Índice / Market research · S&P 500

S&P 500: ¿burbuja? Cotiza a 19,1 veces el beneficio y a 41 veces el CAPE

El S&P 500 sube un 13,1 % en 2026 hasta 7.744 puntos, con los diez mayores en el 39 % y un margen neto récord. El PER a 12 meses es normal; el CAPE, el segundo más alto de la historia. Calculamos qué crecimiento pide el precio y qué escenarios caben a 12 meses.

SDN Research · Índices y bolsa · Datos a cierre del 15-10-2026

PUNTOS CLAVE

- No es una burbuja de múltiplo, es una apuesta a márgenes récord: el PER a 12 meses es de 19,1x, igual a su media de diez años y muy por debajo del 24,4x de marzo de 2000 [S004][S011]. Pero el CAPE de 41,0 es el segundo más alto de la historia, tras el 44,2 de diciembre de 1999 [S006], y el margen neto de 15 % está un 19 % sobre su media de cinco años [S004].
- El índice es una apuesta a diez nombres: los diez mayores pesan el 38,5 % y Tecnología el 38,8 %; los semiconductores aportan casi el 43 % del crecimiento del beneficio del 3T [S002][S004].
- Con el Tesoro a 10 años en el 5,1 %, la rentabilidad del beneficio apenas lo supera en 0,2 puntos (en 2021 eran 3,3) [S004][S008][S009]. En nuestros escenarios a 12 meses la rentabilidad total va de −26 % a +30 %, con +7,8 % en el base.

Pregunta central. ¿Está el S&P 500 en una burbuja, o solo caro con razón? A 7.744,06 puntos (cierre del 15-10-2026 [S001]) el índice cotiza a 19,1 veces el beneficio a 12 meses [S004] y a 41,0 veces el CAPE [S006]; los diez mayores pesan el 38,5 % [S002]. La rentabilidad del beneficio supera al Tesoro a 10 años en solo 0,2 puntos [S004][S009], y el margen neto de 15 % está un 19 % sobre su media [S004]. Según el DCF inverso de SDN, el precio pide un BPA que crezca un 9 % anual durante cinco años con la prima de riesgo en el 4,5 %; en el escenario bear la rentabilidad total a 12 meses es de −26 %. La financiación de la IA, que sostiene parte de este beneficio, se analiza en el informe 017 [S012].

DATOS CLAVE

S&P 500 — 7.744,06
Cierre 15-10-2026 · −1,0 % vs máx. del 06-10

Rentabilidad 2026 — +13,1 %
Precio · con dividendos +14,1 %

PER 12 m / CAPE — 19,1x / 41,0x
FactSet 09-10 · Shiller 15-10

Prima sobre el bono — 0,2 pp
Rentab. del beneficio 5,25 % − Tesoro 10 años 5,09 %

ESCENARIOS SDN

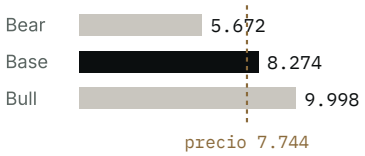


EXHIBIT A SNAPSHOT: LO QUE SE VE Y CÓMO LO LEEMOS

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Nivel	7.744,06 puntos (cierre 15-10-2026) · máximo de cierre 7.818,93 (06-10-2026) [S001]	A un 1,0 % del máximo; el 16-10 cede más de un 1 % intradía con el VIX en 21 [S001][S009]
Rentabilidad	2026 +13,1 % (precio) · 5 años +13,1 % anual con dividendos [S001]	El Nasdaq 100 gana 18,9 % en 2026; el S&P igual ponderado, 13,6 %
Concentración	Diez mayores 38,5 % · Nvidia 7,9 % · Magníficas 7 34,5 % [S002]	Equivale a 45 valores de igual peso, no a 500
Valoración	PER 12 m 19,1x · PER últimos 12 meses 26,0x · CAPE 41,0 [S004][S006]	Barato en múltiplo a futuro, caro en beneficio ajustado por ciclo
Beneficios	BPA 2026E +32,7 % y 2027E +15,8 %; margen neto 15,0 % (3T26E) [S004]	Margen récord: el 2T26 llegó al 17,0 % con plusvalías de Alphabet y Amazon [S005]
Prima de riesgo	Rentab. del beneficio a 12 m 5,25 % − Tesoro 10 años 5,09 % = 0,17 pp [S004][S009]	Cálculo SDN con el BPA derivado de FactSet
Qué pide el precio	BPA +9,1 % anual 5 años con k = 9,6 % [modelo SDN]	Exigente si el margen retrocede; asumible si se mantiene

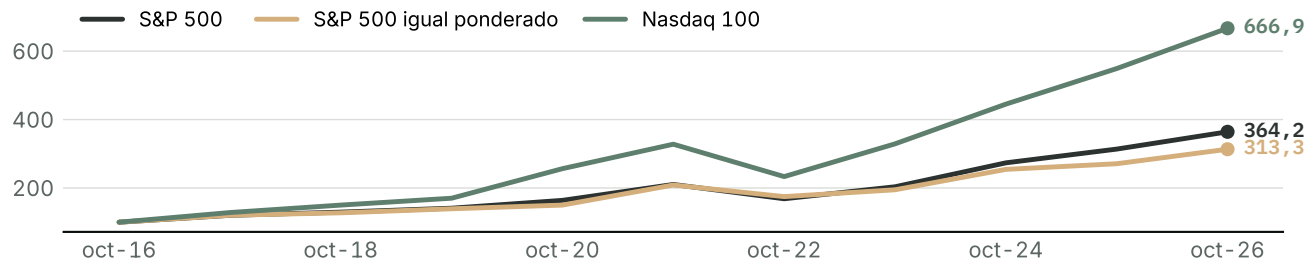
Fuente: Yahoo Finance [S001][S009]; State Street [S002]; FactSet [S004][S005]; Shiller [S006]; FRED [S008]. Prima y DCF inverso: cálculo SDN.

01 El S&P 500 sube un 13 % en 2026 y está a un 1 % del máximo, pero lo lidera el Nasdaq

NIVEL Y RENTABILIDAD

DATO: el S&P 500 cerró el 15-10-2026 en **7.744,06 puntos** [S001]: un 13,1 % por encima del cierre de 2025 (6.846) y a un 1,0 % de su máximo de cierre (7.819, el 06-10-2026). Con dividendos (ETF SPY, rentabilidad por dividendo del 0,99 %) suma 14,1 % en el año, 17,3 % en doce meses y 15,6 % anual en diez años [S001] [S016]. El 16-10 la sesión es negativa (más de un 1 % intradía; VIX en 21,2 frente a 16,5 el día anterior) [S001][S009]: no entra en las cifras de este informe.

EXHIBIT 1 S&P 500, S&P 500 IGUAL PONDERADO Y NASDAQ 100 (CON DIVIDENDOS, BASE 100 = 17-10-2016)



Fuente: Yahoo Finance, cierres ajustados de SPY, RSP y QQQ [S001]. Cálculo SDN: cada serie a 100 el 17-10-2016, con valores a 15 de octubre de cada año (ETF: incluyen sus costes).

ANÁLISIS: la mejor medida de la concentración está en la diferencia entre el índice y su versión de igual peso: en cinco años el S&P 500 rinde 13,1 % anual con dividendos y el igual ponderado 8,5 %; en diez, 15,6 % frente a 12,1 % [S001]. En 2026 la brecha se ha cerrado (+14,1 % contra +13,6 %), pero el Nasdaq 100 sigue por delante (+18,9 %) [S001]. El mercado sube con amplitud, aunque los líderes siguen siendo los mismos.

EXHIBIT B RENTABILIDAD A 15-10-2026 (2026 Y 1 AÑO ACUMULADOS; 3, 5 Y 10 AÑOS ANUALIZADOS, EN DÓLARES)

ÍNDICE	2026	1 AÑO	3 AÑOS	5 AÑOS	10 AÑOS
S&P 500 (precio)	+13,1 %	+16,1 %	+21,4 %	+11,6 %	+13,8 %
S&P 500 con dividendos (SPY)	+14,1 %	+17,3 %	+22,9 %	+13,1 %	+15,6 %
S&P 500 igual ponderado (RSP)	+13,6 %	+15,7 %	+17,2 %	+8,5 %	+12,1 %
Nasdaq 100 (QQQ)	+18,9 %	+21,5 %	+26,6 %	+15,2 %	+20,9 %

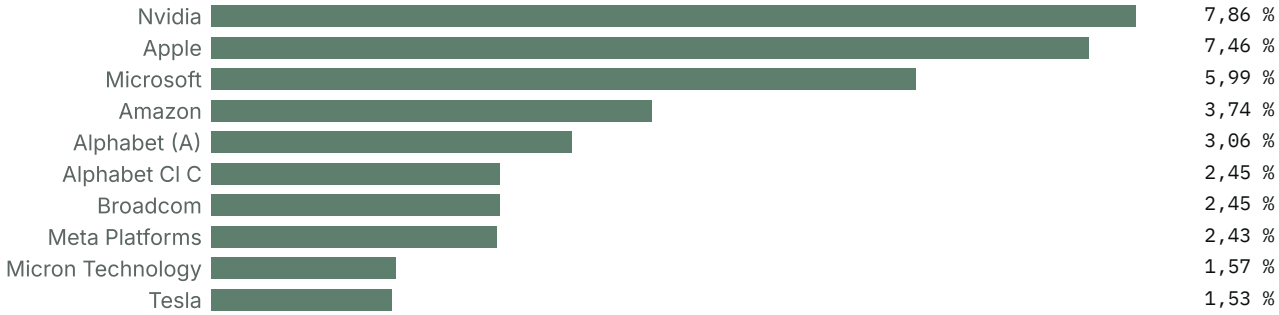
Fuente: Yahoo Finance [S001]. Precio: ^GSPC. Con dividendos, igual ponderado y Nasdaq 100: ETF SPY, RSP y QQQ con cierre ajustado (incluyen costes del ETF). Cálculo SDN.

02 Diez valores pesan el 39 % y Tecnología, el 39 %

COMPOSICIÓN Y CONCENTRACIÓN

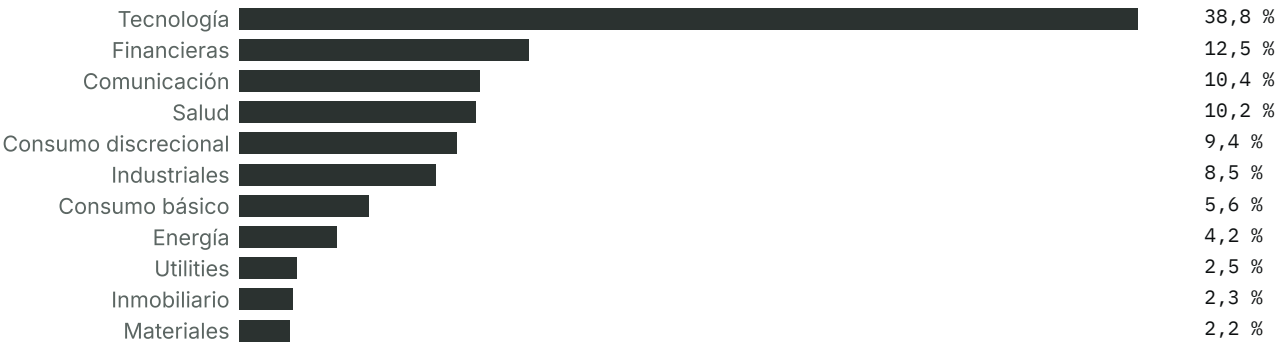
DATO: a 15-10-2026, **Nvidia (7,9 %), Apple (7,5 %) y Microsoft (6,0 %)** suman el 21,3 %; los cinco mayores, el 28,1 %; los diez, el **38,5 %** [S002]. Las Magníficas 7 (con las dos clases de Alphabet) pesan el 34,5 % y los otros 493 valores, el 65,5 %. El inverso del índice de Herfindahl da 45 valores efectivos (cálculo SDN). Los pesos son los del ETF SPY, que replica el índice, y suman 100,2 %: los reescalamos. Otras fuentes citan el 39 % para los diez mayores a finales de septiembre y 2000 y 2021 en torno al 26-27 % [S015]: la cifra de 2000 varía según la fuente.

EXHIBIT 2 LOS DIEZ MAYORES VALORES (% DEL ÍNDICE, 15-10-2026, REESCALADO A 100)



Fuente: SPDR S&P 500 ETF Trust, posiciones a 15-10-2026 [S002]. Cálculo SDN: reescalado de 100,2 % a 100 %. Alphabet aparece en dos clases (A y C: 3,1 % + 2,5 %).

EXHIBIT 3 PESO POR SECTOR GICS (% DEL ÍNDICE, 15-10-2026)



Fuente: Pesos de SPY [S002] agrupados por los once ETF sectoriales Select Sector SPDR [S003]. Cálculo SDN, reescalado a 100 %.

ANÁLISIS: Tecnología (38,8 %) y Comunicación (10,4 %) pesan juntas el 49 % del índice; con Consumo discrecional (Amazon y Tesla) llegan al 59 %. Los sectores defensivos (Utilities, Consumo básico, Salud, Inmobiliario) apenas suman el 21 %. En 2026 los valores líderes no avanzan igual: Apple +26 %, Nvidia +17 %, Mi-

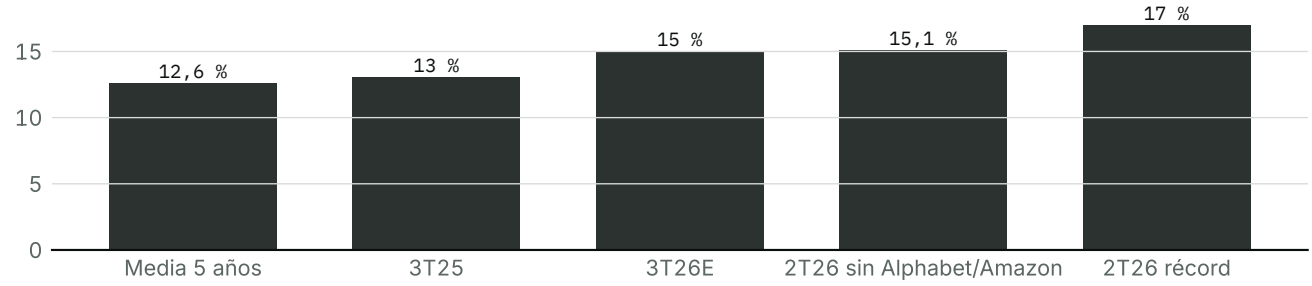
crosoft +12 %, Tesla −19 %, mientras Micron sube un 226 % [S001]. La concentración es el riesgo de un solo factor: la IA.

03 El BPA sube un 33 % en 2026 con un margen récord, y la IA explica más de la mitad

BENEFICIOS, MÁRGENES E IA

DATO: FactSet estima para el 3T26 un crecimiento del BPA del 29,6 % (tercer trimestre seguido por encima del 25 %), del 32,7 % para 2026 y del 15,8 % para 2027, con ingresos de +12,5 % y +9,4 % [S004]. Las empresas suelen batir las estimaciones: en los últimos cuatro trimestres el crecimiento final superó al estimado en 14,1 puntos de media [S004]. El margen neto estimado del 3T26 es de 15,0 %, frente a 13,0 % un año antes y 12,6 % de media de cinco años [S004].

EXHIBIT 4 MARGEN NETO DEL S&P 500 (%)



Fuente: FactSet Earnings Insight 09-10-2026 y 28-08-2026 [S004][S005]. El 2T26 incluye plusvalías de 98 mil M en Alphabet y 53,4 mil M en Amazon; sin ellas, 15,1 %.

NO CONTAR DOS VECES

El récord del 17,0 % no es operativo. En el 2T26 Alphabet registró 98 mil M y Amazon 53,4 mil M de otros ingresos, en buena parte plusvalías por sus participaciones (en Amazon, la inversión en Anthropic); sin ellas, el crecimiento del BPA del índice baja del 52,0 % al 33,8 % y el margen, del 17,0 % al 15,1 % [S005]. Esas ganancias son contables y reversibles: parte del beneficio de 2026 depende de lo que valgan las participaciones en laboratorios de IA. Ni la valoración ni los escenarios de este informe cuentan esas plusvalías como beneficio recurrente.

EXHIBIT C CUÁNTO DEL BENEFICIO Y DEL CRECIMIENTO DEL 3T26 ES IA (ESTIMACIÓN DEL CONSENSO)

MEDIDA	DATO	LECTURA
Peso de Tecnología en el índice	38,8 % [S002][S003]	Capitalización
Tecnología en el beneficio del 3T26E	259,6 mil M de 801,6 mil M = 32,4 % [S004]	Pesa menos en beneficio que en precio
Crecimiento del beneficio de Tecnología	+65,1 % (sin semiconductores +24,4 %) [S004]	Semiconductores +130 %
Parte del aumento del beneficio del índice (3T)	Tecnología 56 % · semiconductores ≈43 % [S004]	Cálculo SDN con el +130 % redondeado
Margen neto de Tecnología	32,3 % frente a 25,9 % de media de 5 años [S004]	Sector con el margen más alto
Capex 2026 de los cinco grandes de la IA	≈825 mil M, el 117 % de su flujo operativo [S012]	Gasto de unos = ingreso de otros

Fuente: FactSet [S004]; informe 017 de SDN Research [S012]; pesos de SPY [S002]. Cálculo SDN: beneficio de semiconductores deducido de los crecimientos de Tecnología con y sin semiconductores (+65,1 %, +24,4 %, +130 %); aproximado por el redondeo de FactSet.

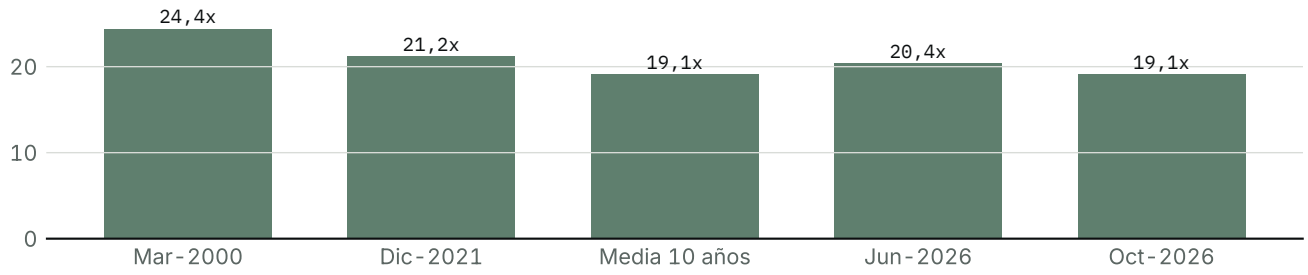
ANÁLISIS: el consenso del 3T26 sitúa a los semiconductores en torno al 17 % del beneficio del índice y en casi el 43 % de su aumento interanual (cálculo SDN, aproximado). Es la parte visible del gasto de IA: lo que en el informe 017 es capex de los cinco grandes (unos 825 mil M en 2026 [S012]) es ingreso de Nvidia, Broadcom o Micron. Dicho de otro modo, buena parte del beneficio del S&P 500 de 2026 es el capex de otra parte del S&P 500. Si ese gasto se frena, el beneficio de los proveedores baja antes que el de quienes lo pagan.

04 El PER a 12 meses (19,1x) sale normal; el CAPE (41,0x) sale de burbuja

VALORACIÓN

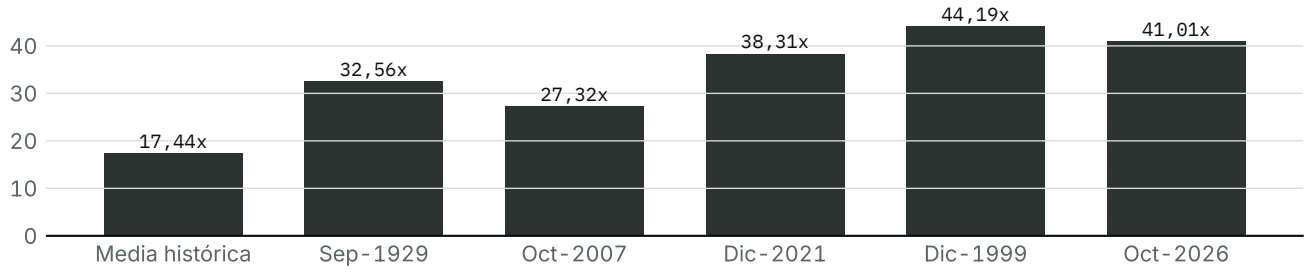
DATO: el PER a 12 meses es de 19,1x a 09-10, por debajo de los 20,4x del 30 de junio, de la media de cinco años (19,8x) e igual a la de diez (19,1x) [S004]. Reuters lo sitúa en menos de 19x, el más bajo desde 2023 [S013]. Desde el 30-06 el índice sube un 3,5 % y el BPA a 12 meses, un 10,4 % [S004]. Con el cierre del 15-10 (7.744,06) y el BPA a 12 meses derivado (406,6), el PER es de 19,0x y la rentabilidad del beneficio, del 5,25 % (cálculo SDN) [S001][S004]. El PER de los últimos 12 meses es de 26,0x (FactSet) o 26,4x (beneficio GAAP) [S004][S007], y el CAPE, de 41,0x, con media histórica de 17,4x [S006].

EXHIBIT 5 PER A 12 MESES DEL S&P 500 (X)



Fuente: FactSet [S004][S010][S011]. El 24,4x de marzo de 2000 es el máximo citado por FactSet (otras ediciones citan 23,4x en septiembre de 2000); el 21,2x es el del 17-12-2021.

EXHIBIT 6 SHILLER PE (CAPE) DEL S&P 500 (X)



Fuente: multpl.com, serie de Shiller [S006]. Oct-2026 = dato del 15-10 (estimación con el último beneficio publicado); Dic-1999 es el máximo histórico.

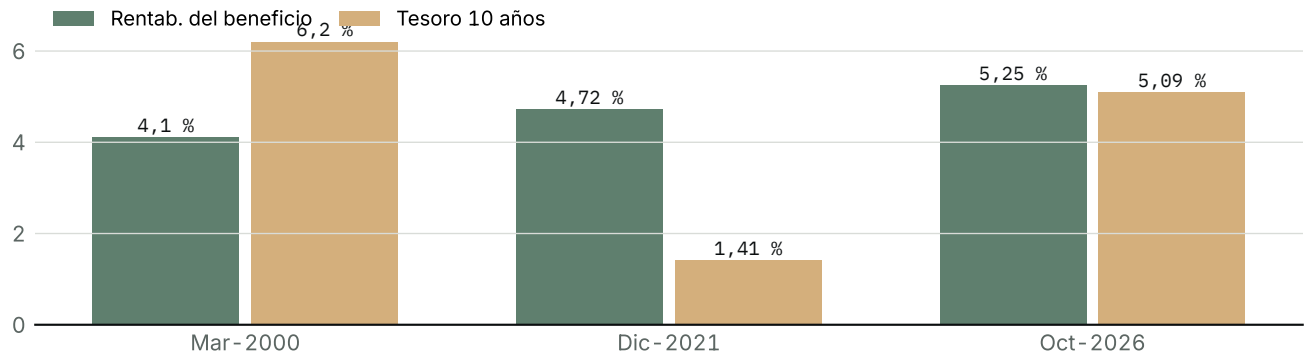
ANÁLISIS: las dos medidas dicen cosas distintas porque miden cosas distintas. El PER a 12 meses descuenta que el BPA de 2026 crece un 33 % y que ese beneficio es recurrente; el CAPE divide por la media de diez años de beneficio real, así que ve el salto de 2026 como un pico. Su inverso es una rentabilidad del beneficio ajustado por ciclo del 2,44 %, por debajo del 2,84 % que paga el bono a 10 años indexado a la inflación [S006] [S008]. La burbuja, si existe, no está en el múltiplo sino en la suposición de que el margen y el crecimiento actuales son el nuevo nivel normal.

05 El beneficio rinde un 5,3 % y el Tesoro a 10 años, un 5,1 %: queda una prima de 0,2 puntos

PRIMA DE RIESGO

CÁLCULO: rentabilidad del beneficio a 12 meses (5,25 %) menos Tesoro a 10 años (5,09 %, cierre 15-10-2026) = **0,17 puntos** [S004][S009]. En el pico del PER de marzo de 2000 la prima era de −2,1 puntos (rentabilidad del beneficio 4,1 % frente a un bono del 6,2 %) y en diciembre de 2021, de 3,3 puntos (4,7 % frente a 1,4 %) [S008][S010][S011]. Hoy la prima es mucho menor que en 2021, pero no negativa como en 2000. Con el bono a 5,19 % el 14-10 y 5,31 % el 05-10, los bonos compiten otra vez con la bolsa [S008].

EXHIBIT 7 RENTABILIDAD DEL BENEFICIO A 12 MESES FRENTE AL TESORO A 10 AÑOS (%)



Fuente: FactSet [S004][S010][S011]; FRED [S008]; Yahoo Finance [S009]. Cálculo SDN: rentabilidad del beneficio = 100 / PER a 12 meses (2000: 24,4x; 2021: 21,2x; 2026: BPA derivado / cierre del 15-10).

VARIABLE CLAVE

El bono manda más que el múltiplo. Si el Tesoro a 10 años vuelve al 4,2 % de finales de 2025 [S008], la prima se amplía a 1,1 puntos con el mismo precio. Si sube a 5,5 %, el índice paga un −0,2 % sobre el bono, un nivel en el que el PER histórico de 19x deja de ser un suelo. El tipo libre de riesgo es la variable que cambia sin que cambie ningún beneficio.

06 Frente a 2000 y 2021: peor en CAPE y concentración, mejor en múltiplo y en beneficios reales

2000 Y 2021

EXHIBIT D EL S&P 500 HOY, EN MARZO DE 2000 Y EN DICIEMBRE DE 2021

MEDIDA	MAR-2000	DIC-2021	OCT-2026
PER a 12 meses (x)	24,4	21,2	19,0
PER de los últimos 12 meses (x)	29,7 (dic-99)	23,6	26,4
CAPE (x)	43,2	38,3	41,0
Tesoro a 10 años (%)	6,20	1,41	5,09
Prima: rentab. del beneficio − bono (pp)	−2,1	+3,3	+0,2
Diez mayores (% del índice)	≈26-27	≈27	38,5
Margen neto (%)	SIN VERIFICAR	SIN VERIFICAR	15,0 (3T26E)
BPA a 12 meses, crecimiento esperado (%)	SIN VERIFICAR	SIN VERIFICAR	+15,8 (2027E)

Fuente: FactSet [S004][S010][S011]; Shiller y PER GAAP de multpl.com [S006][S007]; FRED [S008]; Yahoo Finance [S009]; State Street [S002]. Concentración 2000 y 2021: orden de magnitud de fuentes secundarias que no coinciden [S015]. Cálculo SDN: prima = 100 / PER a 12 meses − Tesoro a 10 años.

LEYENDO AL MERCADO

ANÁLISIS: frente a 2000, el múltiplo de hoy (19,0x contra 24,4x) y la prima sobre el bono (0,2 contra −2,1 puntos) son mucho mejores; pero el CAPE es casi igual (41,0 contra 43,2) y los diez mayores pesan bastante más. Frente a 2021, el múltiplo es menor (19,0x contra 21,2x) y el beneficio es mucho mayor, pero el bono ha pasado del 1,4 % al 5,1 %: la prima de 3,3 puntos se ha reducido a 0,2. No se parece a 2000 por el precio que se paga por el beneficio, sino por quién lo produce y por lo que el beneficio de hoy supone sobre el de mañana.

07 DCF inverso: a 7.744 puntos, el BPA debe crecer un 9 % anual durante cinco años

LO QUE PIDE EL PRECIO

CÁLCULO: tratamos el índice como una empresa que reparte el 90 % de su BPA a 12 meses (406,6 puntos de índice), crece al ritmo g durante cinco años y después al 4,0 % para siempre, descontado a k = Tesoro a 10 años (5,09 %) + prima de riesgo de la bolsa. Resolvemos g para que el valor sea el cierre del 15-10 (7.744). Con una prima del 4,5 % (k = 9,6 %), g es **9,1 %** anual. Por comparación, el consenso espera +15,8 % en 2027 [S004]; sin crecimiento durante cinco años el valor sería de 5.709 puntos (−26 %), con un 8 % anual, 7.482, y con un 12 %, 8.523. El reparto del 90 % es supuesto de SDN: las recompras de 2026 pueden llegar a 1,55 billones, según una fuente secundaria [S014], pero no la usamos como dato.

EXHIBIT E CRECIMIENTO ANUAL DEL BPA EN LOS PRÓXIMOS 5 AÑOS QUE JUSTIFICA EL CIERRE DEL 15-10-2026

SUPUESTO	COSTE DE CAPITAL K	BPA QUE PIDE EL PRECIO
3,5 %	8,6 %	3,2 %
4,5 %	9,6 %	9,1 %
5,5 %	10,6 %	14,4 %
Reparto 75 % (prima 4,5 %)	9,6 %	14,7 %
Reparto 90 % (prima 4,5 %)	9,6 %	9,1 %
Reparto 100 % (prima 4,5 %)	9,6 %	5,9 %
Crecimiento terminal 3,0 % (prima 4,5 %)	9,6 %	13,3 %
Crecimiento terminal 4,0 % (prima 4,5 %)	9,6 %	9,1 %
Crecimiento terminal 4,5 % (prima 4,5 %)	9,6 %	6,7 %

Fuente: Modelo DCF de SDN: valor = suma a 5 años de (BPA 12 m × reparto × (1+g)^(t−1)) / (1+k)^t + valor terminal con crecimiento g_T. BPA a 12 meses 406,6 (cierre 7.765,36 / PER 19,1 [S004]); Tesoro a 10 años 5,09 % [S009]. Base de la tabla: prima 4,5 %, reparto 90 %, g_T 4 %; cada línea cambia un solo supuesto. Prima y reparto: criterio de SDN.

CONCLUSIÓN DE VALORACIÓN

El precio no exige crecimiento imposible, exige que el margen no se rompa. Un 9 % anual está por debajo del +16 % que el consenso da a 2027, pero parte de un BPA con margen récord: si el margen neto vuelve a su media de cinco años (12,6 %) el BPA cae un 16 % de golpe y el crecimiento que pide el precio sube del 9 % al 14 % anual. La sensibilidad más fuerte es la prima de riesgo: cada punto más de prima exige unos cinco puntos más de crecimiento anual. La pregunta no es si el mercado está caro, sino si el 15 % de margen es permanente.

08 A 12 meses: de −26 % a +30 %, con el base en +7,8 %

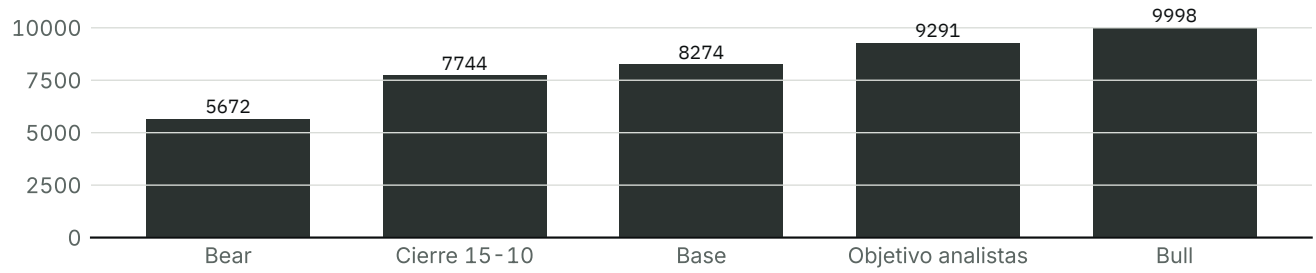
CÁLCULO — mecánica: nivel del índice en octubre de 2027 = BPA a 12 meses de entonces × PER objetivo; rentabilidad total = nivel / 7.744 − 1 + dividendo (0,99 %) [S016]. El BPA de partida es 406,6 puntos [S004]. Lo que pide el precio: con un PER de 18,5x, el BPA debe subir al menos un 3 % para no perder nada; con 15,5x, un 23 %. Si el BPA crece un 10 %, el PER puede caer hasta 17,3x sin pérdida. No son precios objetivo.

EXHIBIT F ESCENARIOS A 12 MESES (OCT-2027): SUPUESTOS, MECÁNICA Y RENTABILIDAD

ESCENARIO	BPA 12 M	MARGEN IMPLÍCITO	PER OBJETIVO	NIVEL	PRECIO	TOTAL	PESO SDN
Bear	−10 %	12,3 %	15,5x	5.672	−26,8 %	−25,8 %	25 %
Base	+10 %	15,1 %	18,5x	8.274	+6,8 %	+7,8 %	50 %
Bull	+16 %	15,9 %	21,2x	9.998	+29,1 %	+30,1 %	25 %

Fuente: Modelo de escenarios de SDN sobre el BPA derivado de FactSet [S004], el cierre del 15-10-2026 [S001] y el dividendo de SPY [S016]. Margen implícito = 15,0 % × (1 + variación del BPA) / 1,094, con ingresos +9,4 % (consenso 2027 [S004]): aproximación. Valor esperado con pesos 25/50/25 de SDN (no son probabilidades): +5,0 % total. Referencia: objetivo de analistas de FactSet 9.290,58 (+19,6 %) [S004].

EXHIBIT 8 ESCENARIOS: NIVEL DEL S&P 500 A 12 MESES FRENTE AL CIERRE DEL 15-10-2026



Fuente: Modelo de escenarios de SDN [S004][S001]; objetivo de analistas de FactSet a 12 meses (agregado de objetivos por valor, 09-10-2026) [S004]. El objetivo de analistas es un dato de contraste, no un escenario de SDN.

EXHIBIT G SENSIBILIDAD: RENTABILIDAD TOTAL A 12 MESES SEGÚN EL BPA Y EL PER OBJETIVO

BPA A 12 MESES	PER 15,5X	PER 17,0X	PER 18,5X	PER 19,1X	PER 21,2X
BPA −15 %	−30 %	−23 %	−16 %	−14 %	−4 %
BPA −10 %	−26 %	−19 %	−12 %	−9 %	+1 %
BPA 0 %	−18 %	−10 %	−2 %	+1 %	+12 %
BPA +10 %	−10 %	−1 %	+8 %	+11 %	+23 %
BPA +16 %	−5 %	+4 %	+14 %	+17 %	+30 %

Fuente: Modelo de escenarios de SDN [S004][S001][S016]. Rentabilidad total = BPA × PER / 7.744 − 1 + dividendo (0,99 %). El 19,1x es la media de 10 años de FactSet; el 21,2x, el máximo de diciembre de 2021.

QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS

Bear (BPA −10 %, PER 15,5x): lo invalidaría un margen neto que se mantiene sobre el 15 % con los ingresos creciendo al 9 %, o que el Tesoro baje del 4,5 % (el PER no tendría por qué comprimirse). **Base (BPA +10 %, PER 18,5x):** se rompe hacia abajo si el bono supera el 5,5 % o el capex de los cinco grandes de la IA se recorta en 2027 [S012], y hacia arriba si el consenso de 2027 (+15,8 %) se cumple sin compresión de múltiplo. **Bull (BPA +16 %, PER 21,2x):** necesita el mismo múltiplo que en diciembre de 2021, con un bono a 5 % en lugar de 1,4 %; no ocurre si el bono sigue subiendo.

ASIMETRÍA

ANÁLISIS: el base paga +7,8 % y el bear pierde 26 % contra una ganancia del bull de 30 %: la pérdida del bear, 27 % de precio, es casi la misma que la ganancia del bull. El valor esperado con nuestros pesos es de +5,0 %, algo por debajo del bono a 10 años (5,1 %): con la prima de riesgo en 0,2 puntos, la bolsa no paga a 12 meses el riesgo que asume, salvo que el margen aguante.

09 Lo que moverá el índice: resultados del 3T, el bono y el gasto en IA

CATALIZADORES Y RIESGOS

EXHIBIT H **CATALIZADORES Y RIESGOS**

FACTOR	QUÉ PUEDE OCURRIR	EFECTO EN EL ÍNDICE
Temporada de resultados del 3T (hasta noviembre)	Solo 19 empresas habían informado el 09-10; el consenso es de 29,6 % y la media de batida en cuatro trimestres suma 14 puntos [S004]	Una batida normal mantiene el BPA a 12 meses; un recorte de guías de IA lo baja
Tesoro a 10 años	5,09 % el 15-10, tras 5,31 % el 05-10 [S008][S009]	Por encima del 5,5 %, el PER de 19x pierde su apoyo
Gasto en IA	Capex de los cinco grandes de unos 825 mil M en 2026 [S012]; Texas ha ordenado pausar nuevas autorizaciones de centros de datos [S004]	Proveedores (≈17 % del beneficio del 3T) dependen del ritmo del capex
Plusvalías en laboratorios de IA	Alphabet y Amazon registraron 151 mil M de ganancias en el 2T26 [S005]	Si se revierten, el BPA reportado de 2026 baja sin tocar el negocio
Concentración y flujos	Diez valores pesan el 38,5 % [S002]	Una caída del 20 % de los tres mayores resta unos 4 puntos al índice

Fuente: FactSet [S004][S005]; FRED y Yahoo Finance [S008][S009]; informe 017 de SDN Research [S012]; State Street [S002]. Efectos: análisis SDN (la caída de los tres mayores = 20 % de ~21,3 % de peso).

10 Qué vigilamos

SEÑALES

- **Margen neto trimestral.** Por debajo del 14 % en el 3T o el 4T sería la primera señal de reversión; el récord del 17 % incluye plusvalías [S005].
- **Tesoro a 10 años.** Fuera del rango 4,5-5,5 % cambia la prima de riesgo (0,2 puntos hoy) más que cualquier revisión de beneficios [S009].
- **BPA a 12 meses de FactSet.** Subió un 10,4 % desde el 30-06; si las revisiones se paran, el PER sube sin que lo haga el precio [S004].
- **Amplitud: S&P frente a igual ponderado.** Si el igual ponderado vuelve a rezagarse más de 3 puntos en un trimestre, el mercado depende otra vez de diez valores [S001].
- **Guías de capex de los cinco grandes y de TSMC.** Son los ingresos de los semiconductores del índice [S012].

11 Metodología y límites

TRAZABILIDAD

DATO: nivel y rentabilidades: cierres diarios de Yahoo Finance a 15-10-2026 (último cierre completo) [S001]. Con dividendos, igual ponderado y Nasdaq 100: ETF SPY, RSP y QQQ con cierre ajustado, que incluyen costes [S001]. Pesos y sectores: posiciones de SPY y de los once Select Sector SPDR a 15-10-2026 [S002][S003]. Beneficios, márgenes y PER: FactSet Earnings Insight (09-10 y 28-08-2026) [S004][S005]; CAPE y PER GAAP de multpl.com [S006][S007]; Tesoro de FRED y Yahoo Finance [S008][S009].

CÁLCULO: el BPA a 12 meses es el cierre del 09-10 (7.765,36) dividido entre el PER de FactSet (19,1x): 406,6 puntos de índice. Como el PER de FactSet está redondeado a un decimal, el BPA tiene un margen de error de ±0,3 %. La prima de riesgo es 100 / PER a 12 meses menos el Tesoro a 10 años; no es la prima implícita de un modelo de dividendos. El DCF inverso asume un reparto del 90 % del BPA, cinco años de crecimiento constante y un crecimiento terminal del 4 %, y descuenta al Tesoro a 10 años más una prima de 3,5 %, 4,5 % o 5,5 %: son supuestos de SDN. La parte de semiconductores en el beneficio del 3T se deduce de los crecimientos de Tecnología con y sin semiconductores y es aproximada. Los PER objetivo y las variaciones del BPA de los escenarios son criterio de SDN, no previsiones de mercado.

LIMITACIÓN: SIN VERIFICAR: el margen neto y el crecimiento esperado del BPA en marzo de 2000 y diciembre de 2021 (fuera de la comparación); el peso exacto de los diez mayores en 2000 y 2021 (las fuentes van del 26 % al 30 %) [S015]; el PER de 2000 y de 2021 con exactamente la misma base de consenso que el de hoy [S010][S011]; la fecha de los resultados de Nvidia y la de la próxima reunión de la Reserva Federal; el peso exacto de la IA en el beneficio más allá del cálculo de semiconductores; la cifra de recompras de 2026 [S014]. El consenso no es guidance y la estimación del 3T se apoya en 19 empresas ya informadas. Los datos del 16-10 son intradía y no entran en el análisis. FactSet fecha su PER y su precio el 09-10; el resto de los datos es del 15-10.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido elaborado por SDN Research con fines informativos y educativos. No constituye asesoramiento de inversión, ni oferta o recomendación de compra o venta de ningún instrumento financiero. Los escenarios de valoración no son precios objetivo. Las opiniones reflejan el criterio del autor a la fecha de publicación y pueden cambiar sin previo aviso. Las cifras proceden de fuentes públicas consideradas fiables, pero no se garantiza su exactitud. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

SDN RESEARCH · ÍNDICES Y BOLSA · EE. UU.

FIN DEL INFORME