

**UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA CENTROAMERICANA
UNITEC**

FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y SOCIALES

INFORME DE PROYECTO DE GRADUACIÓN

**METODOLOGÍA DE CONSTRUCCIÓN DE UN PORTAFOLIO DE
INVERSIÓN EN UN AMBIENTE DE INCERTIDUMBRE GLOBAL**

UNITEC-TGU

SUSTENTADO POR:

MARCIO RUBÉN SIERRA LÓPEZ

PREVIA INVESTIDURA AL TITULO DE

FINANZAS

TEGUCIGALPA, M D C

HONDURAS, C A

FECHA: ABRIL 2020

DERECHOS DE AUTOR

© Copyright 2020

MARCIO RUBÉN SIERRA LÓPEZ

Todos los derechos reservados

TABLA DE CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN	13
2. ANTECEDENTES	15
3. JUSTIFICACIÓN	17
4. DESCRIPCIÓN DEL PROYECTO	18
5. OBJETIVOS DEL PROYECO	19
5.1. Objetivos Generales	19
5.2. Objetivos Específicos	19
6. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN	20
6.1. Metodología de comprensión del ciclo económico de negocios	20
6.2. Metodología de Selección de Empresas para Investigación a fondo	23
7. ESCENARIO MACROECONÓMICO DE ESTADOS UNIDOS	26
7.1. Comportamiento del Producto Interno Bruto (PIB)	26
7.2. Nivel productivo de la economía americana y el Mercado Laboral	29
7.3. El Ciclo Crediticio	38
7.4. Valoración Histórica del S&P 500, NASDAQ y Dow Jones Industrial Average	45
7.5. Evaluación del ciclo de negocios actual	50
8. ESTRUCTURA DE UN PORTAFOLIO DE INVERSIÓN	54
8.1. Empresas que cumplen con requerimientos mínimos de selección	59
8.2. Empresas que no cumplen con requerimientos mínimos de selección	61
8.3. Otras Consideraciones: Acciones	63
8.4. Bonos e Instrumentos de Renta Fija	65
8.5. Comodidades: Oro	69

8.6. Colocación de Recursos por Activo	72
9. CONCLUSIONES	74
10. RECOMENDACIONES	75
11. BIBLIOGRAFÍA	76
12. GLOSARIO	80
13. ANEXOS	84

ÍNDICE DE TABLAS

1. Criterios y parámetros de evaluación de acciones comunes	23
2. Características del ciclo de negocios y su situación actual	51
3. Empresas que cumplen con requerimientos mínimos de selección de acciones comunes	59
4. Ajuste a requerimientos mínimos de selección de acciones comunes	61
5. Posiciones en instrumentos de renta fija recomendados en base al ambiente macroeconómico en Estados Unidos	67
6. Composición recomendado de un portafolio de inversión	72

ÍNDICE DE IMÁGENES

1. Las fases típicas del ciclo de negocios _____	21
2. Ajuste de portafolio según paridad de riesgo _____	22
3. Inversión con margen de seguridad _____	24
4. Crecimiento del PIB año sobre año (YoY) (%) _____	26
5. PIB Real YoY con estimados consensuados BBG (%) _____	27
6. Crecimiento anualizado a 10 años de la población y nivel productivo (%) _____	30
7. Tasa de natalidad de Estados Unidos al millar (‰) _____	31
8. Tasa de crecimiento de empleos (%) _____	32
9. Tasa de desempleo (%) _____	33
10. Casos de desempleo declarados (Promedio continuo a 3 meses) _____	34
11. Crecimiento real de utilidades del S&P 500 (%) _____	35
12. % de empresas del S&P 500 con incrementos o reducciones en margen neto de utilidades Q4-2019 versus Q4-2018 _____	36
13. Índice de gestores de compra Markit de Estados Unidos _____	37
14. Razón Deuda PIB de Estados Unidos _____	38
15. % de emisores de deuda corporativa con valoración crediticia B- o CCC dentro del S&P _____	39
16. Tasa Efectiva de la Reserva Federal (%) _____	40
17. Cupón de Bono de la Tesorería de Estados Unidos a 10 años (%) _____	41
18. Diferencia entre cupón de bonos corporativos BBB y bonos de la Tesorería de Estados Unidos _____	42

19. Diferencia entre cupón de bonos corporativos CCC y bonos de la Tesorería de Estados Unidos	42
20. Comportamiento YoY de préstamos hipotecarios, préstamos para actividades comerciales e industriales (%)	43
21. Razón del S&P 500 sobre utilidades antes del pago de impuesto sobre la renta	45
22. Razón de precio sobre utilidades ajustadas al ciclo económico	46
23. Valor de recompra de acciones y dividendos (billones de USD) sobre el valor del S&P 500	47
24. Tasas de interés en Estados Unidos	48
25. Desempeño promedio y esperado por sector durante las fases del ciclo económico en Estados Unidos	55
26. Desempeño por sector económico durante los últimos seis meses (%)	56
27. Índice de volatilidad VIX	57
28. ROE y desempeño histórico de utilidades sobre PIB cercanos a la fecha de una crisis financiera posterior a la Segunda Guerra Mundial	63
29. Tasa efectiva de la Reserva Federal	66
30. Poder adquisitivo de 1.00 Dólar Americano (USD) de 1913	70
31. Deuda Federal Bruta como % del PIB Bruto de Estados Unidos	70

RESUMEN EJECUTIVO

El siguiente informe está compuesto por tres secciones principales con el objetivo de determinar la composición idónea de un portafolio de inversión en base a la situación macroeconómica actual

Primero, se establece la metodología de trabajo bajo la cual el resto de esta investigación se llevará a cabo. Considerando los antecedentes históricos del mercado de valores de Estados Unidos, detallamos el proceso bajo el cual se evitará que un inversionista arriesgue su patrimonio. La metodología de investigación comienza con un análisis macroeconómico de los diferentes componentes de la economía de Estados Unidos para determinar la fase de ciclo de negocios en la cual se encuentra. Posterior, el inversionista utilizará técnicas minuciosas de selección basadas en los principios de inversión de valor.

Una vez descrita la metodología, el análisis macroeconómico comienza con el comportamiento y la tendencia de indicadores como el Producto Interno Bruto (PIB), nivel productivo de la economía (PMI), comportamiento del mercado laboral mediante la evaluación de la tasa de desempleo y la tendencia y comportamiento de las utilidades de los sectores principales del Standard and Poors 500 (S&P 500). La investigación continua con una evaluación de los mercados de deuda para determinar el estado del ciclo crediticio y las posibles ramificaciones de un shock negativo sobre la liquidez del mercado deudor. Por último, se evalúa la valoración del mercado bursátil S&P 500 y se hace un comparativo histórico para determinar si el mercado esta sobrevalorado o infravalorado. En base al análisis de diferentes aspectos y ciclos dentro del ciclo económico, se determina la fase del ciclo económico de Estados Unidos, la cual se encuentra en la transición de fase tardía a fase de recesión.

La siguiente etapa consiste en determinar los componentes del portafolio de inversión en base a las conclusiones provenientes del estudio macroeconómico de Estados Unidos. Se busca la preservación del patrimonio y la maximización de las utilidades. Por lo cual, se evalúan los prospectos por tipo de activo: acciones, bonos y comodidades. Debido al efecto del COVID-19, el ambiente económico no es ideal para la inversión en acciones y en vez se prepara una lista tentativa para que el inversionista este preparado para tomar acción una vez el panorama se aclare. Se adopta una postura defensiva y se evalúa los prospectos de bonos soberanos y corporativos. El último componente del portafolio es Oro, una comodidad que genera cobertura idónea en tiempo de crisis financiera, guerra y devaluación de la moneda. Una vez evaluada cada tipo de activo, se emite una recomendación para la colocación porcentual por tipo de activo.

INTRODUCCIÓN

En un mundo de incertidumbre, tensiones políticas y luchas sociales, el manejo del dinero es tan importante como la generación y el ahorro de este. Bajo la tendencia secular inclinándose cada vez más hacia tasas de interés negativas y políticas monetarias que destruyen el poder adquisitivo de la moneda, el individuo debe de atreverse a dar el paso y convertirse en inversionista. Existen maneras de que el dinero trabaje para uno, pero primero hay que trabajar para el y colocarlo de manera sistemática bajo procesos y metodologías encapsuladas por gestores como Warren Buffet y Howard Marks a lo largo de sus carreras ejemplares.

Durante los últimos años, la macroeconomía global se ha deteriorado de manera significativa y el COVID-19 está por lanzar la economía del mundo occidental en una recesión severa. Actualmente, 30% de la deuda soberana global tiene tasas de interés negativas, la mayoría perteneciendo a instrumentos europeos. Estamos a la víspera del fin del ciclo económico sincronizado más largo de la historia, el de Estados Unidos comenzando en 2009. Muchos indicadores están señalando la posibilidad de recesión y la contracción en índices de producción y el sobrecalentamiento del mercado laboral americano no presentan buen augurio. En base a esto, cualquier individuo debe ser muy cuidadoso a la hora de invertir sus ahorros en los mercados capitales. Las valoraciones empresariales están sobre-extendidas, en parte gracias a las políticas de recompra de acciones y en parte a las inyecciones de liquidez y corte en tasas de interés lideradas por la Reserva Federal. Invertir de manera errónea puede producir resultados similares a las personas que invirtieron en Japón a finales de los 80. Al 3 de abril del 2020, su inversión

sigue bajo agua, por lo cual considero importante delimitar ciertos criterios bajo los cuales inversionistas harán la colocación de sus ahorros.

ANTECEDENTES

Las finanzas personales y el manejo de inversiones son tan viejas como el desarrollo de la humanidad. Como parte de la naturaleza humana, el hombre siempre buscó expandir sus horizontes, proveer para su familia y dejar un legado.

Muchos inversionistas han tratado de predecir la dirección de los mercados capitales, pero son pocos los que dejarán un legado monetario para sus clientes y accionistas. La orientación de este informe se alinea con la teoría de ciclos de negocios y el estilo de inversión de valor.

Durante las últimas décadas, Howard Marks, CEO de Oaktree Capital Management con un portafolio valorado en USD 120 billones, ha sido uno de los exponentes más vocales sobre la importancia del análisis y comprensión de las tendencias macroeconómicas seculares y el ciclo de negocios en la colocación de inversiones de un portafolio. Keith McCollough, CEO de Hedgeye Risk Management ha construido un servicio de investigación basado en la matemática fraccionaria, buscando crear un proceso enfocado en el ciclo de negocios para que sus clientes tomen las mejores decisiones sobre sus portafolios.

Este informe busca combinar el enfoque macroeconómico para identificar áreas de oportunidad con el concepto de inversión de valor desarrolladas por Benjamin Graham y Frank Dodd posterior a la Gran Depresión. Warren Buffet y Philip Fisher han sido inversionistas legendarios que construyeron su fortuna en base a las lecciones de Graham y Dodd. La investigación y descubrimiento de precios es importante para que un

inversionista logre identificar empresas de alta calidad a precios conservadores, creando así, un margen de seguridad sobre las inversiones que se adquirieran.

El enfoque cíclico y de valor han generado retornos por sobre el retorno del mercado, lo cual se evidencia en el desempeño de empresas como Oaktree Capital Management y Berkshire Hathaway. Este informe se apoyará en las décadas de experiencia, informes académicos y técnicos, y libros generados por los máximos exponentes financieros del último siglo.

JUSTIFICACIÓN

Se considera importante que todo inversionista tome en cuenta el aspecto macro, las etapas del ciclo de negocios, los deltas (Δ) en crecimiento del PIB, métricas de producción y márgenes de ganancia para hacer una colocación de activos que se verán beneficiados por el ambiente macroeconómico actual y futuro. Así mismo, es importante combinar este enfoque macroeconómico con las filosofías de Benjamin Graham y su estilo de inversión de valor a precios conservadores, buscando maximizar sus retornos sobre riesgo seleccionado.

Este proyecto delimitará las bases bajo la cual el inversionista en 2020 debe ver la economía de Estados Unidos, los mercados de acciones, comodidades y deuda, sacar sus propias conclusiones y hacer la colocación de activos en base a su apetito de riesgo.

Toda persona busca el crecimiento de sus ahorros, la provisión de su familia y un legado financiero que aventaje a los herederos en maneras que el inversionista no pudo gozar. En tiempos de tanta incertidumbre, se considera toral que un inversionista considere el aspecto macroeconómico previo al análisis micro de un activo, esto con el objetivo de maximizar retorno a menor volatilidad e incertidumbre.

DESCRIPCIÓN DEL PROYECTO

Durante los últimos años, la macroeconomía global se ha deteriorado de manera significativa pero no lo suficiente como para entrar en una recesión. 30% de la deuda soberana global tiene tasas de interés negativas, la mayoría perteneciendo a instrumentos europeos. Estados Unidos y China han visto la contracción en indicadores de manufactura y producción, al punto que la intervención de sus bancos centrales ha sido necesaria.

Estamos en el decimoprimer (11) año de la expansión económica más larga de la historia, el de Estados Unidos reiniciando en 2009 y a la verja de una recesión económica global. Muchos indicadores están señalando la posibilidad de recesión y la contracción en índices de producción y el sobrecalentamiento del mercado laboral americano no presentan buen augurio. En base a esto, cualquier individuo debe ser muy cuidadoso a la hora de invertir sus ahorros en los mercados capitales.

Este proyecto delimitará las bases de análisis de ciclo de negocio, colocación de activos y análisis de acciones comunes bajo la cual el inversionista en 2020 debe ver el mercado, sacar sus propias conclusiones y hacer la colocación de activos en base a su apetito de riesgo.

OBJETIVOS DEL PROYECO

Objetivos Generales

Guiar al inversionista hacia una colocación concientizada en torno al ciclo de negocios para la construcción y colocación conservadora y efectiva de sus ahorros.

Objetivos Específicos

Determinar el panorama de inversión, la etapa del ciclo de negocio y determinar la colocación adecuada para el capital del inversionista.

Construir las bases de un portafolio de inversión ajustable al ciclo económico de negocios que logre un mejor desempeño que el índice S&P 500 y su equivalente en ETF: SPY a lo largo de la vida del portafolio.

METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN

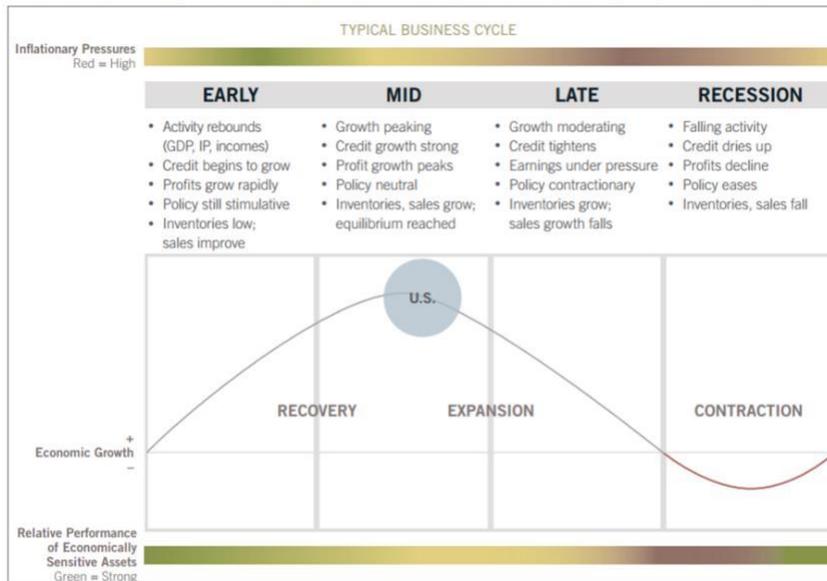
Metodología de comprensión del ciclo económico de negocios

Las economías, empresas y mercados capitales operan en base a patrones, patrones a los cuales los economistas identifican como ciclos. Según Howard Marks (2018), los ciclos económicos dependen mucho de la psicología de sus participantes. La variación en psicología resulta en variaciones positivas y negativas con relación a la tendencia secular y de largo plazo. Estas variaciones pueden llegar a ser extremas, como lo ocurrido durante el boom tecnológico de la década de los 90. El crecimiento sobrenatural en el mercado hipotecario del 2003-2007 es otro ejemplo de cómo la psicología de los agentes económicos puede inducir a excesos e incluso toma de riesgos por sobre métricas financieras conservadoras. Estos dos ciclos de negocios caracterizados por crecimiento económico a tasas aceleradas han resultado subsecuentemente en un retorno a la normalidad y tendencia secular abruptas, a tal punto que los excesos del mercado hipotecario, financiero y bancario casi hundieron a la economía mundial durante el 2008.

Aquel inversionista que desestima la importancia de su posicionamiento en los ciclos está expuesto a sufrir severas consecuencias. Por ende, se considera importante valorar el estado macroeconómico de Estados Unidos y definir el punto del ciclo de negocios en el que se encuentra. El inversionista podrá definir su posicionamiento en base al desempeño histórico de cada parte del ciclo y podrá prepararse para posibles oportunidades y así hacerse de empresas de calidad a precios descontados. La historia podrá no repetirse, pero siempre rima y los ciclos económicos no son la excepción.

IMAGEN 1: Las fases típicas del ciclo de negocios

EXHIBIT 2: The business cycle has four distinct phases, with the example of the U.S. in a mid-cycle expansion in mid-2014.



FUENTE: Fidelity Research

Fidelity Research considera que el ciclo de negocios contiene cuatro (4) fases principales.

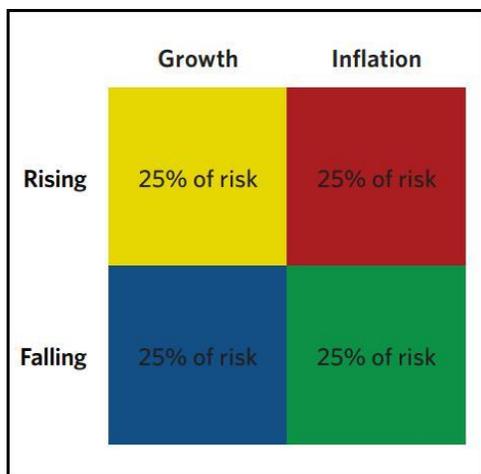
Para determinar los componentes de nuestro portafolio, consideramos importante determinar al nivel de Estados Unidos el estado de los siguientes aspectos macroeconómicos:

- Tendencia de crecimiento año sobre año (YoY) del PIB
- Comportamiento productivo (YoY)
- Estado del mercado laboral y tendencias (YoY)
- Comportamiento del ciclo crediticio
- Tendencia de márgenes de ganancia
- Comparativo histórico de métricas de valoración del mercado capital Marks

(2018), considera que la colocación de los activos de un portafolio de inversión debe de alternar entre posturas agresiva y defensivas, dependiendo siempre del ciclo de negocios

actual. Así mismo, Bamsajian (2019), considera que un portafolio de inversión debe de inclinarse hacia el grupo o sector económico que este mejor posicionado para el entorno macroeconómico actual y futuro. Ray Dalio, CEO de Bridgewater Capital recomienda la visualización del posicionamiento en base a una razón de retorno sobre riesgo, el cual será dictada por el entorno económico.

IMAGEN 2: Ajuste de portafolio según paridad de riesgo



FUENTE: Bridgewater Capital

Brinson et al. (1986) establecen que el 93.6% de la variación en desempeño de un portafolio depende de la estrategia de colocación de activos. Con este enfoque macro, se considera que el inversionista podrá posicionar su portafolio de inversión a favor de las tendencias macroeconómicas y se le facilitará determinar los sectores desaprovechados y desestimados, cuyas valoraciones proporcionan razones de retorno sobre riesgo sumamente atractivas y conservadoras. Para la selección de dichos activos, el inversionista deberá de apoyarse en un grupo de criterios para reducir el universo de empresas y asegurar que el inversionista pueda identificar empresas de alta calidad a descuentos considerables.

Metodología de Selección de Empresas para Investigación a fondo

La construcción de este portafolio de inversión irá de lo macro a lo micro. Una vez definido nuestro posicionamiento en el tiempo dentro del ciclo de negocios, el inversionista podrá identificar los sectores oportunos para la respectiva fase en el ciclo de negocios. Cada fase incluye sectores favorecidos por la dinámica histórica del desempeño de cada tipo de activo y de cada sector de la economía.

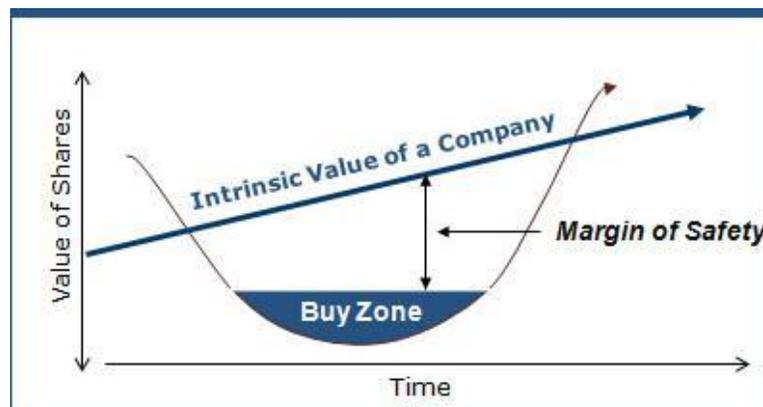
Al definir los sectores oportunos, se recomienda que se filtre el universo de acciones comunes de empresa bajo los siguientes argumentos basados en el estilo de inversión de valor (Graham 2013):

TABLA 1: Criterios y parámetros de evaluación de acciones comunes

Criterios	Parámetros
Precio a Valor en Libros (P/B)	< 2
Razón de Precio/Beneficio (P/E)	< 15 por los últimos 12 meses
Liquidez	>1.5
Razón Ácida	>1
Margen Bruto	$\geq 20\%$ durante los últimos 10 años
Margen Operativo	$\geq 15\%$ durante los últimos 10 años
Margen Neto	$\geq 10\%$ durante los últimos 10 años
ROA	$\geq 10\%$ durante los últimos 10 años
ROE	$\geq 20\%$ durante los últimos 10 años
ROIC	$\geq 15\%$ durante los últimos 10 años

Estos parámetros se han determinado en base al desempeño por sobre los índices S&P 500 y Dow Jones de este estilo de inversión detallado por Benjamin Graham en su libro *The Intelligent Investor* (2013). Cada empresa seleccionada debe ser considerada grande, prominente y financieramente conservadora. El Sr. Graham instruyó por décadas a los alumnos de Columbia University sobre la importancia de buscar empresas de alta calidad cuyo valor el mercado no ha sabido apreciar, cubriendo su inversión con un margen de seguridad provisto por la operación de la empresa y el precio bajo de adquisición.

IMAGEN 3: Inversión con margen de seguridad



FUENTE: Augury Research

Habrán empresas de alta calidad, con operaciones robustas que quedarán fuera de esta selección, pero es parte del precio y análisis necesario en busca de un margen de seguridad más amplio. Por ende, se considera importante identificar las posibles empresas sobrevaloradas, identificar sus prospectos en base al ciclo de negocios e incluso preparar capital a futuro para la compra de empresas líderes en el mercado a precios de descuento.

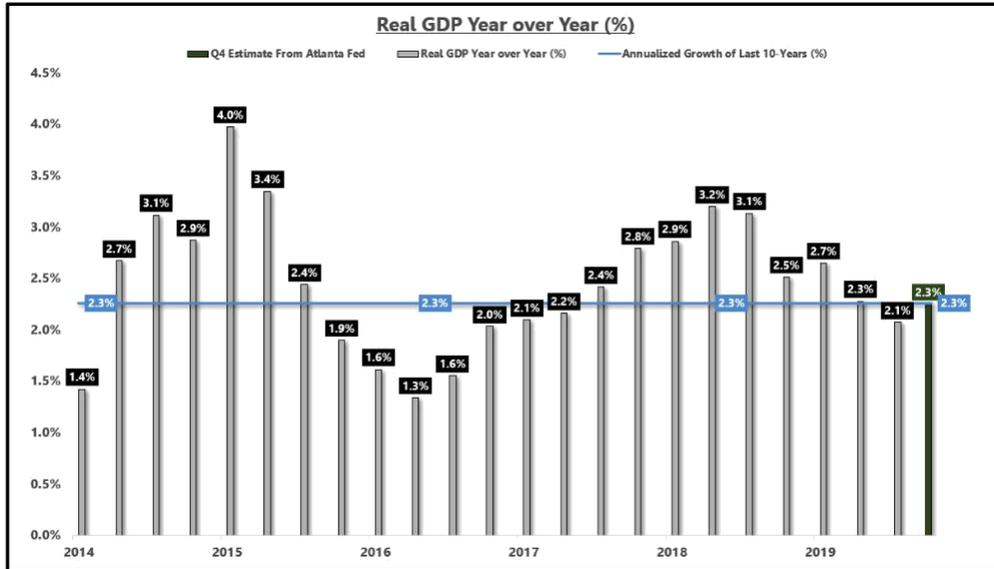
Se recomienda no escoger más de 20 compañías como parte de la canasta de acciones del portafolio según lo que Graham (2013) y Fisher (2015) exponen. El número bajo de empresas en nuestro portafolio asegurará que el inversionista conozca profundamente el negocio al cual el/ella desea invertir su capital y se cree que un número mayor a 20 empresas podrá diluir el tiempo y por ende la certeza de la investigación sobre cada empresa realizada. La diversificación por sector dependerá del ciclo económico.

ESCENARIO MACROECONÓMICO DE ESTADOS UNIDOS

Comportamiento del Producto Interno Bruto (PIB)

El comportamiento del Producto Interno Bruto (PIB o GDP) es un indicador importante para determinar la dirección de una economía. En el caso de Estados Unidos, se puede identificar que el delta (Δ) en PIB año sobre año (YoY) ha entrado en una etapa de desaceleración similar a la que llevo al pánico y a la intervención de la Reserva Federal en 2016. La dirección del Δ del PIB nos permite identificar que la actividad económica agregada de Estados Unidos está entrando en una etapa de crecimiento moderado, con tendencia a 3 años de desaceleración. Según Emsbo-Mattingly et al (2019) y la metodología adaptada por Fidelity Research, el comportamiento actual del PIB es característico de la parte tardía del ciclo de negocios. No obstante, es imposible concluir nuestro posicionamiento dentro de dicha fase sin antes evaluar demás aspectos macroeconómicos como inflación, mercado laboral, mercado crediticio, etc.

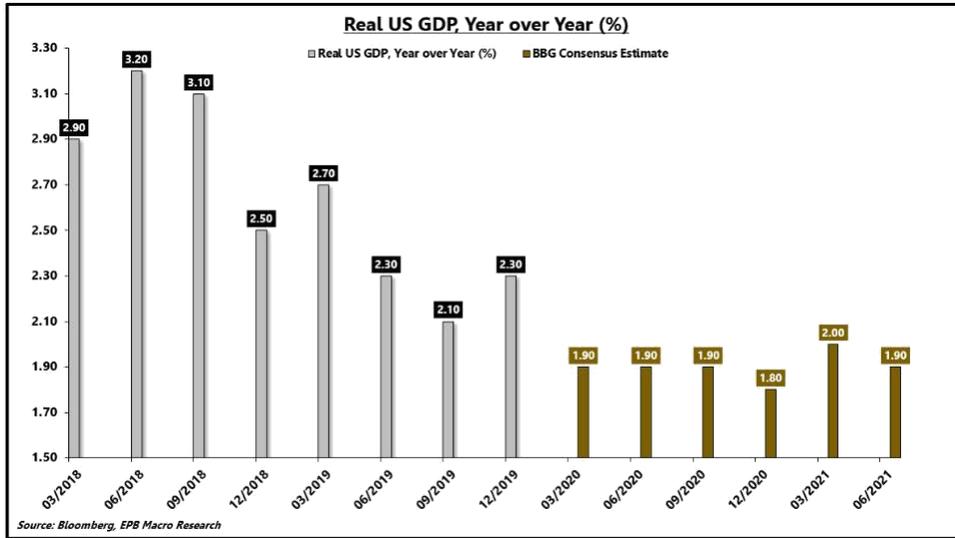
IMAGEN 4: Crecimiento del PIB año sobre año (YoY) (%)



FUENTE: Hedgeye Risk Managemetn, Atlanta Fed

La desaceleración reciente en el crecimiento del PIB influye mucho en la psicología del inversionista, los analistas financieros y los demás participantes de la economía. Esto induce a que economistas y analistas financieros reduzcan sus expectativas del futuro, afectando negativamente los precios de las acciones de empresas más expuestas al ciclo de negocios y la reducción en las expectativas de crecimiento.

IMAGEN 5: PIB Real YoY con estimados consensuados BBG (%)



FUENTE: Bloomberg, EPB Macro Research

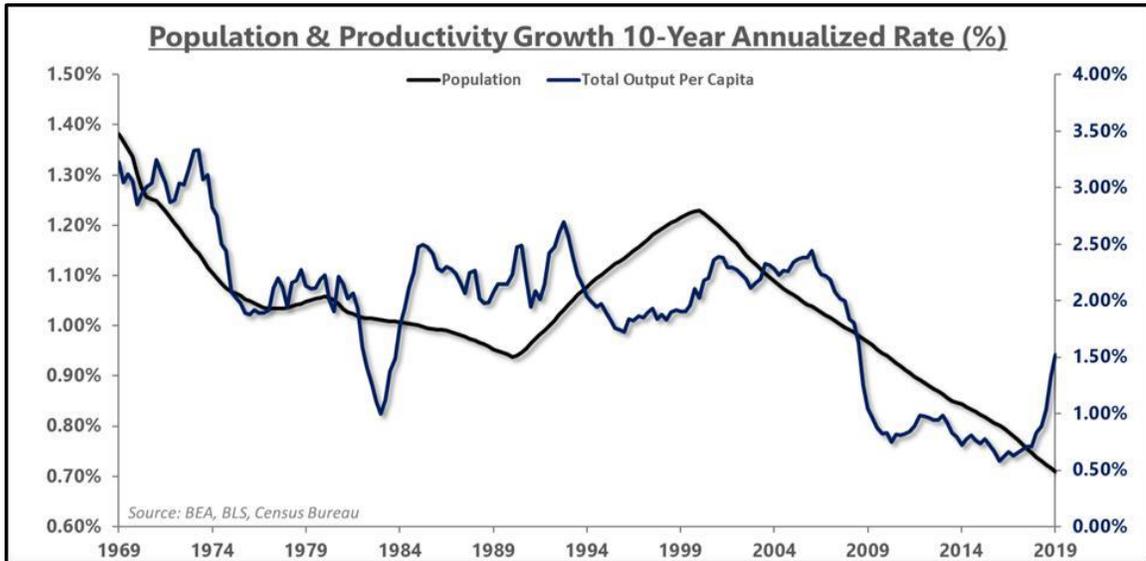
Marks (2018) nos indica que el nivel de crecimiento del PIB acelerará si sus componentes lo hacen y desacelerarán dado el caso contrario. La investigación contemporánea de Tunah (2010) demuestra causalidad bidireccional entre el desempeño de acciones y la actividad real de la economía. En base a esto, es crucial entender la dirección del nivel productivo de la economía y sus posibles efectos sobre la desaceleración de la economía americana. Si bien es cierto, la economía de Estados Unidos desaceleraba, el 28 de abril del 2020 el mercado recibirá el dato de crecimiento del PIB para Q1 2020 y en base a lo acontecido con el COVID-19, es altamente probable que la contracción económica ya haya comenzado. El efecto del COVID-19 sobre la actividad económica será indefinida y se convertirá en el catalizador que finalizará el ciclo económico comenzado en 2010.

Nivel productivo de la economía americana y el Mercado Laboral

La teoría macroeconómica nos introduce la importancia del nivel productivo de una economía y la influencia que el mercado laboral tiene sobre la misma. Greethman y Hartnett (2004) nos indican que tendencia secular de crecimiento de una economía depende de los factores productivos, mercado laboral y capital y en las mejoras y avances en productividad.

Las tendencias demográficas tienden a ser tendencias seculares, a largo plazo con fluctuaciones mínimas a corto plazo. Marks (2018, p. 51) denota que, si la población económicamente activa disminuye, el crecimiento positivo del PIB empezará a enfrentarse en contra en forma de tendencias demográficas negativas. El decrecimiento en la productividad va de la mano con el nivel de fertilidad y crecimiento poblacional por lo cual podemos entender que a la economía americana se le dificultará más y más crecer su nivel de actividad económica a tasas altas. El nivel de productividad y su tendencia desacelerada son causa de las expectativas reducidas en crecimiento económico mostrado en el gráfico anterior.

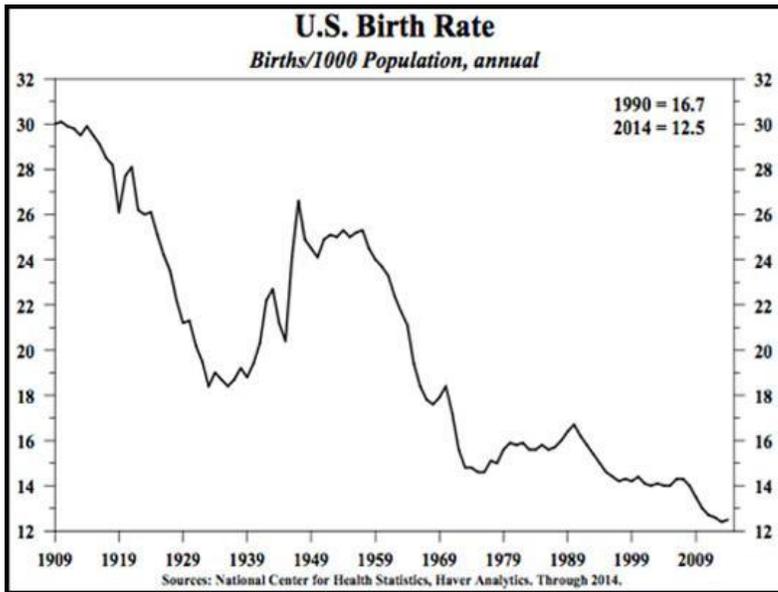
IMAGEN 6: Crecimiento anualizado a 10 años de la población y nivel productivo (%)



FUENTE: BEA, BLS, Census Bureau

La revolución informática produjo una re-aceleración al nivel productivo económico de Estados Unidos durante los años 90. El nivel de productividad macroeconómico cada vez dependerá más y más de los avances tecnológicos que sus participantes desarrollen y no del viento en cola del crecimiento demográfico, una característica de muchas economías avanzadas como Japón, Alemania y países nórdicos. A mediano plazo, se considera que el COVID-19 resultará en contracciones a nivel del PIB a raíz de la contracción de casi todos sus elementos como el nivel de productividad y consumo de la economía.

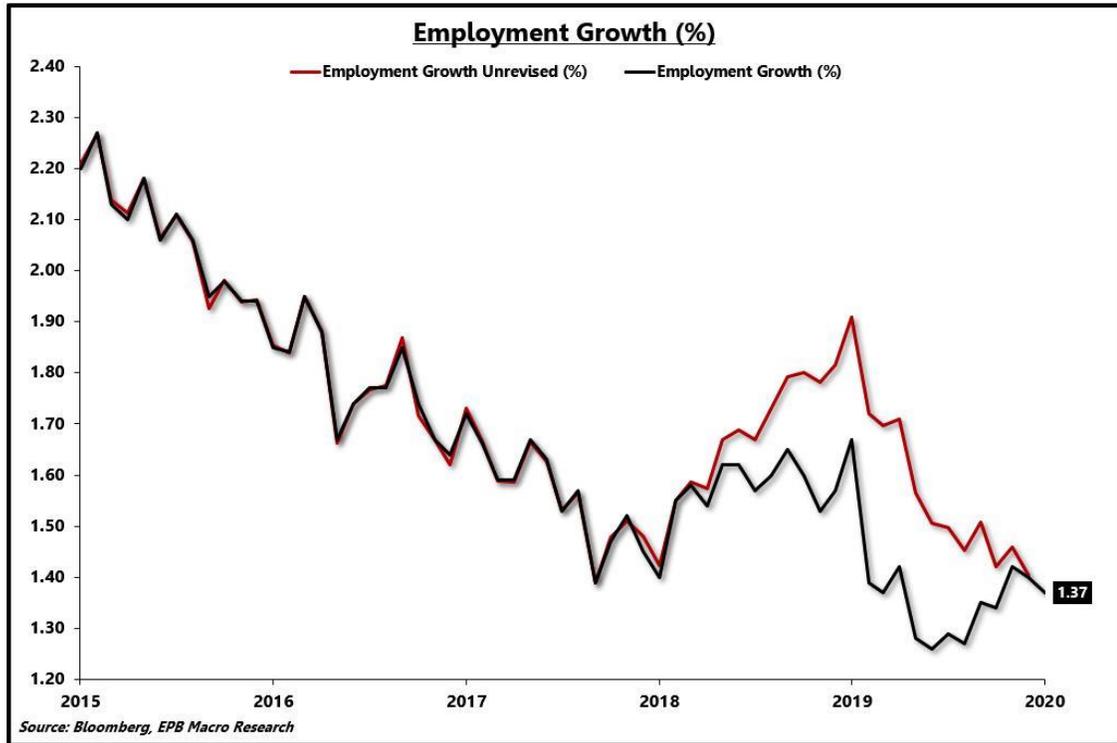
IMAGEN 7: Tasa de natalidad de Estados Unidos al millar (%)



FUENTE: National Center for Health Statistics

El mercado laboral es un indicador importante cuando se analiza la economía en términos de ciclos de negocios. El incremento en participación laboral es un indicador fuerte y positivo de la demanda agregada de una nación. A mayor demanda de productos y servicios, los negocios comenzarán a incrementar el número de empleados bajo su planilla y viceversa cuando sus ingresos ya no puedan sostener la fuerza laboral actual.

IMAGEN 8: Tasa de crecimiento de empleos (%)



FUENTE: Bloomberg, EPB Macro Research

En terminas históricos, el nivel de desempleo llegará a un mínimo, donde los economistas consideran que la economía está al máximo de su capacidad en empleo. Según el St. Louis FED y el Buró de Estadísticas Laborales Americano, la economía americana opera a una tasa de desempleo del 3%, a un nivel no visto desde el final de la década de los 60. El Buró de Estadísticas Laborales reporto el 6 de marzo del 2020 que surgieron 273,000 nuevos empleos durante el mes de febrero, reduciendo la tasa de desempleo a un 3.5%, al nadir de las últimas cinco décadas.

IMAGEN 9: Tasa de desempleo (%)

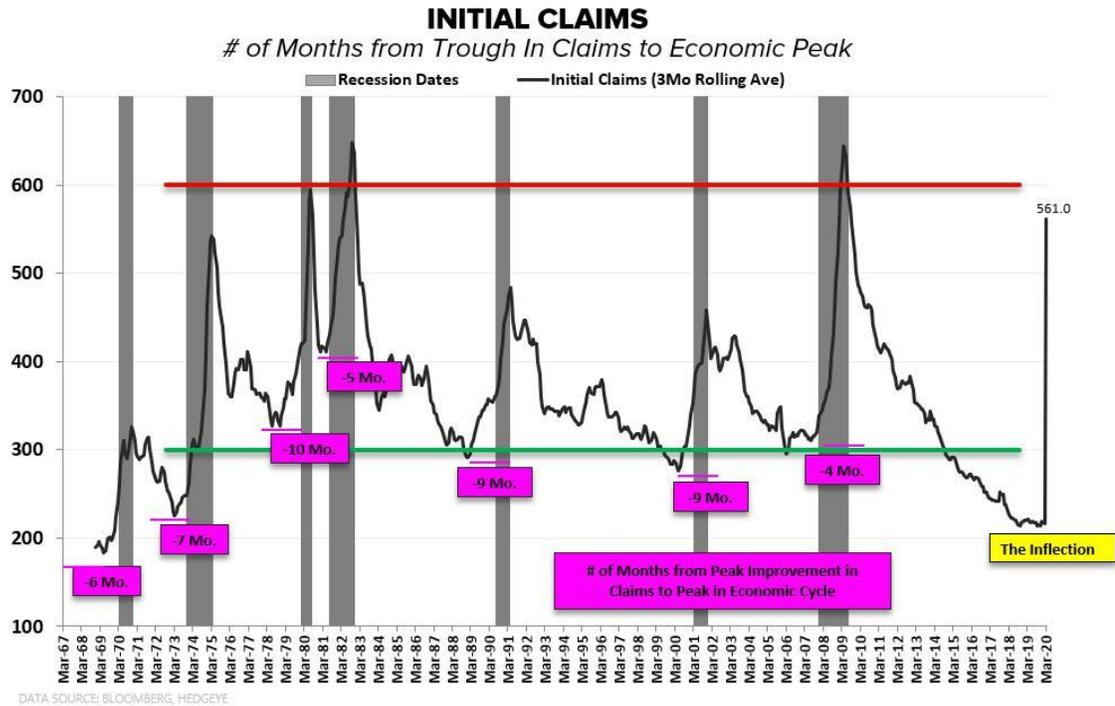


FUENTE: FRED, US Bureau of Labor Statistics

Una vez la economía llegue a su máxima capacidad de empleo el mercado laboral tiende a deteriorarse. No sabemos cual es el nivel máximo de capacidad en términos de tasas de desempleo, pero la tendencia histórica nos indica que estamos muy próximos. Por lo general, esto se debe a el deterioro de las condiciones económicas que llevan a que empresas ven reducción en sus márgenes de ganancia y deben deshacerse de costos fijos que puedan peligrar el servicio de sus deudas y su operativitas, siendo el talento humano el más afectado. El COVID-19 ha ocasionado la cuarentena de un gran porcentaje de la población americana, restringiendo el consumo que en torno se convierte en un circulo vicioso donde los ingresos del sector privado se contraerán dramáticamente y resultan en despidos, materializándose en menores niveles de consumo.

Según la Imagen 10, el COVID-19 ocasionó más de 3 millones de caso de desempleo en menos de un mes y el 28 de abril del 2020, el Departamento de Estadística del Trabajo hará público la tasa de desempleo para Q1 del 2020. En efecto, hemos llegado al punto de inflexión en el mercado laboral.

IMAGEN 10: Casos de desempleo declarados (Promedio continuo a 3 meses)



FUENTE: Bloomberg, Hedgeye Risk Management

El mercado laboral y el record histórico de casos de desempleo declarados nos indican que la economía americana se encuentra en el comienzo de una recesión económica y que el ciclo laboral actual ha llegado a su fin. Las expectativas de crecimiento del PIB disminuyen con la tendencia desacelerada de la economía, haciendo incluso, que muchos esperen contracción en actividad económica como producto de las medidas mitigadoras del COVID-19. No obstante, es esencial que confirmemos dicha suposición con el análisis y evaluación de los márgenes del sector privado, el ciclo crediticio y la comparación histórica de la valoración del mercado de acciones.

El ciclo de ganancias del S&P 500 y las expectativas del sector privado

Desde la Gran Recesión del 2008, la economía mundial se ha recuperado en un ciclo de desarrollo económico sincronizado. 12 años después, todo inversionista debe analizar la velocidad del crecimiento del ingreso neto, usando el índice S&P 500 como medidor referencial de la economía americana.

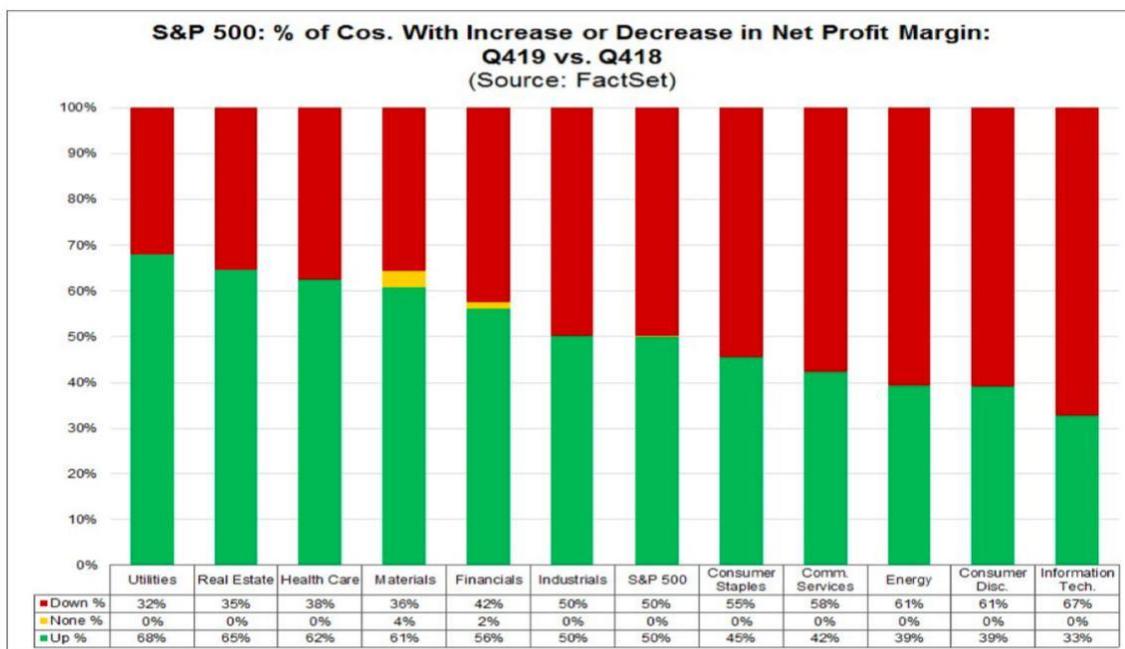
IMAGEN 11: Crecimiento real de utilidades del S&P 500 (%)



FUENTE: S&P Global

El gráfico anterior identifica la tendencia de crecimiento año sobre año (YoY) del ingreso neto por acción (EPS) de cada empresa componente del índice S&P 500. Desde el 2008, la velocidad del crecimiento ha fluctuado, entrando en una contracción mínima durante el año del 2016, al cual la Reserva Federal respondió con inyecciones de liquidez. Desde finales del 2018, el crecimiento en ingresos ha disminuido y está cerca de contraerse una vez más.

IMAGEN 12: % de empresas del S&P 500 con incrementos o reducciones en margen neto de utilidades Q4-2019 versus Q4-2018



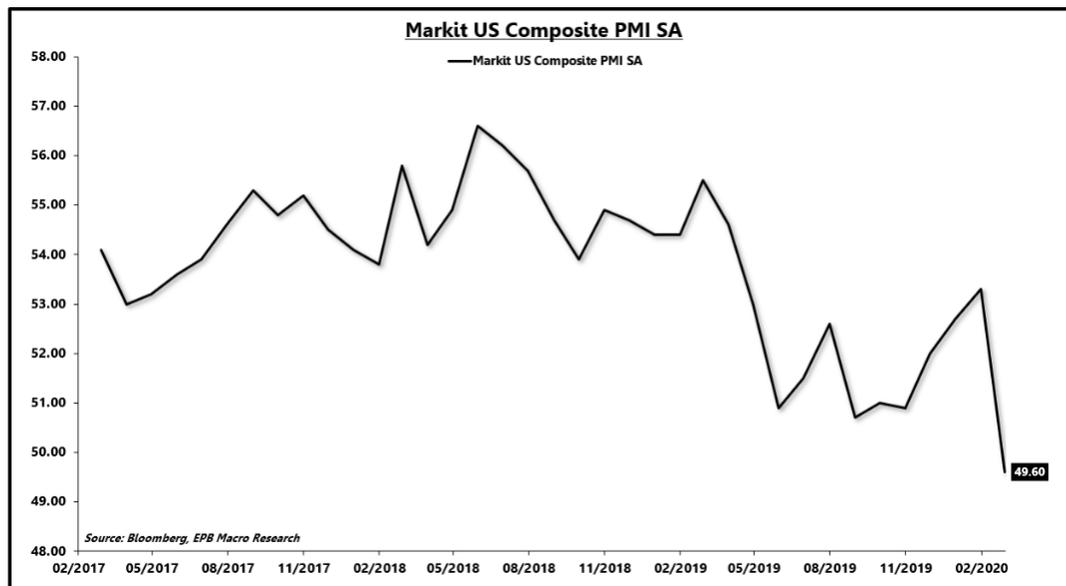
FUENTE: FactSet

El efecto del COVID-19 sobre la economía americana y la disrupción de los canales de distribución en China llevarán a la contracción de actividad económica en Estados Unidos y a nivel global. Sin embargo, la tendencia reciente ya era negativa y el COVID-19 amplificará esta tendencia.

El economista de IHS Markit, Chris Williamson (2020) denota el incremento en la vulnerabilidad del sector de servicios y detalla que la producción del sector manufacturero se ha estancado, amplificado por el COVID-19 y manifestándose en demanda débil a través de muchos sectores. El turismo, importaciones y exportaciones han sido impactados directamente por el virus. El IHS Markit Composite PMI denotan el cambio en sentimiento y percepción de las expectativas macroeconómicas del futuro. Este índice se construye a base de encuestas a más de 400 encargados de compras en el sector de manufactura,

evaluando el sentimiento y expectativas de compra e inversión en nuevas ordenes de clientes, brevedad en entrega de proveedores, niveles de inventario, nivel de empleo y niveles de demanda.

IMAGEN 13: Índice de gestores de compra Markit de Estados Unidos



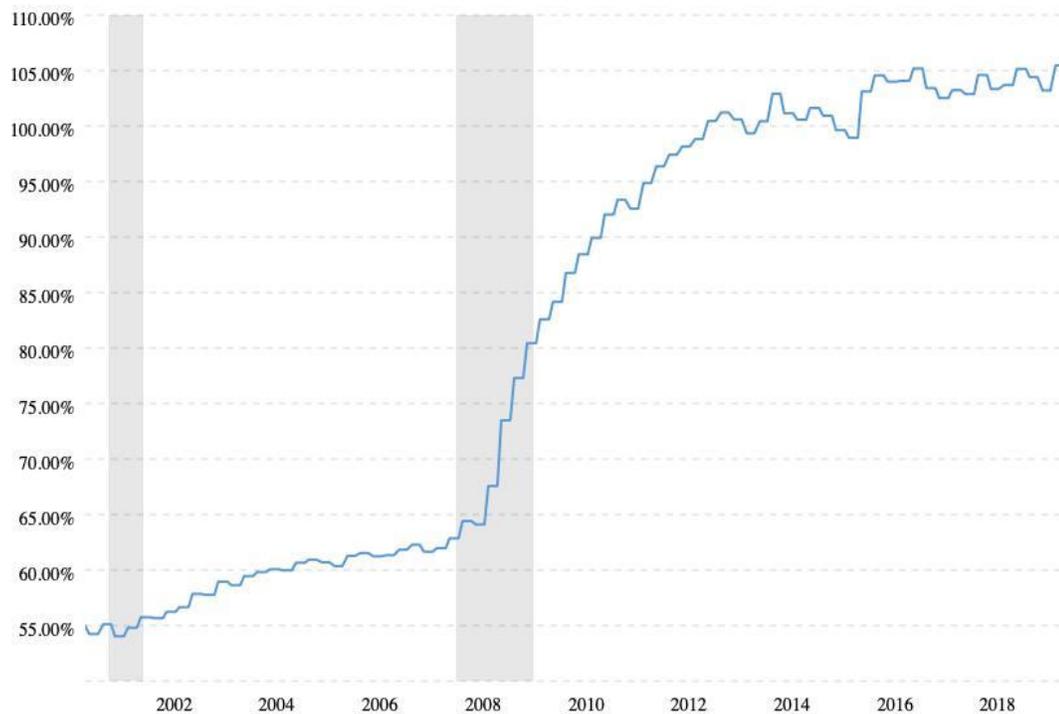
FUENTE: IHS Markit

La disminución abrupta del PMI hace palpable la incertidumbre y precaución que las empresas y sus directivos perciben ante la desaceleración económica general y la contracción de los ingresos de varios sectores.

El Ciclo Crediticio

La madurez del ciclo económico presenta más y más obstáculos para el crecimiento sostenido al cual el mercado se había acostumbrado. Ante dicha desaceleración, un inversionista podría preguntarse a que se debe la amplia variación en devaluación del precio de acciones ante la contracción económica de una nación. La respuesta yace en el apalancamiento operativo y en el apalancamiento financiero, cuya función es magnificar utilidades pero presente el riesgo de magnificar perdidas en un ambiente de contracción económica (Marks 2019, p.139). Por lo cual, ¿qué nivel de endeudamiento posee la economía de Estados Unidos?

IMAGEN 14: Razón Deuda PIB de Estados Unidos



FUENTE: Macro Trends

La razón de deuda sobre PIB nos indica la dependencia de la economía americana en el financiamiento de sus actividades económicas para producir crecimiento y ganancia. No obstante, este ha sido la expansión económica de peor calidad crediticia de la historia. Al visualizar la deuda corporativa y la calidad de los instrumentos emitidos, podemos visualizar el incremento histórico en el porcentaje de deuda BBB a CCC con relación al índice S&P 500.

IMAGEN 15: % de emisores de deuda corporativa con valoración crediticia B- o CCC dentro del S&P



FUENTE: S&P Ratings Direct

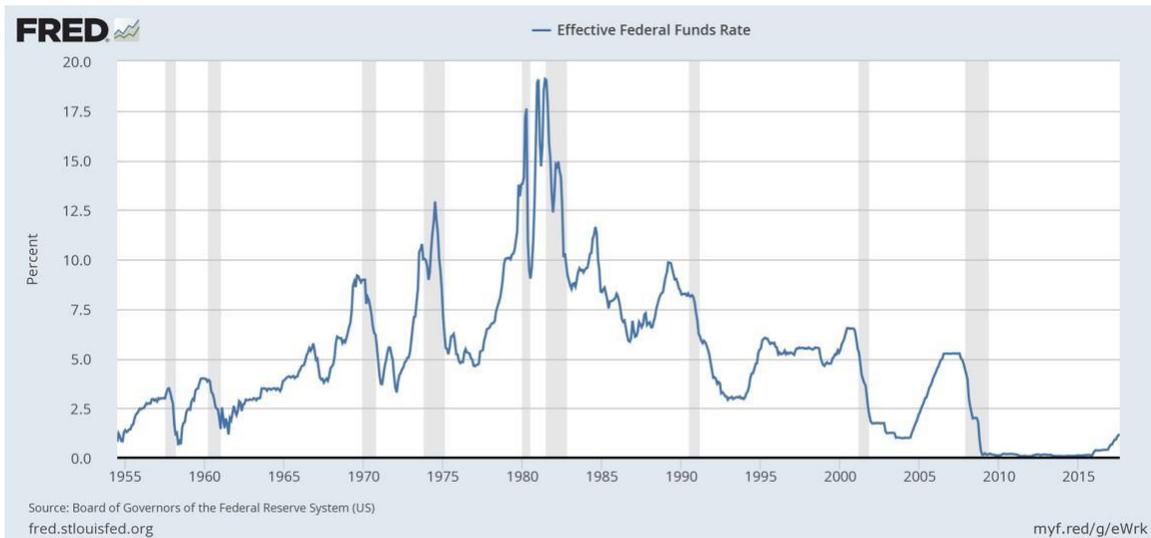
Según Michael Eisenband, la calidad crediticia durante fases de crecimiento cíclico debería de mejorar conforme a la mejora en desempeño operativo corporativo. La última década ha demostrado lo contrario gracias a la política monetaria expansionista de la Reserva Federal [ver Anexo 1], la supresión artificial de tasas de interés y el incremento en métodos de financiamiento agresivos y de menor rigor. Consideren lo siguiente:

- 56% de todos los emisores de deuda corporativa del S&P son de calidad B, comparado al 49% en 2009.

- Actualmente hay mas de 450 emisores corporativo con una calificación B- o peor, el doble del máximo durante el pico del último ciclo creditico. (Eisenband 2019)

Ante la evidente desaceleración en actividad económica, es importante que un inversionista contemple la actividad del mercado de bonos.

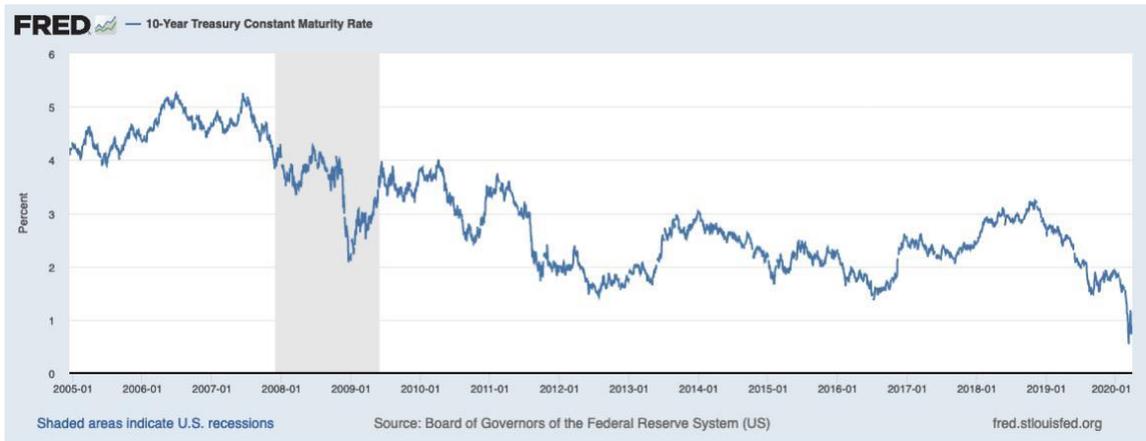
IMAGEN 16: Tasa Efectiva de la Reserva Federal (%)



FUENTE: FRED, Junta de Gobernadores del Sistema de Reserva Federal

Debido a la manipulación de las tasas de interés, la Reserva Federal creó un ambiente de acceso fácil y barato a liquidez crediticia, manteniendo el FED Funds Rate a niveles nunca visto y apenas por encima de una tasa de 0% de interés. Como consecuencia, el ETF: TLT, que sigue el desempeño de los bonos soberanos a 10 años de Estados Unidos, es cotizado bajo un 1% en el mercado. La tasa libre de riesgo y su colapso de la mano de la Reserva Federal han permitido el financiamiento barato de muchas empresas.

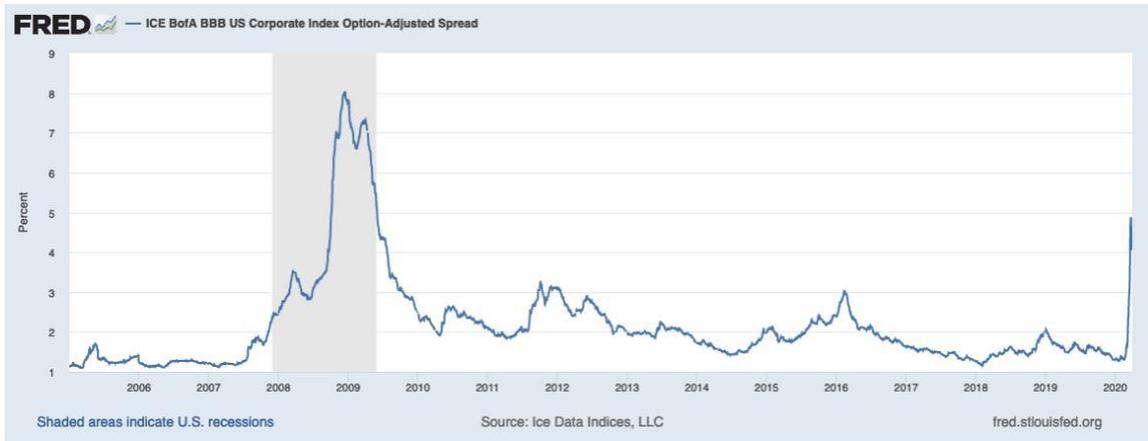
IMAGEN 17: Cupón de Bono de la Tesorería de Estados Unidos a 10 años (%)



FUENTE: FRED, Junta de Gobernadores del Sistema de Reserva Federal

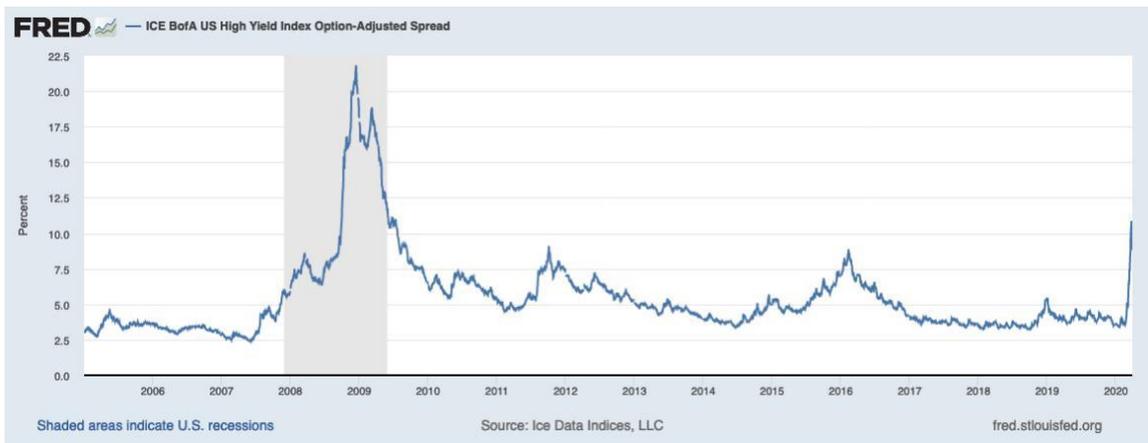
Con la expansión económica y el incremento en ganancias del mercado general, la diferencia en tasas entre los bonos de la tesorería a 10Y y los bonos corporativos B y C han disminuido. Con el cambio en sentimiento por el COVID-19, la tasa de los bonos de alto rendimiento (CCC) y los bonos corporativos de grado de inversión (BBB) han divergido hacia arriba. Howard Marks (138) indica que se necesita solo una pequeña variación a nivel de la economía general para producir un efecto multiplicador sobre el mercado crediticio y la disponibilidad de financiamiento.

IMAGEN 18: Diferencia entre cupón de bonos corporativos BBB y bonos de la Tesorería de Estados Unidos



FUENTE: FRED, Ice Data Indices LLC

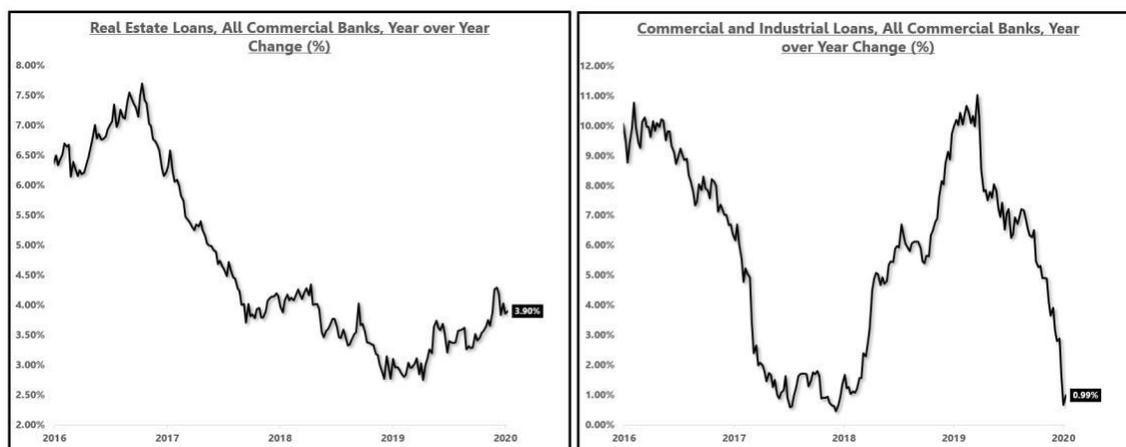
IMAGEN 19: Diferencia entre cupón de bonos corporativos CCC y bonos de la Tesorería de Estados Unidos



FUENTE: FRED, Ice Data Indices LLC

La evidencia histórica apoya la hipótesis de que los auges crediticios prolongados y sus respectivos colapsos influyen enormemente sobre la economía en general (Davis y Taylor, 2019) El mercado de bonos basura está señalando dicha preocupación al igual que el diferencial implícito entre bonos corporativos de grado de inversión y la tasa a 10 años de los bonos de la Tesorería [ver Anexo 2] mientras inversionistas huyen hacia fuentes de ingreso fijo más estables como los bonos soberanos. Marks (2019) también argumenta que, si el mercado financiero ofrece dinero barato, “ellos” vendrán, se endeudarán construirán e invertirán con poca disciplina con consecuencias negativas una vez el panorama macroeconómico empeore.

IMAGEN 20: Comportamiento YoY de préstamos hipotecarios, préstamos para actividades comerciales e industriales (%)



FUENTE: EPB Macro Research

Ante la desaceleración económica, el Markit PMI [ver Imagen 13] indica el sentimiento cauto de la industria americana, lo cual es sustentada por la reducción y desaceleración de la cantidad de préstamos nuevos hechos año sobre año. El mercado de bonos señala las mismas preocupaciones a raíz de la destrucción económica que ha comenzado a generar el

COVID-19 y las medidas de cuarentena, por lo cual muchas empresas con niveles altos de endeudamiento y reservas bajas enfrentarán una crisis existencial.

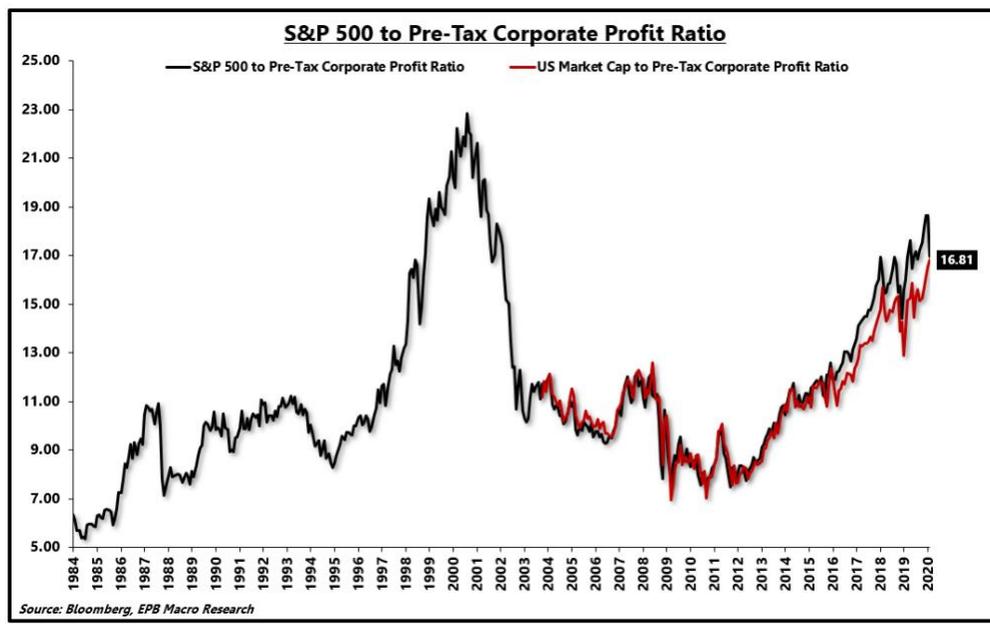
En conclusión, el volumen de deuda sobrepasó el PIB de Estados Unidos desde 2014 y las tasas de interés (FED Funds Rate) han generado la sobre-subscripción de instrumentos de deuda. El volumen de deuda especulativa sobrepasa los niveles anteriormente vistos durante la burbuja financiera del 2008. El crecimiento por sobre la media del Mercado de deuda históricamente nos predice que los instrumentos accionarios prometen retornos menores, incluso por debajo de bonos soberanos (Davis y Taylor, 2019).

Valoración Histórica del S&P 500, NASDAQ y Dow Jones Industrial

Average

Howard Marks (2019) hace mucho énfasis en la psicología del mercado con relación a las fluctuaciones y expectativas plasmadas en el mercado de valores. El optimismo desenfrenado puede exacerbar los ciclos económicos y generan secuencias de boom y choque como lo ocurrió recientemente en el 2001 con la burbuja Dot.com y en 2008 con la crisis hipotecaria. Por ende, todo inversionista debe considerar la postura del mercado y evaluarla históricamente para evitar posicionarse en empresas y activos cíclicos cuya operación esté expuesta a una corrección o una recesión y que afecten de manera permanente su portafolio de inversión. Chakravarty (2005) dicta que los precios de activos como acciones son sumamente sensibles al ambiente macroeconómico.

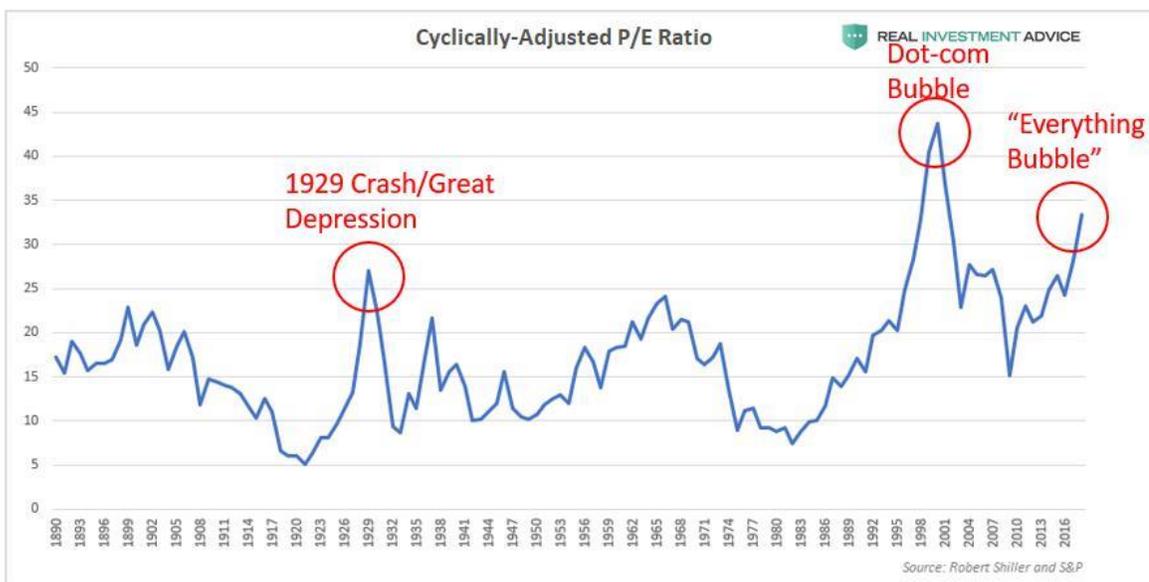
IMAGEN 21: Razón del S&P 500 sobre utilidades antes del pago de impuesto sobre la renta



FUENTE: Bloomberg, EPB Macro Research

El valor de mercado del S&P 500 y sus componentes se ha incrementado desde la crisis financiera del 2008 a un paso por sobre el incremento en actividad económica e incremento en ingresos netos. Con relación a los ingresos ajustados cíclicamente (CAPE), también conocido como la Razón Shiller PE, el mercado se encuentra a niveles superiores previo al colapso financiero del 2008 pero no al nivel de sobrevaloración que produjo la burbuja Dot.com del 2000. Graham y Zweig (2013) nos comentan que una vez la Razón Shiller sobrepasa 20, el mercado tiende a generar retornos pobres y presenta una mejor oportunidad dentro del rango de 10-15 a largo plazo.

IMAGEN 22: Razón de precio sobre utilidades ajustadas al ciclo económico



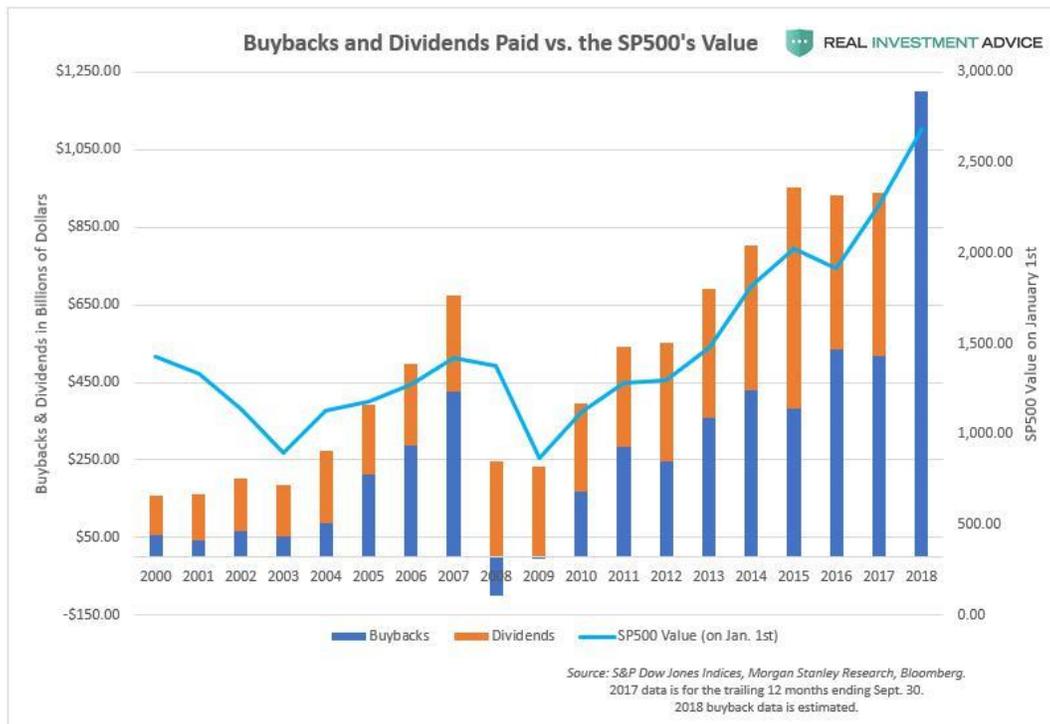
FUENTE: Robert Shiller, S&P, Real Investment Advice

Hay varias métricas que destacan la sobrevaloración de este ciclo económico y una relación beneficio riesgo no atractiva.

- Valor de Mercado sobre PIB [Anexo 3]
- Razón de Precio sobre Ventas del S&P 500 [Anexo 4]

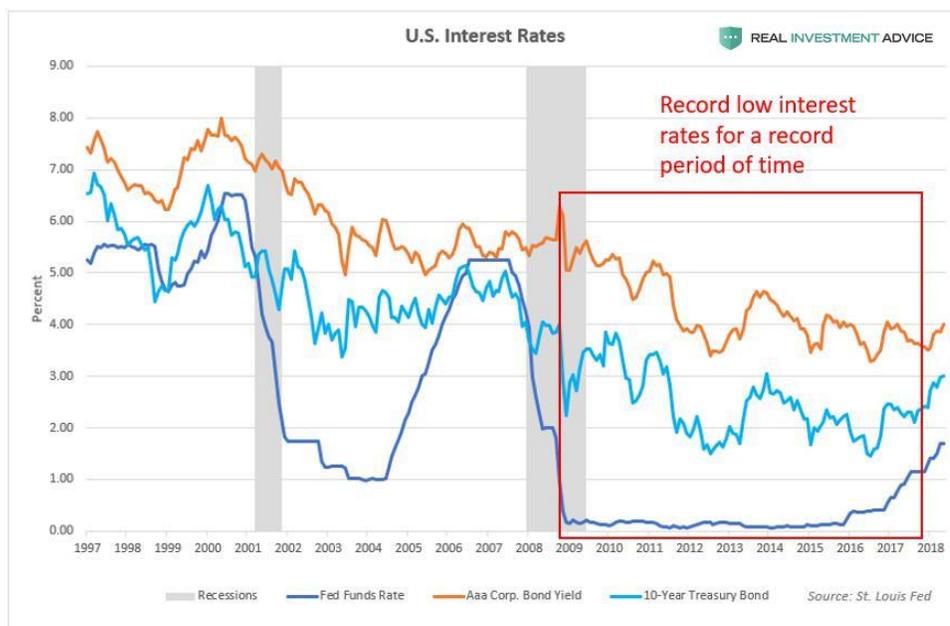
Incluso cuando evaluamos el incremento en ingreso por acción, es importante tomar en cuenta que el crecimiento de esta métrica ha sido inflado artificialmente por la recompra de acciones en operaciones abiertas de mercado. La política monetaria con tasas de interés históricamente bajas y el enfoque a corto plazo de directores de empresa han resultado en el incremento dramático de recompra de acciones. El enfoque a corto plazo va de la mano de los planes de compensación basado en las ganancias por acción (EPS) por lo cual, muchas empresas se han endeudado para inflar artificialmente sus ingresos por acción [ver Anexo 5]. Los niveles de endeudamiento y la colocación inefectiva de su flujo de efectivo dificultan el crecimiento sostenido de muchas empresas y presenta un riesgo elevado sobre el flujo de efectivo de las empresas una vez el ciclo crediticio se contraiga (Basmajian 2020b).

IMAGEN 23: Valor de recompra de acciones y dividendos (billones de USD) sobre el valor del S&P 500



FUENTE: S&P, Dow Jones, Morgan Stanley Research, Bloomberg

Las tasas de interés históricamente bajas incrementan el apetito de riesgo del mercado, ya que, con su disminución, la tasa libre de riesgo disminuye, haciendo más atractiva e impulsando la toma acelerada de riesgos. Todo inversionista debe ser precavido y estar preparado para ser paciente y evitar ser influenciado por la avaricia del mercado sin considerar el riesgo inherente. Graham y Dodd (2009) nos indica que el manejo de un portafolio no se trata de vencer a otros en su juego, si no de controlarnos y mostrar disciplina en la ejecución de nuestro propio “juego”. IMAGEN 24: Tasas de interés en Estados Unidos



FUENTE: St. Louis FED, Real Investment Advice

Por ultimo, Marks (2018) comenta que el inversionista superior no es aquel que compra activos, acciones de empresas de alta calidad, si no aquel que se hace de activos a precios razonables, descontados, precios a los cuales el riesgo beneficio son favorables. Sin duda alguna, podemos concluir que la expansión económica más larga de la historia americana ha llevado al optimismo desenfrenado de sus agentes, plasmado en la sobrevaloración de

sus mercados capitales. Esta sobrevaloración presenta un alto riesgo para todo aquel que decida aventarse a seguir el optimismo desenfrenado de otros.

Evaluación del ciclo de negocios actual

Este informe ha valorado las siguientes condiciones macroeconómicas de Estados Unidos:

- Tendencia de crecimiento del PIB
- Niveles productivos de la economía
- Estado del mercado laboral y tendencias YoY
- Comportamiento del ciclo crediticio
- Tendencia de márgenes de ganancia
- Comparativo histórico de métricas de valoración del mercado capital

El crecimiento del PIB ha desacelerado y esto presenta un viento en contra para los agentes económicos de Estados Unidos, específicamente para aquellos sectores cíclicos como:

- Sector tecnológico
- Sector financiero
- Sector industrial y material
- Sector del consumidor discrecional
- Sector de telecomunicación

El desaceleramiento del PIB ha sido provocado por las expectativas del futuro, plasmadas en la caída del nivel productivo, la contracción del índice IHS Markit PMI y el comienzo de lo que parece ser una contracción en el apetito de riesgo del ciclo crediticio de la economía. Ante la disminución de ingreso por acción de varios sectores económicos, la capacidad de mantener los niveles de endeudamiento incrementarán, frenando poco a poco la disponibilidad de financiamiento y poniendo en riesgo la operatividad de muchas

empresas. Lo peculiar del fin de este ciclo económico es el evento cisne negro COVID-19 que afectará tanto a sectores cíclicos como los defensivos debido a la paralización completa de la economía de Estados Unidos. El mercado de bonos basura ha señalado el sentimiento negativo sobre la calidad de dicha deuda y las posibilidades de pago que tendrán los deudores.

Ante los márgenes contrayéndose, el sector laboral será el primero en sentir el shock económico. El mercado labora está operando a un nivel de empleo total, el cual siempre ha sido un mal augurio para el desarrollo económico y retornos sobre inversiones a corto y mediano plazo. La información de desempleo para el Q1 del 2020 se hará pública el 28 de abril del 2020 y la Imagen 10 nos indica que ha llegado el punto de inflexión en el mercado laboral.

En momento así, un inversionista debe de valorar cual es riesgo beneficio sobre invertir en empresas altamente cíclicas y sobrevaloradas, más aún cuando el COVID-19 paraliza la cadena de suministros y la actividad económica de casi todo Estado Unidos. La Tabla 1, según Fidelity Research, describe las características históricas del ciclo económico en Estados Unidos. A continuación valoraremos la situación actual con las características de la fase tardía del ciclo de negocios:

TABLA 2: Características del ciclo de negocios y su situación actual

Características del Ciclo de Negocios: Recesión	Situación Actual
Actividad económica contrayéndose	Tendencia desacelerativa a esperas de posible contracción a raíz de la pandemia COVID-19, cuyo dato será publicado el 29 de abril del 2020.

Ganancias por acción contrayendose	Ingresos contrayendose en más del 50% de las empresas del S&P 500 a esperas de resultados del Q1 2020 cuya expectativa es negativa a raíz del COVID-19.
Mercado crediticio contrayendose	Desaceleración en cantidad de préstamos para vivienda, actividades comerciales e industriales Índice de bonos BBB y CCC contrayendose dramáticamente.
Política monetaria apacigüante	La Reserva Federal redujo tasas de interés por 150 bps, incrementó operaciones en los mercados REPO y reanudo la compra de bonos de la Tesorería.

Según los lineamientos históricos establecidos por Fidelity Research (Emsbo-Mattingly et al. 2019), y en base al análisis de este informe, la economía americana ha ingresado a la fase de recesión, con la posibilidad incluso de convertirse en una depresión económica. Es importante tomar en cuenta que la política apacigüante de la Reserva Federal comenzó desde 2017 y fue frenada en 2018 ante el miedo del colapso del mercado en diciembre del 2018. Desde entonces, la Reserva Federal ha cortado tasas de interés en 6 ocasiones diferentes y ha comenzado operaciones en el mercado REPO para proveer la liquidez necesaria para operaciones interbancarias y de otros agentes financieros. Considero que la Reserva Federal no podrá adoptar una política monetaria contraccionaria por la importancia psicológica que se ha puesto sobre el desempeño general del mercado y dichas acciones pueden contribuir a un mayor desplome del mercado. Por lo cual, recomendamos

posiciones defensivas y la construcción de nuestro portafolio de inversión girará en torno a dicha percepción.

ESTRUCTURA DE UN PORTAFOLIO DE INVERSIÓN

En base al panorama macroeconómico, se diseñará un portafolio de inversión. El objetivo de dicho portafolio será la reducción del riesgo derivado del ciclo crediticio y el ciclo económico como tal. Dada las circunstancias actuales y considerando que el COVID-19 se convirtió en un catalizador que podrá sumir la economía global en una depresión, consideramos que el posicionamiento general de este portafolio será de índole defensivo, en busca de la protección de los ahorros, buscar la preservación del patrimonio del inversionista y prepararlo para tomar acción cuando el tiempo sea adecuado.

Considerando la contracción global que está generando el COVID-19, se cree que es oportuno preparar al inversionista para el despliegue eventual de su capital en oportunidades de valor atractivamente conservadoras bajo las consideraciones de la filosofía impartida por Benjamin Graham y David Dodd (2009). Considero que la recesión global proveerá de oportunidades contracorrientes al sentimiento general del mercado. La siguiente imagen, preparada por Fidelity Research demuestra un esquema histórico del desempeño generalizado de cada industria durante las distintas fases del ciclo de negocios.

IMAGEN 25: Desempeño promedio y esperado por sector durante las fases del ciclo económico en Estados Unidos

EXHIBIT 7: Equity sector relative performance has tended to be differentiated across business cycle phases.

Sector	Early	Mid	Late	Recession
Financials	+			-
Consumer Discretionary	++		--	
Technology	+	+	--	--
Industrials	++	+		--
Materials		--	++	-
Consumer Staples	-		+	++
Health Care	-		++	++
Energy	--		++	
Telecom	--			++
Utilities	--	-	+	++

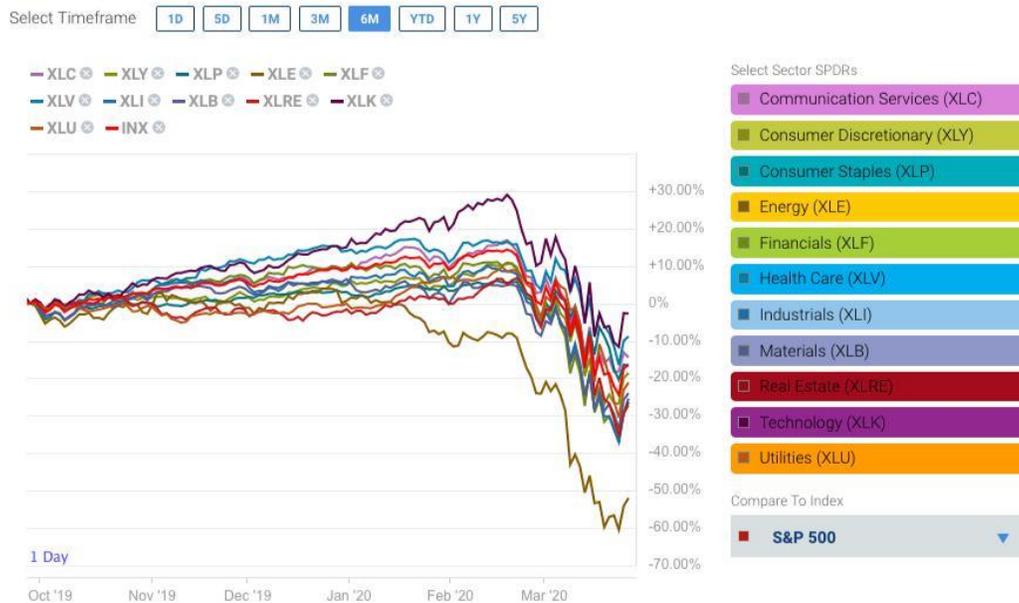
Unshaded (white) portions above suggest no clear pattern of over- or under-performance vs. broader market. Double +/- signs indicate that the sector is showing a consistent signal across all three metrics: full-phase average performance, median monthly difference, and cycle hit rate. A single +/- indicates a mixed or less consistent signal. Source: Fidelity Investments (AART).

FUENTE: Fidelity Investments

Fidelity establece el desempeño histórico de cada sector por fase de ciclo de negocios y no necesariamente representa un patrón que se repetirá de manera exacta en cada ciclo económico. En el caso del ciclo actual, considerando que la economía americana se contraerá para el Q1 2020 y en base al desempeño y el record histórico de desempleo, podemos establecer con confianza y certeza que nos encontramos en la fase de recesión del ciclo económico. Debido a la naturaleza del COVID-19, el gobierno Federal de Estados Unidos se ha visto obligado a cerrar dramáticamente gran parte de su actividad económica,

resultando en una contracción económica a lo largo de todos los sectores, observable en la siguiente imagen.

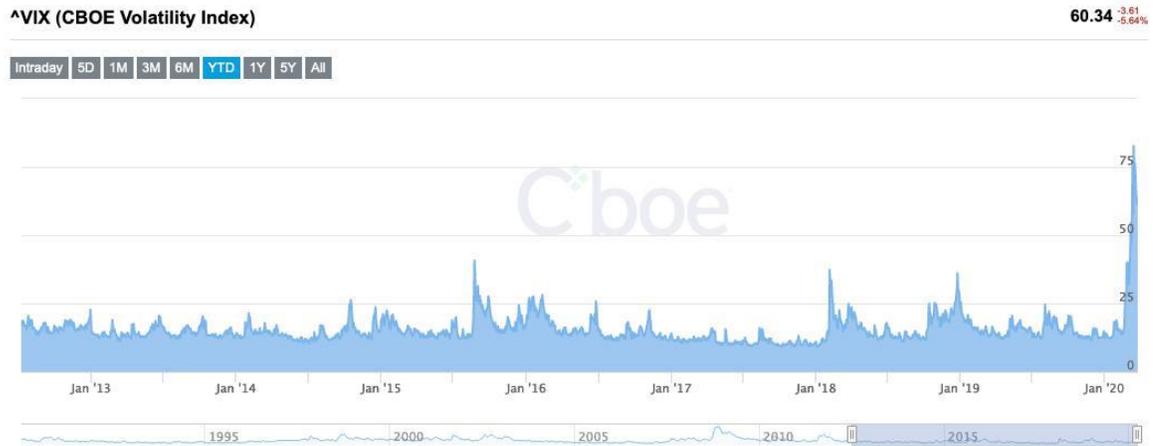
IMAGEN 26: Desempeño por sector económico durante los últimos seis meses (%)



FUENTE: S&P Global

Durante los últimos 6 meses, el mercado, representado por el índice S&P 500 batió records durante la fase inicial de infección del COVID-19. Ante la contracción económica en Estados Unidos y la interrupción de la cadena de suministros provista en gran parte por China, todos los sectores del S&P se contrajeron de manera dramática, resultando en la deflación de activos riesgosos más rápido de la historia. Debido a la volatilidad exacerbada, representada por el VIX, posicionarse a largo plazo será muy difícil sin un proceso determinado y que haya dado frutos históricamente.

IMAGEN 27: Índice de volatilidad VIX



FUENTE: CBOE

La metodología desarrollada por Graham y Dodd (2009), plasmada en *Security Analysis* han sobrevivido múltiples ciclos económicos desde sus primeras ediciones a finales de la década de los 30. Consideramos que el enfoque de inversión de valor como la metodología oportuna para la protección del patrimonio del inversionista y el posicionamiento en empresas solventes, solidas, con amplia experiencia a precios que amplifican las probabilidades de producir desempeño por sobre los niveles del mercado en general (S&P 500). Utilizando los parámetros establecidos en la sección de Metodología, se hará un filtro de cada sector para visualizar que empresas cumplen con los requisitos mínimos de inversión. A partir de esto, el inversionista deberá de indagar a fondo, revisando las publicaciones oficiales ante la *Securities and Exchange Commission* (SEC) y evaluando cualitativamente la operación de cada empresa previo a cualquier tipo de inversión. Por último, se identificarán los líderes de cada industria en base a una combinación de márgenes, ROA, ROE y ROIC y que todavía no cumplan con los requisitos en precio con la intención de que el inversionista genera una lista de empresas en las cuales podría tomar

acción en caso de que la recesión económica produzca deflación en el valor de cada acción hacia niveles conservadores y dentro de los parámetros establecidos por la Metodología.

Empresas que cumplen con requerimientos mínimos de selección

Utilizando la metodología de selección de acciones de empresas en Estados Unidos y utilizando los servicios de Stock Rover para filtrar todas las empresas disponibles al público, se ha determinado que las siguientes empresas cumplen con los requerimientos mínimos de inversión, equivalente al 0.4% de todas las empresas del Mercado Norte Americano con una capitalización mayor a USD 1,000,000,000.00:

TABLA 3: Empresas que cumplen con requerimientos mínimos de selección de acciones comunes

Abrev.	Nombre	Sector	Industria	P/B	P/E
COP	ConocoPhillips	Energía	Gas y Petroleo	0.9	4.6
WUBA	58.com	Telecomunicaciones	Contenido Web e Información	1.6	6.0
FHI	Federated Hermes	Servicios Financieros	Manejo de Activos	1.9	7.2
LC	LexinFintech Holdings	Servicios Financieros	Crédito	1.6	4.9
ALXN	Alexion Pharmaceuticals	Ciencias de la Salud	Biotecnología	1.7	8.2
ARNA	Arena Pharmaceuticals	Ciencias de la Salud	Biotecnología	2.0	5.5

SNA	Snap-on	Industrial	Herramientas y Accesorios	1.8	9.1
VNO	Vornado Realty	Bienes Raíces	Oficinas	1.2	2.3
EBR	Centrias Electricas	Utilidades	Electricidad	0.6	2.4

FUENTE: StockRover

Dichas empresas cumplen con todos los factores mínimos de selección. El siguiente paso será una evaluación exhaustiva del modelo de negocios, balance general, flujo de efectivo y aspectos cualitativos para determinar si el inversionista estaría cómodo siendo accionista de cualquiera de estas empresas a mediano y largo plazo. El enfoque es a largo plazo, pero cabe mencionar que el inversionista deberá de evaluar el ambiente macroeconómico y el estado de sus empresas mínimo una vez por trimestre y ajustar los porcentajes de colocación en base a dichos factores.

Debido a la extensión de este informa, no se podrá dar una recomendación específica sobre X o Y empresa debido a la investigación exhaustiva que cada ejemplar llevaría y se recomienda cautela a la hora de invertir en el ambiente macroeconómico que actualmente nos envuelve.

Empresas que no cumplen con requerimientos mínimos de selección

Considerando el porcentaje bajo del universo que cumplen con los requerimientos y ante el panorama macroeconómico negativo, muchas empresas con altos niveles de crecimiento, márgenes amplios, los líderes en sus respectivas industrias enfrentarán una presión deflacionaria ascendente con el pasar del COVID-19 y la contracción en liquidez del mercado crediticio. Este escenario le permitirá al inversionista, paciente, calculador y con amplias reservas, tomar acción una vez estas empresas entren dentro de los parámetros de selección estipulado. Por lo cual, considero oportuno determinar una lista tentativa de empresas que cumplen con los índices de rentabilidad y liquidez solicitados pero cuyo precio no presenta un amplio margen de protección. A continuación, se detallan las condiciones filtro modificadas para generar una lista de espera.

TABLA 4: Ajuste a requerimientos mínimos de selección de acciones comunes

Criterios	Parámetros
Liquidez	>1.5
Razón Ácida	>1
Margen Bruto	$\geq 20\%$ durante los últimos 10 años
Margen Operativo	$\geq 15\%$ durante los últimos 10 años
Margen Neto	$\geq 10\%$ durante los últimos 10 años
ROA	$\geq 10\%$ durante los últimos 10 años
ROE	$\geq 20\%$ durante los últimos 10 años
ROIC	$\geq 15\%$ durante los últimos 10 años

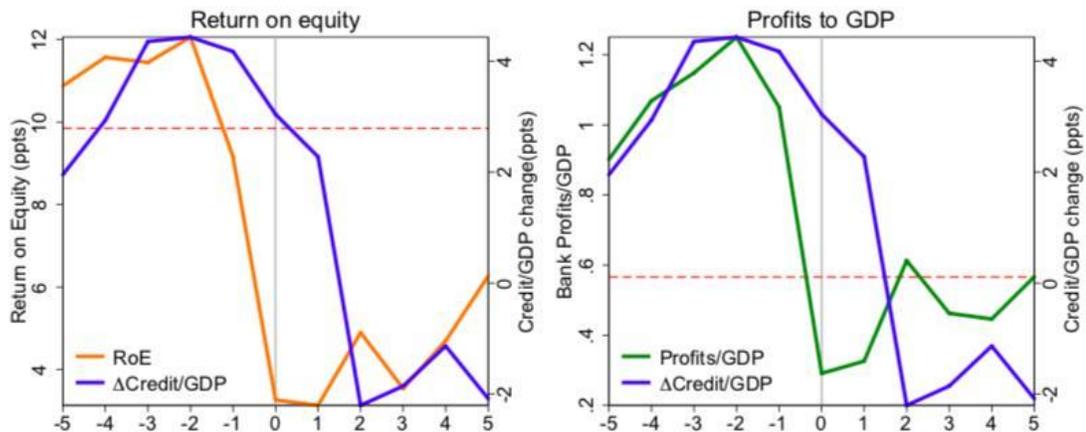
Dichos ajustes ampliaron la muestra del universo y nos genera más de 100 empresas a lo largo de cada sector económico. Se dará detalle de las empresas que cumplen con los requisitos mínimos de la tabla anterior y se recomienda al inversionista paciencia. Estas empresas presentan niveles de utilidad más que satisfactorios debido a su apalancamiento operativo y el buen manejo de sus activos. No obstante, los precios a los cuales se intercambian no presentan el margen de seguridad necesario. Se recomienda que la lista tentativa en **Anexo 6** sea actualizada diariamente, al igual que la **Tabla 3** para que el inversionista este preparada para llevar un análisis más a fondo de aquellas empresas que entren dentro del margen de seguridad recomendado. Para dicho análisis, se recomienda seguir los lineamientos de *Security Analysis* (2009) y *The Intelligent Investor* (2013) establecidos por Benjamin Graham y David Dodd.

Otras Consideraciones: Acciones

El escenario macroeconómico ya apuntaba a una desaceleración económica y el COVID-19 ha surgido como un evento de cisne negro que como mínimo ha lanzado a Estados Unidos a una recesión económica y en el peor de los casos podrá sumir al país en una depresión económica severa. Debido a la destrucción económica sincronizada en cada sector económico, el perfil de riesgo sobre beneficio no presenta un panorama atractivo de inversión. La siguiente imagen ilustra el ROE y la razón de utilidades sobre PIB y su desempeño promedio en torno a crisis financieras.

IMAGEN 28: ROE y desempeño histórico de utilidades sobre PIB cercanos a la fecha de una crisis financiera posterior a la Segunda Guerra Mundial

Figure A3.2: Profit variables around financial crisis dates – post WW2 sample



Notes: This figure displays the evolution of credit and profit variables around financial crisis dates after 1945. 0 refers to a year in which a financial crisis starts. Blue (solid) lines are the mean change in credit-to-GDP around crises. The orange line shows the average RoE around crises and the green line the average level of bank profits to GDP. Red (dashed) lines present the full sample average for the respective profitability variable. All variables are expressed in percentage points.

FUENTE: Bjorn Richter y Kaspar Zimmermann

Así mismo, esta imagen presenta la tendencia contraccionaria del ciclo crediticio, por lo cual no se recomienda lanzarse directamente a la compra de acciones con las esperanzas de una pronta recuperación económica. Cabe señalar que el S&P 500 se encuentra al nivel del 2016 y apenas comenzaremos a ver los efectos del COVID-19 sobre una economía sobre endeudada y muy dependiente de la liquidez del ciclo crediticio.

Es necesario que el inversionista mantenga un proceso estricto de selección, utilizando la Metodología descrita en este informe como una base y esté preparado a ser paciente y calculador. Ante valoraciones de mercados aún sobre-extendidas, el posicionamiento recomendado es efectivo y dependiendo del inversionista y su apetito de riesgo, recomendaríamos vender en corto empresas de alto beta con una colocación de capital estricta y nunca mayor a 2% del valor total del portafolio, cuyo total de posición en corto no sobrepase el 5% del valor total del portafolio y con la implementación de topes de pérdida en base al % máximo que el inversionista esté dispuesto a perder. No obstante, las oportunidades de hacerse de empresas de alta calidad a precios de descuento se harán evidentes en lo que pase el tiempo y es por lo cual recomendamos mantener efectivo a mano para poder tomar acción una vez las empresas en la lista tentativa entren dentro del margen de seguridad.

Bonos e Instrumentos de Renta Fija

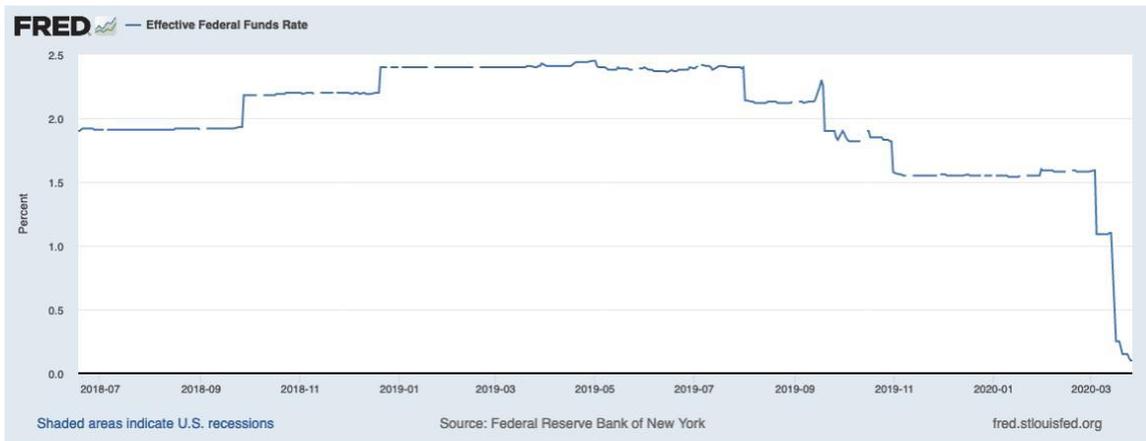
El mercado crediticio ha comenzado una fase de contracción, definida de manera general por los pasos indicados por Marks (2018). En la sección El Ciclo Crediticio, logramos determinar que el acceso a liquidez crediticia comenzaría un proceso de contracción, amplificada por la destrucción en actividad económica generada por la pandemia COVID-

19. La contracción ha sido tal, que la Reserva Federal se ha comprometido a financiar el mercado REPO y al reanudar la recompra de instrumentos de deuda para preservar el funcionamiento del mercado crediticio. A pesar de sus intentos, múltiples índices compuestos por deuda BBB y CCC se han contraído debido al incremento en riesgo e incertidumbre sobre un mercado endeudado. Debido a esto, considero oportuno evitar la compra de instrumentos de renta fija debido al nivel de incertidumbre y la posibilidad palpable de bancarrota en sectores como el de aviación, hotelería y restaurante y el sector de energía.

El mercado crediticio presentará grandes oportunidades más adelante con instrumentos de deuda devaluados en gran manera por el sentimiento del mercado pero que en realidad el servicio de deuda se encuentra ampliamente cubierto por el flujo libre de efectivo. Al igual que con los instrumentos accionarios, recomiendo paciencia y un proceso estricto de selección en base al nivel de cobertura y servicio de deuda provisto por los flujos de una empresa, su nivel de liquidez y de capital de trabajo. Las únicas oportunidades atractivas son relacionadas a la venta en corto de ETF's como JNK y SPSB, cuyo desempeño es correlativo con el de sus acciones y cuya posibilidad de default incrementará considerablemente durante el transcurso del fin de este ciclo económico.

Las deudas soberanas son el segundo elemento de instrumentos de renta fija que el inversionista debería de considerar. A niveles históricamente bajos de tasas de interés, considero que los bonos, representados por su equivalente en ETF: TLT, SHY; presentan una relación de riesgo beneficio similar a la de acciones en empresas públicas.

IMAGEN 29: Tasa efectiva de la Reserva Federal



FUENTE: FRED, Federal Reserve Bank of New York

Debido al alza histórica comenzando a mediados del 2018 ante la desaceleración evidente de la economía de Estados Unidos, el futuro depara un espacio para incrementos menor. Estos posibles incrementos se podrían dar por corte a tasas de interés, lo cual catapultaría a Estados Unidos hacia tasas negativas, similar a lo ocurrido con muchos países Europeos. Se recomienda una posición en bonos de la tesorería a corto plazo (SHY) y a diez años (TLT) hasta que los indicadores macroeconómicos señalen el comienzo de la recuperación económica. Bajo un escenario de recuperación, la tasa de inflación aumentará conforme al incremento en actividad económica y podría representar un riesgo significativo para SHY y TLT ya que estaríamos recibiendo tasas por de bajo del 1% con una tasa inflacionaria tentativamente mayor. Considero así mismo que las acciones de la Reserva Federal con la

inyección de liquidez a los mercados de deuda, soberanas y corporativos, presentan un escenario negativo para el poder adquisitivo del dólar mediante la supresión de tasas de interés e incrementos substanciales al CPI una vez la actividad económica se re-active. Estas posibilidades se discutirán a fondo en la sección de Comodidades.

Benjamin Graham recomienda una colocación de 60-40 (bonos versus acciones) en tiempos de incertidumbre. Considerando el marco económico actual, se recomienda una colocación no mayor a 40% en activos que no sean efectivo, con la salvedad de movimientos especulativos mediante la venta en corto según lo recomendado en la sección anterior. Del 40% en activos menos líquidos, considero que 20% debería de ser adjudicado a bonos soberanos y 10% para vender en corto bonos corporativos de calidad BBB y CCC en base a la siguiente tabla:

TABLA 5: Posiciones en instrumentos de renta fija recomendados en base al ambiente macroeconómico en Estados Unidos

Abreviación	Nombre	% por posición
SHY	iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	5%
TLT	iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	10%
TIPS	iShares TIPS Bond ETF	5%

JNK	SPDR®	Bloomberg	5% (venta en corto)
	Barclays High	Yield Bond	
	ETF		
SPSB	SPDR Portfolio Short	Term	5% (venta en corto)
	Corporate Bond	ETF	

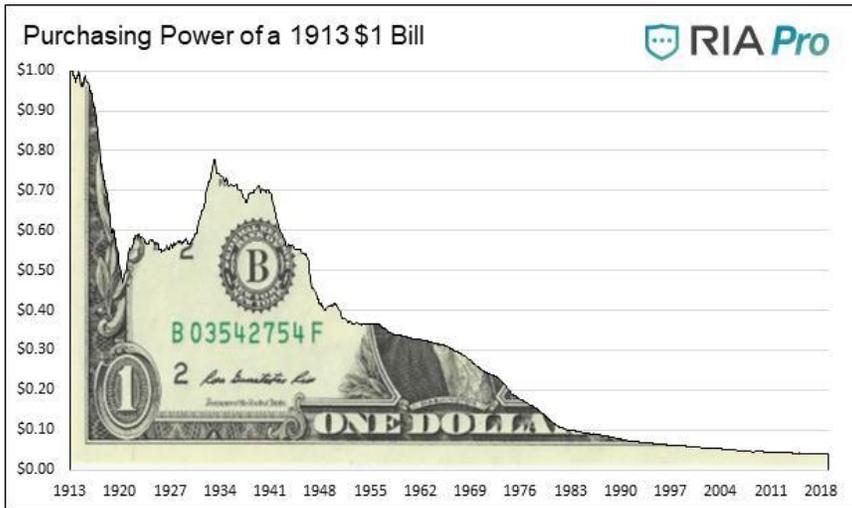
La consideración de TIPS surge como una estrategia a largo plazo para mitigar la presión inflacionaria que surgirá de la reactivación de la economía y el estímulo agresivo monetario de la Reserva Federal y el Gobierno Federal de Estados Unidos. El plazo de espera de TIPS será mayor al de TLT y SHY, por lo cual recomendamos al inversionista manejar las tres posiciones con suma disciplina, atento al CPI, PIB y el comportamiento y dirección del mercado crediticio. De la misma manera, las ventas en corto de JNK y SPSB se mantendrán durante la duración de la recesión económica y se recomienda salir de dicha posición una vez el mercado laboral mejore, la liquidez del mercado crediticio rompa la tendencia de contracción y una vez comience la recuperación económica de Estados Unidos según la velocidad del PIB y el CPI.

Comodidades: Oro

En tiempos de incertidumbre, el oro (GLD) representa una apuesta efectiva en contra del sistema monetario actual que poco a poco a destruido el poder adquisitivo del dólar. El oro es una cobertura en contra de la inflación, degradación de la moneda y cobertura durante tiempos de incertidumbre financiera (Dzikevičius y Vetrov 2012). Al no estar correlacionado con bonos y acciones, el oro (GLD) se convierte en una herramienta efectiva para la diversificación de un portafolio de inversión.

Dzikevičius y Vetrov (2012) argumentan que la inclusión de comodidades como oro (GLD) en un portafolio compuesto por bonos y acciones provee retornos positivos a largo plazo y una correlación negativa instrumentos de riesgo. El rol de la Reserva Federal es indispensable para valorar la oportunidad que el oro (GLD) presenta en el ambiente macroeconómico y social actual. Debido al mandato por ley de la Reserva Federal, ellos deben de ajustar tasas de interés con el objetivo de alcanzar una tasa inflacionaria anual del 2%. Desde su inepción, la tasa inflacionaria ha promediado un 3% (Roberts 2018) y ha resultado con la pérdida del poder adquisitivo del USD.

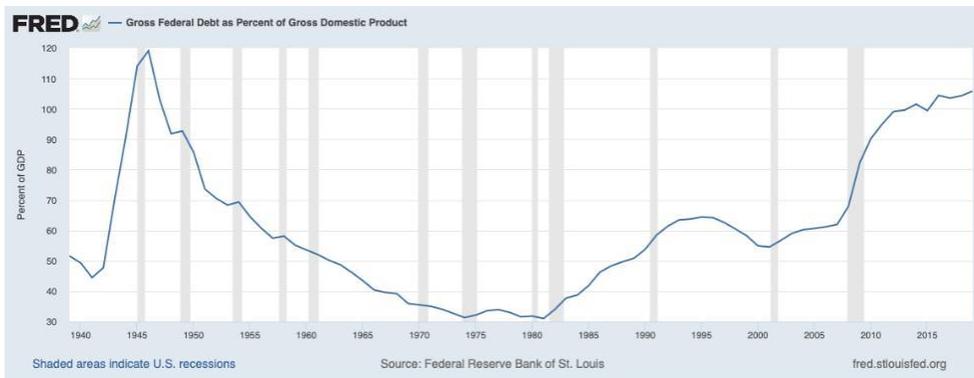
IMAGEN 30: Poder adquisitivo de 1.00 Dólar Americano (USD) de 1913



FUENTE: St. Louis Federal Reserve, RIA

Además, la Reserva Federal ha incrementado el tamaño de su Balance General mediante la monetización de deudas corporativas y deudas soberanas de la Tesorería de Estados Unidos con la intención de inyectar liquidez mediante operaciones REPO y QE.

IMAGEN 31: Deuda Federal Bruta como % del PIB Bruto de Estados Unidos



FUENTE: FRED, St. Louis Federal Reserve

El incremento desahogado de la base monetaria ha incrementado la Oferta Monetaria M2 y con el plan de rescate del gobierno Federal a raíz del COVID-19, es muy posible que la

Oferta Monetaria M1 vea los efectos que el M2 ha visto en las últimas décadas. De ser así, el Dólar Americano se verá bajo presión, tanto inflacionaria como de demanda, escenarios ideales para la apreciación del Oro (GLD) como cobertura.

Ante la aceleración del Déficit Federal, es importante que evaluemos el comportamiento de las tasas de interés establecidas por la Reserva Federal como el costo de oportunidad de mantener Oro (GLD) en un portafolio de inversión. Como se podrá ver en la **IMAGEN 29**, el costo de oportunidad del Oro, evaluado por la tasa de interés (FED Funds Rate) es casi de un 0%. La política monetaria de la Reserva Federal continúa favoreciendo al desempeño del Oro (GLD) como una cobertura contra la pérdida en poder adquisitivo del Dólar Americano (USD). Si las tasas reales a corto plazo son 0% o incluso -0.5%, el costo de oportunidad del Oro (GLD) sería de 0% o -0.5% (Basmajian 2019). La tendencia de las tasas de interés apunta a que la Reserva Federal se verá obligada a cortar intereses hacia territorio negativo, similar a lo que el Banco Central Europeo ha hecho desde la Crisis Financiera del 2008.

Debido al incremento en oferta monetaria, la pérdida de poder adquisitivo del Dólar Americano (USD) y la tasa de Reserva Federal casi en 0%, Oro (GLD) presenta un excelente nivel de cobertura ante la destrucción económica iniciada por el COVID-19 y presenta un beneficio al alza superior al riesgo que se asumirá al tomar una posición en Oro (GLD). Por lo cual, recomendamos un posicionamiento mínimo del 10% en GLD. Es posible que las empresas mineras se vean beneficiadas por el alza de la onza de Oro pero debido a la contracción en liquidez del ciclo crediticio, recomendamos evitar este tipo de empresas.

Colocación de Recursos por Activo

Resumiendo el **Capítulo 10: Estructura de un portafolio de inversión**, se llega a la recomendación del siguiente portafolio como resultado de un análisis macroeconómico:

TABLA 6: Composición recomendado de un portafolio de inversión

Tipo de Activo	Abreviación	Nombre	% de posición
Efectivo	USD	Dólar Americano	55%
Acciones	QQQ, XLK, ARKK	Ventas en corto de acciones o ETFs de alto β	> 5%
Bonos	SHY	iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	5%
Bonos	TLT	iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	10%
Bonos	TIPS	iShares TIPS Bond ETF	5%
Bonos	JNK	SPDR Portfolio Short Term Corporate Bond ETF	5% (venta en corto)
Bonos	SPSB	SPDR Portfolio Short Term Corporate Bond ETF	5% (venta en corto)
Comodidades	GLD	SPDR Gold Trust	10%
TOTAL			100%

Así mismo, sirva esto de recordatorio que el posicionamiento en acciones de empresas dependerá de la metodología establecida y debido a la sobrevaloración general del mercado a pesar del ambiente macroeconómico, recomendamos paciencia y tener más de la mitad de nuestros activos en efectivo. Por último, exhorto a que cada inversionista estudie a fondo cualquiera sea la empresa en la que se interese y que vea la compra de acciones como la compra de un pedazo de una empresa y no como un instrumento de especulación. En base a esto, considero que para un análisis más a fondo, los libros *Security Analysis* por Benjamin Graham y David Dodd, *The Interpretation of Financial Statements* por Benjamin Graham y *The Little Book of Valuation* por Aswath Damodaran presentan lineamientos conservadores y prácticos para un análisis más a fondo.

CONCLUSIONES

Primero, en base al análisis macroeconómico de Estados Unidos, se logró identificar que la economía estaba en una fase desacelerada y ha comenzado a entrar en una fase de contracción, amplificada por el evento de cisne negro que es el COVID-19.

Segundo, debido a la destrucción de actividad económica como producto de medidas para mitigar el contagio del COVID-19, ningún sector económico estará exento de ver sus ingresos mermados y por lo cual el proceso de selección de acciones comunes debe ser muy analítico, metódico y exhaustivo.

Tercero, el ciclo crediticio actual finalizará a raíz del COVID-19, presentando así graves problemas para la economía en general por lo difícil y caro que será el acceso a la liquidez necesaria para financiar el capital de trabajo.

Finalmente, se considera oportuno mantener el 55% de activos en efectivo (USD), no más de un 5% en venta en corto de acciones con alto β , 20% en bonos de la Tesorería de Estados Unidos, 10% en venta en corto de bonos corporativos BBB y CCC y un 10% en Oro.

RECOMENDACIONES

Primero, se recomienda hacer un análisis macroeconómico como mínimo una vez por trimestre, usando la metodología descrita en este informe como guía.

Segundo, se recomienda paciencia a la hora de actuar sobre el porcentaje alto de efectivo en el portafolio recomendado. El panorama macroeconómico no presenta un ambiente atractivo para inversión y aún hay mucha deflación en precios de acciones por ver.

Tercero, en base a la lista tentativa de la Tabla 4 y del Anexo 6, recomendamos actualizar la lista semanalmente como mínimo.

Cuarto, una vez una empresa cumpla los requerimientos mínimos de selección, recomendamos un análisis cuantitativo de su Balance General, Estado de Resultados y Flujo de Efectivo reportados ante la SEC y se recomienda que el inversionista aplique la misma rigurosidad como si fuese a comprar una participación en una empresa de capital privado.

Quinto, en base a la evolución del ciclo económico, se recomienda al inversionista ajustar su portafolio para capturar el máximo potencial al alza y reducir la exposición de activos con menor prospecto dentro de X o Y fase del ciclo económico.

Finalmente, se recomienda a todo inversionista hacer su propia investigación, validar investigaciones ajenas y sacar sus propias conclusiones en base a la data recolectada.

BIBLIOGRAFÍA

Basmajian, E. (2019, February 11). SPDR Gold Trust ETF: A Regime Change For Gold.

Retrieved February 12, 2019, from <https://seekingalpha.com/article/4239856-spdr-gold-trust-etf-regime-change-for-gold?app=1&isDirectRoadblock=true>

Basmajian, E. (2020, January 22). Eric Basmajian's Positions For 2020: A Balanced

Approach, A Defensive Tilt and A Boeing Surprise. Retrieved February 17, 2020, from <https://seekingalpha.com/article/4318127-eric-basmajians-positions-for-2020-balanced-approach-defensive-tilt-and-boeing-surprise>

Basmajian, E. (2020, March 4). This Might Be The Snowflake, But The Avalanche

Already Was In Place. Retrieved from https://seekingalpha.com/article/4329321-this-might-be-snowflake-avalanche-already-was-in-place?utm_medium=email&utm_source=seeking_alpha&mail_subject=eric-basmajian-this-might-be-the-snowflake-but-the-avalanche-already-was-in-place&utm_campaign=rta-author-article&utm_content=link-1

Bordalo, P., Gennaioli, N., Shleifer, A., & Terry, S. (2019). Real Credit Cycles. Mimeo, Harvard University.

Brinson, G. P., Hood, L. R., & Beebower, G. L. (1986). Determinants of portfolio performance. *Financial Analysts Journal*, 42(4), 39-44.

Charkravarty, S. (2005). Stock market and macroeconomic behavior in India. *Institute of Economic Growth [cited 20 May 2011]. Available from Internet: <http://www.iegindia.org/dispap/dis106.pdf>*.

- Davis, J., & Taylor, A. M. (2019). *The Leverage Factor: Credit Cycles and Asset Returns* (No. w26435). National Bureau of Economic Research.
- Dzikevičius, A., & Vetrov, J. (2012). Analysis of asset classes through the business cycle. *Business, Management and Education*, 10(1), 1-10.
- Eisenband, M. (2018, October 2). Longest and Junkiest Bull Market on Record: FTI Consulting. Retrieved February 25, 2020, from <https://www.fticonsulting.com/insights/articles/longest-junkiest-bull-market-record>
- Emsbo-Mattingly, L., Hofschire, D., & Weinstein, J. (2019). *The Business Cycle Approach to Equity Sector Investing*. Fidelity Investments. Retrieved from https://www.fidelity.com/webcontent/ap101883-markets_sectors-content/19.11.0/business_cycle/Business_Cycle_Sector_Approach_2019.pdf
- Fisher, P. A. (2015). *Common Stocks and Uncommon Profits and Other Writings*. Hoboken, NJ: Wiley.
- Frazzini, A., Kabiller, D., & Pedersen, L. H. (2018). Buffett's alpha. *Financial Analysts Journal*, 74(4), 35-55.
- Graham, B., & Dodd, D. L. (2009). *Security Analysis: Principles and Techniques*. New York: McGraw-Hill.
- Graham, B., Buffett, W. E., & Zweig, J. (2013). *The Intelligent Investor: The Definitive Book on Value Investing*. New York City, NY: Harper Collins.

- Greetham, T., & Hartnett, H. (2004). The Investment Clock Special Report# 1: Making Money From Macro. Merrill Lynch.
- Gulen, H., Ion, M., & Rossi, S. (2019). Credit Cycles, Expectations, and Corporate Investment. Expectations, and Corporate Investment (April 9, 2019).
- Hou, K., Mo, H., Xue, C., & Zhang, L. (2017). The economics of value investing (No. w23563). National Bureau of Economic Research.
- Marks, H. S. (2018). *Mastering the market cycle getting the odds on your side*. Boston: Houghton Mifflin Harcourt.
- Ned Davis Research, Inc. (2019, July). Why Macro Matters – A Global Economic Framework to Identify Opportunities and Risks. Retrieved March 7, 2020, from <https://info.ndr.com/2019-ndr-report-why-macro-matters>
- Prince, B. (2017). *Risk Parity is About Balance*. Bridgewater Associates LP. Retrieved from <https://www.bridgewater.com/resources/risk-parity-is-about-balance.pdf>
- Richter, B., & Zimmermann, K. (2019). The profit-credit cycle. Available at SSRN 3292166.
- Roberts, L. (2018, July 25). U.S. Household Wealth Is In A Bubble – Part 2. Retrieved February 25, 2020, from <https://realinvestmentadvice.com/u-s-household-wealth-is-in-a-bubble-part-2/>
- Tunali, H.. (2010). The analysis of relationships between macroeconomic factors and stock returns: Evidence from Turkey using VAR Model. *International Research Journal of Finance and Economics*. 57. 169-182.

Williamson, C. (2020). *IHS Markit Flash U.S. Composite Pmi*[™]. IHS Markit Ltd.

Retrieved from

<https://www.markiteconomics.com/Public/Home/PressRelease/2ea84928c5d7426>

2bbe387ec2b19d337

GLOSARIO

Bonos corporativos de grado de inversión (B, BB, BBB): Calificación para bonos corporativos según su capacidad de pago, evaluados por Standard & Poors como de capacidad de pago adecuada.

Bonos de alto rendimiento (CCC): Los bonos de alto rendimiento, definidos como bonos corporativos con calificación inferior a BBB- de las agencias de calificación crediticia. Normalmente ofrecen cupones más altos que los bonos de gobierno o los bonos corporativos de grado alto por el mayor nivel de riesgo que asume el acreedor.

CAPE o Shiller PE: Se la define como el precio de mercado (S&P 500) dividido por la media de diez años de ingresos netos después de impuestos ajustado por inflación

Ciclo económico: Son oscilaciones recurrentes de la economía en las que una fase de expansión va seguida de otra contracción, seguida a su vez de expansión y así sucesivamente. La contracción genera como resultado una crisis económica que afecta en forma negativa la economía de millones de personas.

Índice de Precios al Consumo, Consumer Price Index (CPI): Índice que mide la variación en el precio de una canasta de productos y servicios determinada.

Evento cisne negro: Un evento inusual, inesperado y con repercusiones extendidas sobre los mercados financieros.

Exchange Traded Fund (ETF): Fondos cotizados en mercado bursátil que representan el estilo de inversión pasivo y son construidos en base a diferentes exposiciones, métricas de valoración, sectores o por tipo de activos.

FED Funds Rate: Tasa de interés determinada por la Reserva Federal bajo la cual bancos y demás instituciones financieras podrán prestar de la Reserva Federal en operaciones de un día para el otro y en operaciones interbancarias.

IHS Markit Composite PMI: índice construido a base de encuestas a más de 400 encargados de compras en el sector de manufactura, evaluando el sentimiento y expectativas de compra e inversión en nuevas ordenes de clientes, brevedad en entrega de proveedores, niveles de inventario, nivel de empleo y niveles de demanda.

Índice de volatilidad (VIX): Muestra la volatilidad implícita de las opciones sobre el índice para un periodo de 30 días, para ello se calcula tomando el promedio ponderado de la volatilidad implícita de ocho opciones call y put OEX (opciones S&P 500).

Ingreso por Acción (EPS): Ingreso neto de una empresa dividido por la cantidad de acciones en circulación.

Inversión de valor: Estilo de inversión establecido por Benjamin Graham en el cual un inversionista busca la compra de acciones de compañías solventes y de alta calidad cuyo precio esté por debajo del valor implícito de sus activos y su operación para generar un margen de seguridad.

Margen de Seguridad: Concepto desarrollado por Benjamin Graham en el cual un inversionista genera una cobertura sobre su inversión en base al valor superior de los activos y operación de una empresa. A mayor margen, menos riesgo y posiblemente mayor oportunidad.

Oferta Monetaria M1: La oferta monetaria más líquida, compuesta por dinero en efectivo en manos del público y dinero depositado en el sistema bancario.

Oferta Monetaria M2: Oferta M1 más depósitos a plazo mayor de 3 meses pero menor a 2 años como certificados de depósito y cuentas de economía de mercado.

Participación laboral: Indicador de la proporción de la población en edad de trabajar de un país que participa activamente en el mercado de trabajo, ya sea trabajando o buscando empleo

Precio a Valor en Libros (P/B): Métrica de valoración, razón de precio de la acción de una empresa sobre el valor total en libros de sus activos.

Producto Interno Bruto (PIB o GDP): El valor total de los bienes y servicios finales producidos y generados en un tiempo determinado en un país.

Quantitative Easing (QE): Política monetaria impuesta por un banco central en el cual se comprometen a la compra de un grupo determinado de activos, por lo general bonos de tesorería, con el objetivo de agregar liquidez al mercado deudor.

Razón Ácida: Razón determinada por el valor de activos corrientes menos inventario sobre el valor de pasivos corrientes.

Razón de Precio/Beneficio (P/E): Métrica de valoración determinada por la razón de precio de la acción de una empresa sobre la utilidad por acción (EPS) generada en un periodo determinado de tiempo.

REPO: Medio de préstamos a corto plazo entre agentes del Sistema financiero.

ROA: Retorno sobre activos

ROE: Retorno sobre capital social

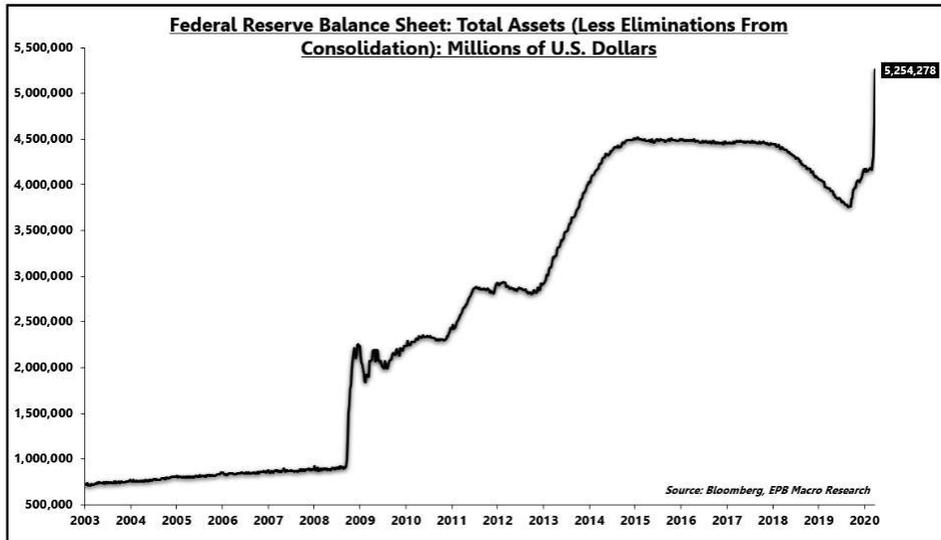
ROIC: Retorno de inversión sobre capital invertido

S&P 500: Mercado de índice bursátil compuesto por las 500 empresas más grandes dentro de los mercados bursátiles de Estados Unidos.

Securities and Exchange Commission (SEC): Institución gubernamental encargada de velar por el bienestar de los mercados bursátiles, encargada de recibir informes financieros auditados de cada empresa pública y encargada de la persecución y castigo de actividades fraudulentas.

ANEXOS

ANEXO 1: Activos totales del balance general de la Reserva Federal (millones de USD)



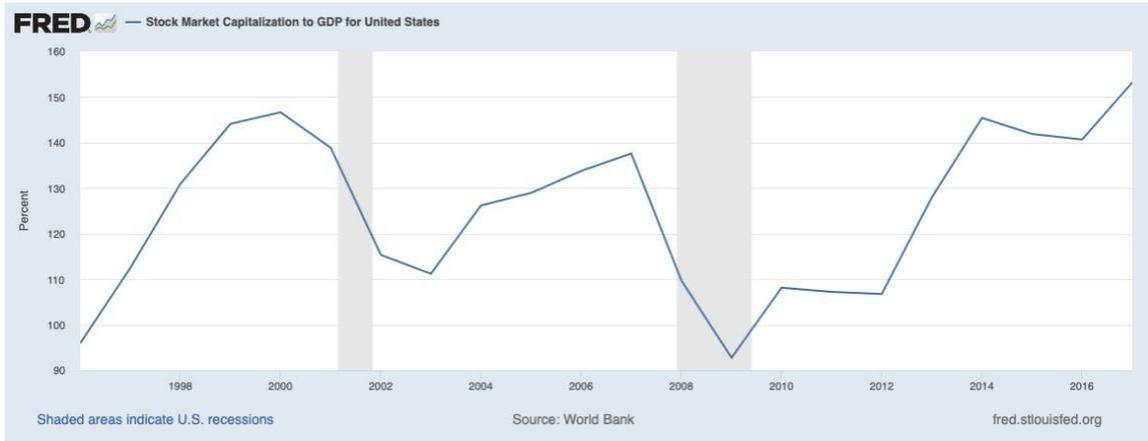
FUENTE: Bloomberg, EPB Macro Research

ANEXO 2: Diferencial implícito entre bonos corporativos de grado de inversión versus bonos soberanos de Estados Unidos (bps)



FUENTE: Bloomberg, EPB Macro Research

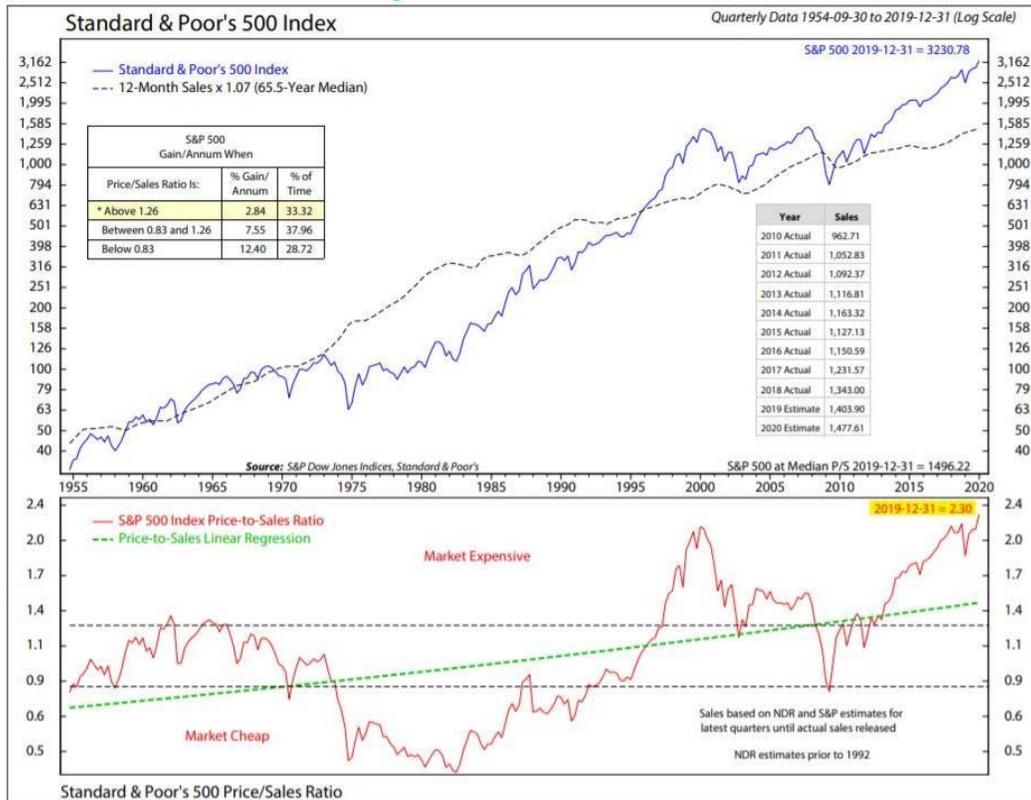
ANEXO 3: Capitalización de mercado de acciones sobre PIB de Estados Unidos



FUENTE: FRED, Banco Mundial

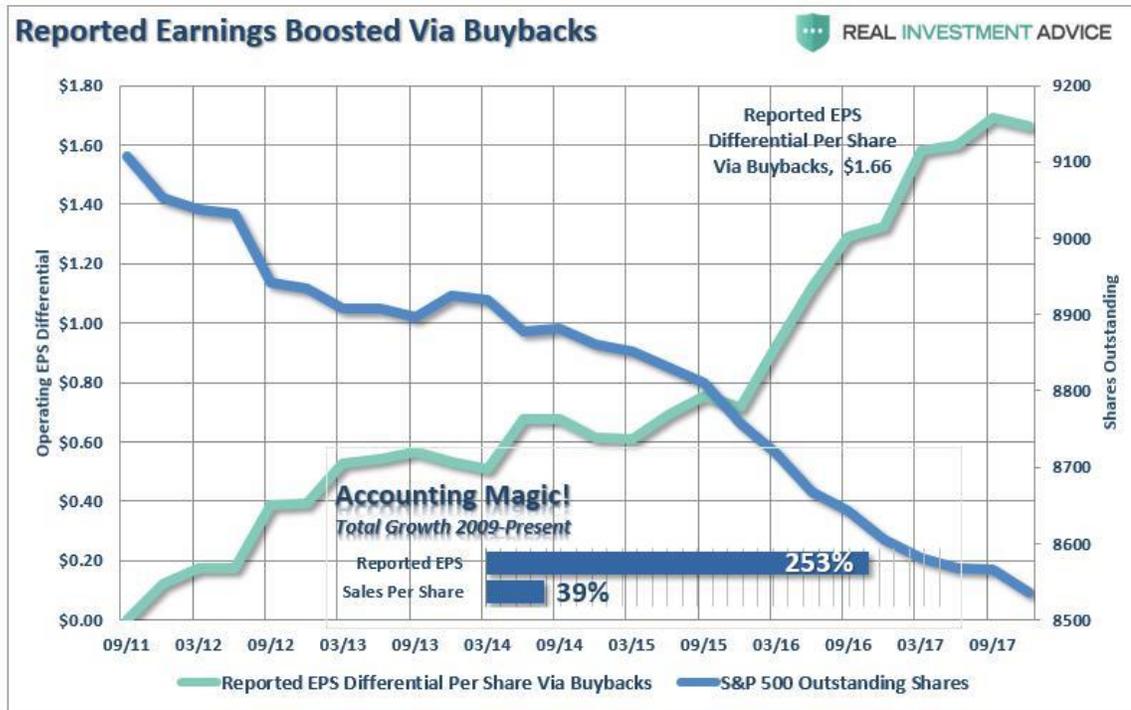
ANEXO 4: Razón de precio sobre ventas del S&P 500

Price/sales at record high



FUENTE: Ned Davis Research

ANEXO 5: Diferencial de ingresos por acciones reportados vía recompra de acciones versus cantidad de acciones en circulación de empresas del S&P 500



FUENTE: Real Investment Advice, S&P

ANEXO 6: Lista tentativa según ajuste a parámetros de selección de acciones común en la TABLA 5

Abrev.	Nombre	Sector	Industria	P/B	P/E
Materiales Básicos					
KL	Kirkland Lake Gold	Materiales Básicos	Oro	4.8	11.6
NEU	New Market	Materiales Básicos	Químicos Especializados	6.5	17.4

POL	PolyOne		Materiales Básicos	Químicos Especializados	1.6	19.3
WDFC	WD-40		Materiales Básicos	Químicos Especializados	18.8	50.8
Telecomunicaciones						
ATHM	Autohome		Telecomunicaciones	Contenido Web e Información	4.0	18.4
EA	Electronic Arts		Telecomunicaciones	Videojuegos y Multimedia	3.9	10.2
GLIBA	GCI Liberty		Telecomunicaciones	Telecomunicaciones	1.0	3.2
MTCH	Match Group		Telecomunicaciones	Contenido Web e Información	59.0	36.8
NTES	NetEase		Telecomunicaciones	Contenido Web e Información	4.5	21.3
WB	Weibo		Telecomunicaciones	Contenido Web e Información	3.2	15.1
WUBA	58.com		Telecomunicaciones	Contenido Web e Información	1.6	6.0
Consumo Cíclico						

ALSN	Allison Transmission		Consumo Cíclico	Repuestos de Auto	5.0	6.8
BKNG	Booking Holdings		Consumo Cíclico	Servicios de Transporte	9.1	11.7
DECK	Deckers Outdoor		Consumo Cíclico	Calzado y Accesorios	3.5	14.1
FOXF	Fox Factory Holding		Consumo Cíclico	Vehículos de Recreación	3.8	17.5
GHG	GreenTree Hospitality GR		Consumo Cíclico	Hospedaje	4.2	18.1
GNTX	Gentex		Consumo Cíclico	Repuestos de Auto	3.0	13.8
LULU	Lululemon Athletica		Consumo Cíclico	Calzado y Ropa	12.9	39.4
LVS	Las Vegas Sands		Consumo Cíclico	Casinos y Resorts	6.4	12.4
NKE	Nike		Consumo Cíclico	Calzado y Ropa	14.7	31.5
NVR	NVR		Consumo Cíclico	Construcción Residencial	4.3	12.3
RACE	Ferrari		Consumo Cíclico	Productora de vehículos	23.8	38.2
VFC	VF		Consumo Cíclico	Calzado y Ropa	5.2	18.0

Consumo Defensivo

BF.A	Brown-Forman	Consumo Defensivo	Bebidas, Vinos y Destilería	12.5	29.5
BF.B	Brown-Forman	Consumo Defensivo	Bebidas, Vinos y Destilería	13.5	31.8
EL	Estee Lauder Cos	Consumo Defensivo	Productos de Hogar	13.0	32.5
FIZZ	National Beverage	Consumo Defensivo	Bebidos No Alcohólicas	4.7	16.7
MNST	Monster Beverage	Consumo Defensivo	Bebidos No Alcohólicas	7.5	28.6
Energía					
COG	Cabot Oil & Gas	Energía	Gas y Petroleo	3.2	10.7
COP	ConocoPhillips	Energía	Gas y Petroleo	0.9	4.6
TPL	Texas Pacific Land Trust	Energía	Gas y Petroleo	5.9	9.5
Servicios Financieros					
CNS	Cohen & Steers	Servicios Financieros	Manejo de Activos y Patrimonio	10.0	16.0

FANH	Fanhua		Servicios Financieros	Correduría de Seguros	5.2	42.5
FDS	FactSet Research Systems		Servicios Financieros	Información Financiera	14.2	28.4
FHI	Federated Hermes		Servicios Financieros	Manejo de Activos y Patrimonio	1.9	7.2
HKIB	AMTD International		Servicios Financieros	Crédito	2.7	10.8
LX	LexinFintech Holdings		Servicios Financieros	Crédito	1.6	4.9
MCO	Moody's		Servicios Financieros	Información Financiera	68.2	30.0
MKTX	MarketAxess Holdings		Servicios Financieros	Mercados Captales	17.3	64.9
SEIC	SEI Investments		Servicios Financieros	Manejo de Activos y Patrimonio	4.0	14.3
SPGI	S&P Global		Servicios Financieros	Información Financiera	+100	28.7
TROW	T. Rowe Price Group		Servicios Financieros	Manejo de Activos y Patrimonio	3.3	11.4
						90

Cuidado de la Salud

ABMD	Abiomed		Cuidado de la Salud	Equipo Médico	6.4	28.0
ALGN	Align Tech		Cuidado de la Salud	Equipo Médico	10.5	32.6
ALXN	Alexion Pharmaceuticals		Cuidado de la Salud	Biotecnología	1.7	8.2
ARNA	Arena Pharmaceuticals		Cuidado de la Salud	Biotecnología	2.0	5.5
BIIB	Biogen		Cuidado de la Salud	Casa Farmacéutica	4.1	10.1
BIO	Bio.Rad Laboratories		Cuidado de la Salud	Equipo Médico	1.8	6.0
BIO.B	Bio.Rad Laboratories		Cuidado de la Salud	Equipo Médico	1.8	6.0
CHRS	Coherus BioSciences		Cuidado de la Salud	Biotecnología	11.3	13.7
CORT	Corcept Therapeutics		Cuidado de la Salud	Biotecnología	3.6	15.2
CRON	Cronos Group		Cuidado de la Salud	Casa Farmacéutica	1.5	8.0
EW	Edwards Lifesciences		Cuidado de la Salud	Equipo Médico	9.8	39.7

HZNP	Horizon Therapeutics		Cuidado de la Salud	Casa Farmacéutica	2.6	10.1
ILMN	Illumina		Cuidado de la Salud	Diagnóstico e Investigación	8.8	40.9
INVA	Innoviva		Cuidado de la Salud	Biotecnología	3.8	8.1
LGND	Ligand Pharmaceuticals		Cuidado de la Salud	Biotecnología	1.5	2.2
ZTS	Zoetis		Cuidado de la Salud	Casa Farmacéutica	20.5	37.6
Industriales						
ALLE	Allegion		Industriales	Servicios de Seguridad	11.6	22.3
AOS	A. O. Smith		Industriales	Maquinaria Industrial Especializada	3.8	17.4
AWI	Armstrong World Indus		Industriales	Insumos de Construcción	10.8	16.8
BWXT	BWX Technologies		Industriales	Aeroespacial y Defensa	11.2	18.6
CPRT	Copart		Industriales	Servicios Especializados	7.9	23.4
					92	

CTAS	Cintas		Industriales	Servicios Especializados	5.7	20.5
EXPO	Exponent		Industriales	Consultoría	10.8	16.8
FAST	Fastenal		Industriales	Distribución Industrial	6.9	23.0
GGG	Graco		Industriales	Maquinaria Industrial Especializada	7.9	24.0
HEI	Heico		Industriales	Aeroespacial y Defensa	5.8	28.5
HEI.A	Heico		Industriales	Aeroespacial y Defensa	5.0	24.4
ITW	Illinois Tool Works		Industriales	Maquinaria Industrial Especializada	15.1	18.5
KAMN	Kaman		Industriales	Aeroespacial y Defensa	1.3	19.0
ODFL	Old Domination Freight		Industriales	Transporte de Carga	5.2	26.4
OFLX	Omega Flex		Industriales	Maquinaria Industrial Especializada	21.6	46.7

OMAB	Central North Airport Group		Industriales	Servicios Aeropuertarios	3.2	9.7
PAC	Grupo Aeropuertario del Pacífico		Industriales	Servicios Aeropuertarios	3.8	13.4
SNA	Snap-on		Industriales	Herramientas y Accesorios	1.8	9.1
TREX	Trex Co		Industriales	Insumos de Construcción	11.0	34.5
Bienes Raíces						
VNO	Vornado Realty		Bienes Raíces	Oficinas	1.2	2.3
WRE	Washington REIT		Bienes Raíces	Oficinas	1.4	65.1
Tecnología						
AAPL	Apple		Tecnología	Dispositivos Electrónicos	12.5	20.1
AMAT	Applied Materials		Tecnología	Semiconductor y Materiales	5.0	15.7
ANET	Arista Networks		Tecnología	Equipo de Computación	5.4	19.3

APH	Amphenol	Tecnología	Componentes Electrónicos	5.0	20.2
ASML	ASML Holding	Tecnología	Semiconductor y Materiales	8.3	40.0
AZPN	Aspen Tehcnology	Tecnología	Software	17.0	27.5
BRKS	Brooks Automation	Tecnología	Semiconductor y Materiales	1.9	+100
CDNS	Cadence Design Systems	Tecnología	Software - Aplicado	8.0	19.0
CHKP	Check Point Software Tech	Tecnología	Software - Aplicado	4.3	18.3
CSCO	Cisco Systems	Tecnología	Equipo de Comunicación	4.8	15.7
EGOV	NIC	Tecnología	Software – Aplicado	6.4	30.9
ENPH	Enphase Energy	Tecnología	Semiconductor y Materiales	14.6	26.0
EVTC	Evertec	Tecnología	Software – Infraestructura	6.2	16.3
FFIV	F5 Networks	Tecnología	Software – Infraestructura	3.5	16.8

INFY	Infosys		Tecnología	Servicios de IT	4.2	15.4
INTU	Intuit		Tecnología	Software - Aplicado	16.6	38.5
KLAC	KLA		Tecnología	Semiconductor y Materiales	8.8	21.2
LRCX	Lam Research		Tecnología	Semiconductor y Materiales	8.4	18.9
MSFT	Microsoft		Tecnología	Software – Infraestructura	11.1	28.0
MXIM	Maxim Integrated Products		Tecnología	Semiconductor y Materiales	7.8	17.6
NLOK	NortonLifeLock		Tecnología	Software – Infraestructura	1.3	20.8
NVDA	NVIDIA		Tecnología	Semiconductor y Materiales	13.3	58.7
ORCL	Oracle		Tecnología	Software – Infraestructura	11.2	16.0
POWI	Power Integrations		Tecnología	Semiconductor y Materiales	3.7	13.8
QCOM	Qualcomm		Tecnología	Semiconductor y Materiales	17.5	19.6

STX	Seagate Technology		Tecnología	Equipo de Computación	7.1	8.2
TER	Teradyne		Tecnología	Semiconductor y Materiales	6.2	21.3
TXN	Teas Instruments		Tecnología	Semiconductor y Materiales	10.7	19.5
XLNX	Xilinx		Tecnología	Semiconductor y Materiales	7.4	23.3
Utilidades						
EBR	Centrias Electricas		Utilidades	Electricidad	0.6	2.4
EBR.B	Centrias Electricas		Utilidades	Electricidad	0.7	3.0
PAM	Pampa Energía		Utilidades	Electricidad	0.4	1.5
*Actualizado al 31 de marzo del 2020						
FUENTE: StockRover						