

# Las enseñanzas de los beneficios: ¿por qué lo ocurrido en el pasado en el índice EAFE nos deja lecciones para el futuro?

## Autor



Robert M. Almeida  
Gestor de carteras y  
estratega de inversión mundial

## En resumen

- Los analistas de mercado suelen subrayar que la última ocasión en la que el índice MSCI EAFE rindió más que el S&P 500 fue antes de la crisis financiera mundial. Aunque esta información es precisa, no resulta útil.
- La rentabilidad va de la mano de los beneficios.
- La nueva era de mayor gasto e incremento de los precios está sentando las bases de un nuevo paradigma de rentabilidad superior del EAFE.

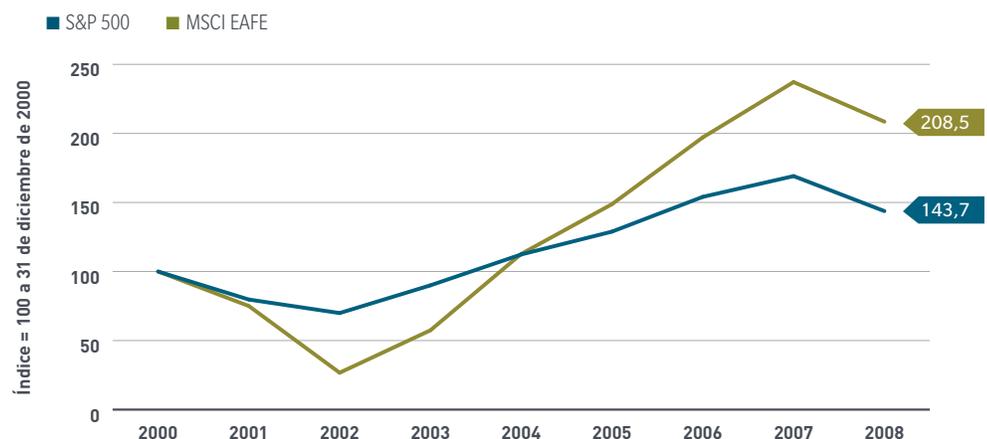
El conocimiento es un proceso que consiste en ir recopilando hechos. La sabiduría es la capacidad de simplificar esos hechos. Tomemos como ejemplo el viejo adagio sobre el tomate: el conocimiento es saber que es una fruta; la sabiduría es saber que no hay que echarlo en una macedonia. Esta distinción nunca había sido tan pertinente en un mundo en el que el constante y creciente flujo de información suele diluir verdades sencillas.

Consideremos el énfasis reciente de los expertos del mercado en el hecho de que la última vez que el índice MSCI EAFE superó al mercado estadounidense fue antes de la crisis financiera mundial en 2008. Este conocimiento, pese a ser preciso, suele alimentar narrativas poco útiles y no resulta particularmente relevante por sí solo. La rentabilidad superior —ya sea por región, clase de activo, sector o acción— no «muere de vieja». El conocimiento radica en saber la magnitud de la divergencia de rentabilidades, mientras que la sabiduría es entender por qué y, lo que es más importante, qué puede cambiar.

## La verdad basada en los beneficios

El MSCI EAFE batió al S&P 500 de 2000 a 2008 porque las empresas del EAFE superaron en términos de beneficios a las estadounidenses (gráfico 1). Dado que una acción representa el valor residual de los activos y flujos de caja de una empresa, los mayores beneficios por acción del EAFE durante ese periodo se perfilaban como la fuente de su comportamiento superior frente al S&P 500.

## Gráfico 1: Crecimiento acumulado de los beneficios por acción, 2000–2008

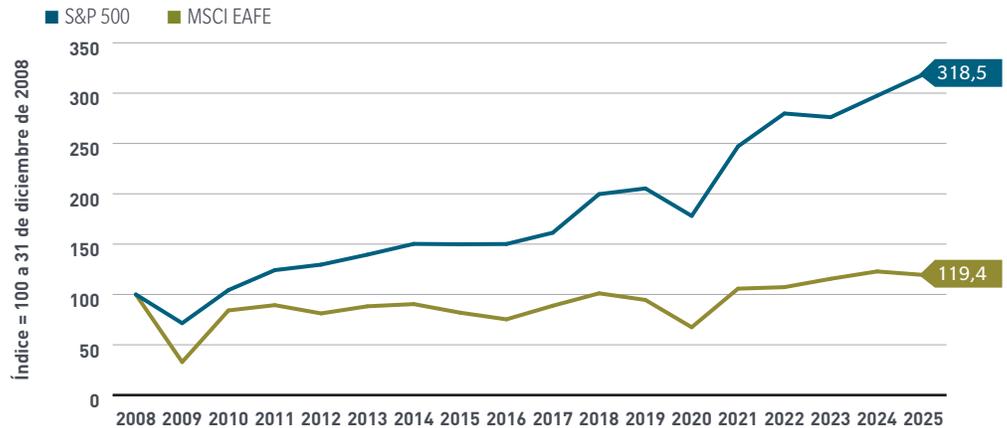


Fuente: Bloomberg. Datos anuales del 31 de diciembre de 2000 al 31 de diciembre de 2008. Los beneficios por acción corresponden a los últimos doce meses.



Por el contrario, los beneficios son también la razón por la que las acciones del EAFE se han quedado rezagadas en los últimos 15 años: por el deterioro de los beneficios (gráfico 2).

### Gráfico 2: Crecimiento acumulado de los beneficios por acción, 2009 hasta la actualidad



Fuente: Bloomberg. Datos anuales del 31 de diciembre de 2008 al 31 de diciembre de 2024. Los datos más recientes corresponden al 31 de julio de 2025. Los beneficios por acción corresponden a los últimos doce meses.

Después de dedicar todas nuestras energías a analizar la concentración de índices, la duración y la magnitud en comparación con periodos pasados, la conclusión simple es que siempre se trata de los beneficios. La concentración de índices y los ciclos de mercado son meros síntomas de los beneficios, no sus causas.

Si bien las condiciones específicas de estos dos periodos tan distintos de los últimos (casi) 25 años pueden parecer irrelevantes para el momento actual, ofrecen un contexto valioso:

- **2003–2008: el motor de crecimiento mundial:** este periodo se caracterizó por una fase de fuerte crecimiento de la economía mundial, que se vio espoleada por el auge de China y otros mercados en vías de desarrollo, a lo que se sumó una creciente burbuja inmobiliaria en Estados Unidos. Esta coyuntura desató una ingente demanda de capital, empleo y materias primas, lo que benefició proporcionalmente más a las empresas del EAFE. Sus negocios, en comparación con las empresas estadounidenses, exhiben un mayor multiplicador de los ingresos respecto al PIB y, en combinación con una mayor base de costes fijos, generan una mayor palanca de beneficios ante los cambios en el crecimiento económico. Esto funciona de manera inversa en los momentos en que se aprecia una ralentización del crecimiento. Esta dinámica se asemeja mucho a cómo las empresas de «valor» a menudo superan en beneficios a las de «crecimiento» en épocas de expansión económica: se trata de negocios más maduros cuyos ingresos son más sensibles al estado de la economía en comparación con aquellas que presentan características de crecimiento secular y buscan ganar cuota de mercado a los operadores tradicionales de mercado. El entorno económico permitió que las empresas del EAFE superaran en beneficios a las estadounidenses, y las cotizaciones siguieron esa misma tendencia.
- **Era posterior a 2008: la era del estancamiento secular:** tras la recesión de 2008, los bancos de todo el mundo cortaron el grifo de los préstamos, los consumidores se apretaron los cinturones, las economías desarrolladas recortaron el gasto y desplazaron los procesos de fabricación a Asia, y tanto los mercados emergentes como China emprendieron una senda de desaceleración que se conjugó con uno de los ciclos económicos más flojos en más de un siglo. Este entorno fue favorable para las empresas, sobre todo las tecnológicas de Estados Unidos, que dependen menos de la economía general o de los ciclos económicos. Estas empresas fueron hábiles a la hora de ganar cuota de mercado a expensas de aquellas que se hallaban en pleno declive estructural, y evolucionaron hasta convertirse en enormes oligopolios, monopolios y monopsomios, lo que supuso que prosperaran y acumularan beneficios aun en un contexto de estancamiento económico general.



### Perspectivas: vientos de cambio para los beneficios

De cara al futuro, creemos que las condiciones resultan propicias para que se produzca otro giro en las circunstancias.

El crecimiento del PIB es, en esencia, una función del gasto y de los precios. En la actualidad, ambos parámetros se hallan en cotas más elevadas que durante el periodo transcurrido entre 2009 y 2020, y es probable que sigan esa trayectoria, dado que la demanda de inversión en activos tangibles debería ser mayor que en la década de 2010. Cabe citar como ejemplo que, durante años, en las cadenas de suministro de todo el mundo se priorizaron cada vez más la eficiencia y la rentabilidad. Sin embargo, el COVID, la guerra terrestre en Europa, los conflictos en Oriente Próximo y, más recientemente, las políticas arancelarias han devuelto el foco a la resiliencia frente a la minimización de costes. Las demandas adicionales de capital provienen del desarrollo de la inteligencia artificial, el repunte de la demanda energética, la seguridad nacional o la defensa, entre otros.

Al mismo tiempo, ha terminado una era de abundancia. Todo, desde el capital hasta la mano de obra y los bienes necesarios para la producción, cuesta hoy más que en los años posteriores a 2008.

Aunque el crecimiento económico podría experimentar una desaceleración por otros factores, la conjugación de nuevos ciclos de inversión en distintos sectores, mayores precios de los insumos y nuevas empresas que surgen para ganar cuota de mercado presenta posibles vientos en contra para los beneficios de las empresas estadounidenses en relación con las del EAFE. Junto con el descuento en la valoración, creemos que esto constituye un argumento algorítmico convincente a favor de la rentabilidad superior del EAFE.

### Conclusión

La sabiduría que se deriva del conocimiento de los ciclos pasados nos lleva directamente a los beneficios como el catalizador último. Conforme va cambiando el panorama económico en todo el mundo, también lo hará el destino de diferentes segmentos de mercado. En nuestra opinión, los inversores que se centren en los fundamentales subyacentes —con una vasta infraestructura de análisis que pueda ayudar a diferenciar entre la creciente avalancha de ruido y las verdades financieramente relevantes— podrían encontrarse en la mejor posición para sortear el camino que queda por delante. ▲

**Índice MSCI EAFE (Europa, Australasia y Extremo Oriente) (dividendos netos reinvertidos):** un índice ponderado por capitalización de mercado que está diseñado para medir la rentabilidad del mercado de renta variable en los mercados desarrollados, con la excepción de Estados Unidos y Canadá.

**Índice Standard & Poor's 500:** un índice ponderado por capitalización de mercado de 500 acciones ampliamente negociadas, cuyo fin es medir la rentabilidad general del mercado de renta variable estadounidense.

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 «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.

Las opiniones expresadas pertenecen al autor o autores y pueden variar en cualquier momento. Dichas opiniones se ofrecen exclusivamente a título informativo y no deberán considerarse una recomendación para comprar ningún título ni una incitación o asesoramiento de inversión. Las previsiones no están garantizadas. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

### **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 Investment Management; **América Latina** – MFS International Ltd.

**Se ruega tener en cuenta que, en Europa y Asia-Pacífico, este documento está destinado exclusivamente para su distribución a profesionales de la inversión y el uso por parte de clientes institucionales. En Canadá, este documento está destinado exclusivamente para su distribución a clientes institucionales. En Catar, este documento se dirige estrictamente a inversores sofisticados y personas con un elevado patrimonio.**

**Nota a los lectores de Canadá:** Publicado en Canadá por 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. **Para los lectores de Arabia Saudí, Kuwait, Omán y EAU (con la excepción del Centro Financiero Internacional de Dubái (DIFC) y el Centro Financiero Internacional de Abu Dabi (ADGM)). En Catar, esta información se dirige estrictamente a inversores sofisticados y personas con elevados patrimonios. En Baréin, dicha información se dirige en exclusiva a instituciones sofisticadas: La información contenida en este documento se dirige estrictamente a inversores profesionales.** La información contenida en el presente documento no constituye una oferta, invitación o propuesta de oferta, recomendación de solicitud u opinión u orientación sobre un producto, servicio y/o estrategia financiera, y debe interpretarse como tales. Aunque se ha puesto el máximo esmero a la hora de garantizar la exactitud de la información contenida en el presente documento, no se asume responsabilidad alguna por los errores, las equivocaciones o las omisiones que pudiera contener, ni por las medidas que se adopten sobre la base de dicha información. Solo podrá reproducir, difundir y utilizar este documento (o cualquier parte de él) con el consentimiento de MFS International U.K. Ltd (en adelante «MIL UK»). La información incluida en el presente documento se ofrece exclusivamente con fines informativos. No está destinada al público en general, y no debe ser distribuirse al público general ni ser utilizada por este. La información contenida en el presente documento puede contener afirmaciones que no revisten un carácter puramente histórico, sino que son «afirmaciones con vistas a futuro». Se trata, entre otras cosas, de proyecciones, previsiones o estimaciones de ingresos. Estas declaraciones prospectivas se fundamentan en determinados supuestos, algunos de los cuales se describen en otros documentos o materiales pertinentes. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. Tenga en cuenta que cualquier material enviado por el distribuidor (MIL UK) ha sido enviado electrónicamente desde el extranjero. **Sudáfrica** – el presente documento y la información en él contenida no constituyen ni pretenden constituir una oferta pública de valores en Sudáfrica, por lo que no deberán interpretarse como tal. El presente documento no está concebido para su distribución generalizada al público en Sudáfrica. Este documento no ha recibido la aprobación de la Financial Sector Conduct Authority ni MFS International (U.K.) Limited ni sus fondos están registrados para la venta pública en Sudáfrica.