de tipos ha cambiado.

En nuestra opinión, un entorno de tipos de interés más bajos deberían constituir un factor favorable para los valores de mayor rendimiento si el descenso de los tipos forma parte de un proceso de normalización de la política, no de una respuesta a un rápido deterioro del crecimiento económico o a un aumento del desempleo. Y estos son los motivos:

- Estas acciones ofrecerían un rendimiento cada vez más atractivo en relación con la caída de los rendimientos de los bonos.
- Un aterrizaje suave podría inspirar una mayor amplitud del mercado y un respaldo en materia de beneficios.
- Una desaceleración moderada reduciría la probabilidad de recortes de dividendos.
- Muchos de estos valores se han pasado por alto y ahora ofrecen valoraciones atractivas.



Los valores de mayor rendimiento también han tendido a ser acciones de valor, además de representar un motor de la rentabilidad del factor valor durante el mes anterior. El descenso de los tipos en un entorno de crecimiento estable puede seguir sustentando los valores de mayor rendimiento y los sectores sensibles a los tipos de interés. Puede que la Reserva Federal de EE. UU. tenga que ser más ambiciosa a la hora de recortar los tipos para estimular el crecimiento, lo que favorecería aún más los rendimientos, no por temor a una recesión, sino porque la economía estadounidense ha demostrado en los últimos años que no es muy sensible a los tipos de interés. Muchos de los mismos motivos por los que el ciclo de tipos no afectó gravemente a la economía en su fase alcista deberían aplicarse en gran medida en su fase bajista.

### **El dominio de las tecnológicas de la megacapitalización se desvanece a medida que se extienden los beneficios**

Los múltiplos precio-beneficio (PE) se han revalorizado tras el susto del crecimiento de finales de julio y creemos que es improbable que la compensación entre el crecimiento del PIB y la inflación mejore sustancialmente. Los informes de resultados del segundo trimestre pusieron de relieve cómo se expanden los beneficios y los márgenes. Como consecuencia, cabe esperar que ya no se dependa tanto de algunas empresas tecnológicas del segmento de megacapitalización para impulsar el crecimiento de los beneficios. Aunque el sector tecnológico sigue contando con los márgenes más elevados, se perfila como uno de los pocos que ha sufrido un descenso de estos en los dos últimos trimestres, mientras que en el resto del S&P 500 han mejorado.

El PER a plazo del índice S&P 500 es de 23,6 veces, a 1 de septiembre de 2024, una cifra muy por encima de su media de los últimos 35 años, de 17,7 veces.<sup>1</sup> Desde nuestro punto de vista, el mercado está descontando un aterrizaje suave. Esta opinión se ve respaldada por la previsión general de un crecimiento del BPA del 15% el próximo año, más del doble de la media a largo plazo del 7%.<sup>2</sup>

Ante la posibilidad de que el crecimiento del PIB estadounidense se ralentice el año que viene, creemos que las expectativas de beneficios deben moderarse y que no hay mucho recorrido al alza, teniendo en cuenta tanto las valoraciones como las elevadas expectativas de beneficios. La caída de los tipos puede ayudar, pero quizá no tanto como se espera... o se desea. No cabe duda de que algunos sectores, como ya hemos señalado, salen beneficiados, pero en gran medida dependerá de cada empresa y de su perfil de deuda, saldo de tesorería y repercusión de los tipos en sus clientes finales.

Tomemos el ejemplo de Walmart. El trimestre pasado obtuvo unos buenos resultados y las acciones se han comportado muy bien. Todo ello se interpretó, en general, como una señal de que el consumo goza de buena salud, a pesar de los focos de debilidad evidentes en la población más joven y las rentas más bajas. Sin embargo, podría verse de otra manera: Walmart vende principalmente artículos de primera necesidad, bienes que consumimos habitualmente, y este gasto no suele mostrar una gran volatilidad, incluso cuando la economía se debilita. Así pues, ¿es posible que el gasto de los consumidores en Walmart sea un signo de debilidad, no de fortaleza, ya que parte de la reciente fortaleza de sus ventas se debe a que los compradores más acomodados han pasado de comercios minoristas más caros a otros más baratos?

Lo habitual es que los mercados de renta variable crezcan en consonancia con sus beneficios. Los mercados de renta fija ya han caído por las expectativas de recortes de tipos y no hemos observado ninguna recuperación en el sector de la vivienda ni en las solicitudes de hipotecas, lo que respalda nuestra opinión de que no estamos en un entorno de propensión al riesgo. Sin embargo, la mejora del mercado laboral cambiaría estas perspectivas. A corto plazo, seguimos prefiriendo las acciones de gran capitalización, mayor calidad y defensivas.



### Para reflexionar: cambios en la composición del mercado

Como inversores, a menudo miramos hacia atrás para informarnos sobre lo que puede ocurrir en el futuro. Una forma habitual de análisis consiste en analizar un acontecimiento concreto para saber qué cabe esperar si este se repitiera. Aunque puede ser un ejercicio útil, hay que ser prudente en cuanto a los factores que llevan al acontecimiento y cómo ha cambiado la composición del mercado de renta variable con el tiempo.

El S&P 500, tal y como lo conocemos, no existía antes de 1988. El índice se creó en 1923, pero pasó de 90 valores a 500 en 1957. En un principio, el índice incluía exactamente 425 empresas industriales, 25 ferroviarias y 50 de servicios públicos. En 1976 se añadieron 40 valores financieros y los grupos de industria, transporte y servicios públicos se redujeron a 400, 20 y 40, respectivamente. En 1988, Standard and Poor's eliminó los sectores fijos, con el objetivo de lograr una cartera diversificada y representativa de todos los valores que cotizan en los mercados estadounidenses. En julio de 2002, se eliminaron todas las empresas con sede en el extranjero, que en aquel momento representaban el 1,3% de la capitalización bursátil del índice, y fueron sustituidas por empresas con sede en EE. UU.<sup>3</sup>

El Global Industry Classification Standard (GICS®) fue desarrollado por MSCI y Standard & Poor's en 1999.<sup>4</sup> Por lo tanto, todos los datos de los sectores GICS anteriores a 1999 se han rellenado posteriormente. El auge de los valores de la megacapitalización también ha modificado la composición de los índices de referencia. Estos dominan los resultados de sus respectivos sectores y, debido a su volumen, sesgan las características de los índices de referencia. A título de ejemplo, los sectores cíclicos tradicionales, como las finanzas, la industria, la energía y los materiales, se han reducido a la mitad y han pasado de representar aproximadamente el 60% del índice a principios de los años 80 a menos del 30% en la actualidad.<sup>5</sup> A la hora de evaluar la rentabilidad histórica de los índices, creemos que los inversores deben tener en cuenta lo mucho que ha cambiado el índice de referencia a la hora de decidir la probabilidad de que la historia se repita. ▲

### Notas

<sup>1</sup> Bloomberg, 1 de septiembre de 2024.

<sup>2</sup> Morgan Stanley.

<sup>3</sup> «The Long-Term Returns on the Original S&P 500 Firms», Jeremy J. Siegel y Jeremy D. Schwartz.

<sup>4</sup> MSCI: preguntas frecuentes sobre el GICS.

<sup>5</sup> Piper Sandler.

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

Fuente de los datos de índices: MSCI. MSCI no ofrece garantía o declaración alguna, ni expresa ni implícita, y no asumirá responsabilidad alguna en relación con cualesquiera datos de MSCI incluidos en el presente documento. Los datos de MSCI no pueden redistribuirse ni emplearse como base para otros índices, ni para ningún valor o producto financiero. MSCI no ha aprobado, revisado ni elaborado el presente informe.

«Standard & Poor's®» y «S&P®» son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC («S&P») y Dow Jones es una marca registrada de Dow Jones Trademark Holdings LLC («Dow Jones»); S&P Dow Jones Indices LLC cuenta con la debida licencia para la utilización de estas marcas registradas, y MFS dispone de la adecuada sublicencia para determinados fines. El índice S&P 500® es un producto de S&P Dow Jones Indices LLC, y MFS cuenta con la debida licencia para su utilización. Ni S&P Dow Jones Indices LLC, ni Dow Jones, ni S&P ni sus respectivas entidades afiliadas patrocinan, avalan, venden o promocionan los productos de MFS. S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P y sus respectivas entidades afiliadas tampoco ofrecen garantía alguna respecto de la conveniencia de invertir en tales productos.

El **índice S&P 500** mide el mercado global de renta variable estadounidense. No se puede invertir directamente en un índice.

La información que se recoge anteriormente, así como las empresas y/o los valores individuales que se mencionan no deben interpretarse como asesoramiento de inversión, recomendaciones de compra o venta ni como indicación de intención de negociación en nombre de cualquier producto de inversión de MFS.



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

La diversificación no garantiza la obtención de beneficios ni la protección frente a pérdidas.

### **DIVULGACIÓN PÚBLICA**

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

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