



# Tema 2

## El análisis Top-Down

Bernardo Hernández, CFA

Marisa Mazo, CFA

ICADE

Curso 2004



# **Tema 2. El análisis Top-Down**

- 1. Concepto de Análisis “Top-Down”**
- 2. Análisis Macroeconómico**
  - 1. Ciclo Económico**
  - 2. Ciclo Bursátil**
  - 3. Evolución histórica de la Bolsa**
- 3. Factores Relevantes en el Análisis Macroeconómico**
  - 1. Entorno Internacional**
  - 2. Tipos de Interés**



# 1. Concepto de Análisis “Top-Down” (I)

## “Top-down”

Proceso de selección de inversiones que comienza valorando y eligiendo el mercado en su conjunto (¿qué país?) para terminar valorando y eligiendo el detalle (¿qué empresa?)

## “Bottom-up”

Proceso de selección de inversiones en el que se eligen acciones independientemente del sector o del país al que pertenezcan

Ambos enfoques se suelen usar de forma coordinada

El análisis macroeconómico es imprescindible en ambos enfoques.



# 1. Concepto de Análisis “Top-Down” (II)

## Variables macroeconómicas principales:

PIB Consumo privado  
Inversión  
Gasto público  
Exportaciones-Importaciones

Inflación

Balanza de pagos: Cuenta corriente  
Capitales

Salarios

Empleo y desempleo

Productividad

Oferta monetaria

Tipos de interés: a corto plazo  
a largo plazo

Tipo de cambio



# 1. Concepto de Análisis “Top-Down” (III)

## Valoración de la Bolsa en su conjunto

$$Pr ecio = \frac{Dividendo}{K_E - g} = \frac{EPS \times payout}{K_E - g}$$

## Valoraciones relativas

### Earnings yield gap

Tipo de interés a largo plazo – 1/PER

PER/(1/ tipo de interés a largo plazo)

### Dividend yield gap

Tipo de interés a largo plazo – rentabilidad por dividendo

### Prima de riesgo implícita

### Crecimiento implícito

# Output, demand and jobs

Feb 14th 2004

From The Economist print edition

% change on year ago

	GDP		The Economist poll GDP forecasts		Industrial production latest	Retail sales (volume) latest	Unemployment % rate	
	latest	qtr*	2003	2004			latest	year ago
<b>Australia</b>	+ 2.6 Q3	+ 4.8	+ 2.8	+ 3.7	- 0.1 Q3	+ 7.3 Q4	5.7 Jan	6.1
<b>Austria</b>	+ 0.8 Q3	+ 1.4	+ 0.9	+ 1.9	+ 7.2 Aug	- 6.1 Nov	4.6 Dec	4.3
<b>Belgium</b>	+ 0.8 Q3	+ 2.2	+ 1.0	+ 1.9	- 6.6 Nov	- 4.3 Nov	12.9 Jan <sup>†</sup>	11.9
<b>Britain</b>	+ 2.5 Q4	+ 3.8	+ 2.1	+ 2.8	- 0.8 Dec	+ 4.0 Dec	4.9 Dec <sup>††</sup>	5.1
<b>Canada</b>	+ 1.0 Q3	+ 1.1	+ 1.7	+ 3.1	nil Nov	+ 2.1 Nov	7.4 Jan	7.5
<b>Denmark</b>	- 0.5 Q3	- 0.8	+ 0.3	+ 2.2	- 0.2 Dec	+ 2.3 Dec	6.6 Dec	5.4
<b>France</b>	+ 0.5 Q4	+ 2.0	+ 0.2	+ 1.9	+ 2.0 Dec	- 2.2 May	9.7 Dec	9.3
<b>Germany</b>	+ 0.2 Q4	+ 0.9	- 0.1	+ 1.7	+ 3.5 Dec	- 2.5 Nov	10.2 Jan <sup>§</sup>	10.3
<b>Italy</b>	+ 0.5 Q3	+ 2.0	+ 0.5	+ 1.7	+ 0.2 Nov	- 2.8 Nov	8.4 Oct	8.9
<b>Japan</b>	+ 1.8 Q3	+ 1.4	+ 2.3	+ 2.1	+ 5.7 Dec	- 0.1 Dec	4.9 Dec	5.3
<b>Netherlands</b>	- 0.5 Q4	+ 1.2	- 0.8	+ 1.0	- 3.0 Dec	- 5.5 Nov <sup>‡</sup>	5.7 Dec <sup>**</sup>	4.4
<b>Spain</b>	+ 2.4 Q3	+ 2.9	+ 2.4	+ 3.0	+ 3.6 Dec	+ 2.9 Nov	11.2 Dec	11.5
<b>Sweden</b>	+ 2.0 Q3	+ 1.9	+ 1.6	+ 2.4	+ 3.0 Nov	+ 4.2 Dec	5.1 Dec <sup>†</sup>	4.1
<b>Switzerland</b>	- 0.6 Q3	+ 1.0	- 0.4	+ 1.6	+ 0.4 Q3	- 4.0 Nov	4.3 Jan <sup>†</sup>	3.5
<b>United States</b>	+ 4.3 Q4	+ 4.0	+ 3.2	+ 4.6	+ 2.3 Dec	+ 7.4 Dec	5.6 Jan	5.8
<b>Euro area</b>	+ 0.3 Q3	+ 1.5	+ 0.5	+ 1.9	+ 1.2 Nov	- 1.6 Nov	8.8 Dec	8.6
<b>MORE COUNTRIES</b> Data for the countries below are not provided in printed editions of <i>The Economist</i>								
<b>Finland</b>	+ 1.6 Q3	+ 3.2	na	na	+ 1.0 Dec	+ 5.3 Oct	8.2 Dec <sup>†</sup>	8.1
<b>Greece</b>	+ 5.0 Q3	+ 1.8	na	na	+ 3.9 Oct	+ 5.2 Sep	na	na
<b>Iceland</b>	+ 3.2 Q3	na	na	na	- 0.3 2002	na	3.4 Dec <sup>†</sup>	3.0
<b>Ireland</b>	- 0.1 Q3	na	na	na	+17.0 Dec	+ 1.2 Nov	4.7 Dec	4.3
<b>Luxembourg</b>	+ 1.3 <sup>2002</sup>	na	na	na	+ 4.4 Nov	+ 2.0 Sep	4.1 Dec	3.4
<b>New Zealand</b>	+ 3.5 Q3	+ 6.3	na	na	+ 4.1 Q3	+ 6.1 Q3	4.6 Q4	4.9
<b>Norway</b>	+ 0.2 Q3	+ 3.3	na	na	- 4.5 Dec	+ 4.4 Dec	4.2 Q4	3.7
<b>Portugal</b>	- 0.9 Q3	- 2.1	na	na	+ 2.0 Dec	- 0.4 Nov	6.3 Q3 <sup>†</sup>	5.1

\*% change on previous quarter at an annual rate. <sup>†</sup>Not seasonally adjusted. <sup>‡</sup>New series. <sup>††</sup>Oct-Dec; claimant count rate 4.9% in Dec. <sup>§</sup>EU harmonised rate 10.2% in Jan. <sup>\*\*</sup>Oct-Dec.

# Prices and wages

Feb 14th 2004

From The Economist print edition

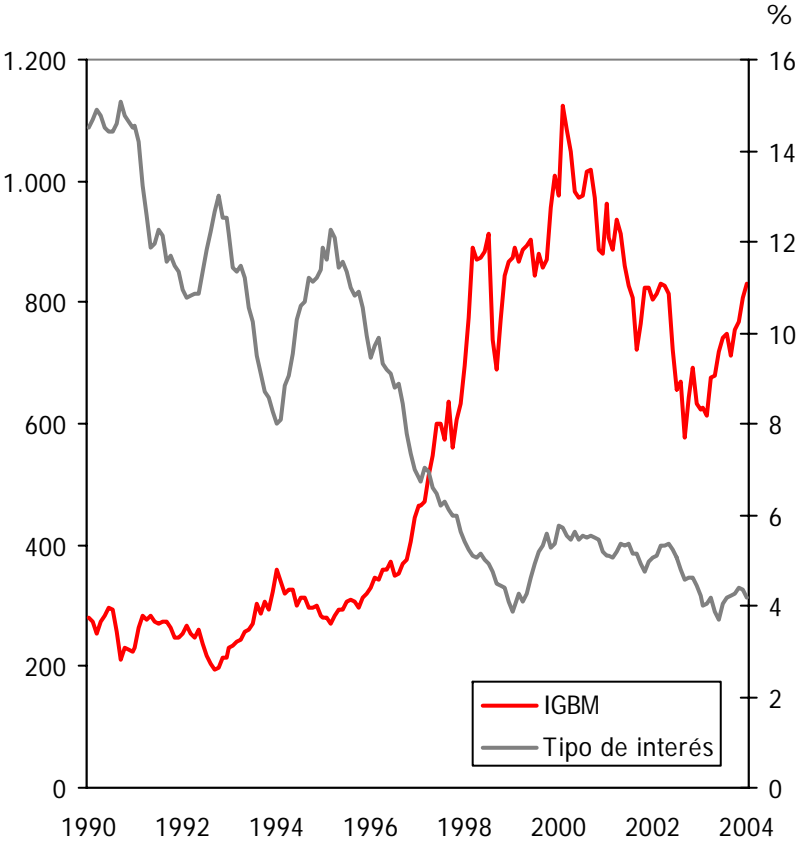
% change on year ago

	Consumer prices		The Economist poll consumer prices forecast		Producer prices		Wages/earnings		
	latest	year ago	2003	2004	latest	year ago	latest	year ago	
<b>Australia</b>	+ 2.4 Q4	+ 3.0	+ 2.7	+ 2.2	- 1.1 Q4	+ 1.6	+ 5.1 Q3	+ 3.6	
<b>Austria</b>	+ 1.2 Dec	+ 1.8	+ 1.3	+ 1.2	+ 2.2 Jan	+ 1.4	+ 2.3 Dec	+ 2.2	
<b>Belgium</b>	+ 1.6 Jan	+ 1.2	+ 1.5	+ 1.4	- 0.4 Dec	+ 1.9	+ 1.8 Q4	+ 2.2	
<b>Britain</b>	+ 1.3 Dec*	+ 1.7	+ 1.4	+ 1.5	+ 1.6 Jan	+ 1.3	+ 3.5 Nov	+ 3.8	
<b>Canada</b>	+ 2.0 Dec	+ 3.9	+ 2.7	+ 1.6	- 3.4 Dec	+ 2.8	+ 3.5 Nov	+ 1.9	
<b>Denmark</b>	+ 1.1 Jan	+ 2.6	+ 2.1	+ 1.6	+ 0.2 Dec	+ 1.3	+ 3.6 Q3	+ 3.9	
<b>France</b>	+ 2.2 Dec	+ 2.3	+ 2.1	+ 1.7	+ 0.4 Dec	+ 1.3	+ 2.9 Q3	+ 3.5	
<b>Germany</b>	+ 1.3 Jan	+ 1.0	+ 1.1	+ 1.0	+ 0.4 Jan	+ 1.2	+ 1.6 Nov	+ 2.8	
<b>Italy</b>	+ 2.2 Jan	+ 2.8	+ 2.8	+ 2.3	+ 0.8 Dec	+ 2.0	+ 2.7 Dec	+ 2.2	
<b>Japan</b>	- 0.4 Dec	- 0.3	- 0.3	- 0.2	nil Jan	- 1.0	+ 1.9 Dec	- 1.4	
<b>Netherlands</b>	+ 1.4 Jan	+ 2.4	+ 2.2	+ 1.5	+ 0.6 Dec	+ 4.2	+ 1.8 Jan	+ 3.5	
<b>Spain</b>	+ 2.6 Dec	+ 4.0	+ 2.9	+ 2.6	+ 1.1 Dec	+ 2.0	+ 3.1 Q3	+ 3.8	
<b>Sweden</b>	+ 1.4 Dec	+ 2.3	+ 2.1	+ 1.4	- 1.9 Dec	- 0.6	+ 3.3 Nov	+ 3.9	
<b>Switzerland</b>	+ 0.2 Jan	+ 0.9	+ 0.6	+ 0.5	- 0.2 Dec	- 0.4	+ 1.8 2002	+ 2.5	
<b>United States</b>	+ 1.9 Dec	+ 2.4	+ 2.3	+ 1.5	+ 4.0 Dec	+ 1.2	+ 2.0 Jan	+ 3.0	
<b>Euro area</b>	+ 2.0 Jan	+ 2.1	+ 2.0	+ 1.7	+ 1.0 Dec	+ 1.5	+ 2.6 Q3	+ 3.1	
<b>MORE COUNTRIES</b>	Data for the countries below are not provided in printed editions of <i>The Economist</i>								
<b>Finland</b>	+ 0.6 Dec	+ 1.7	na	na	- 0.4 Dec	+ 1.4	+ 3.9 Q3	+ 4.1	
<b>Greece</b>	+ 2.9 Jan	+ 3.1	na	na	+ 2.6 Nov	+ 2.1	na	na	
<b>Iceland</b>	+ 2.3 Feb	+ 1.5	na	na	+ 1.3 Jan	+ 2.7	+ 5.4 Dec	+ 5.4	
<b>Ireland</b>	+ 1.9 Dec	+ 5.0	na	na	- 9.1 Dec	- 2.5	+ 4.7 Q3	+ 6.0	
<b>Luxembourg</b>	+ 2.1 Dec	+ 2.2	na	na	+ 0.8 Nov	- 0.1	+ 0.6 Nov	+ 3.2	
<b>New Zealand</b>	+ 1.6 Q4	+ 2.7	na	na	+ 0.1 Q3	- 2.1	+ 2.3 Q4	+ 2.1	
<b>Norway</b>	- 1.8 Jan	+ 5.0	na	na	- 0.1 Jan	+11.6	+ 4.3 Q3	+ 5.0	
<b>Portugal</b>	+ 2.4 Dec	+ 4.0	na	na	nil Dec	+ 1.3	- 1.7 Nov	- 0.5	

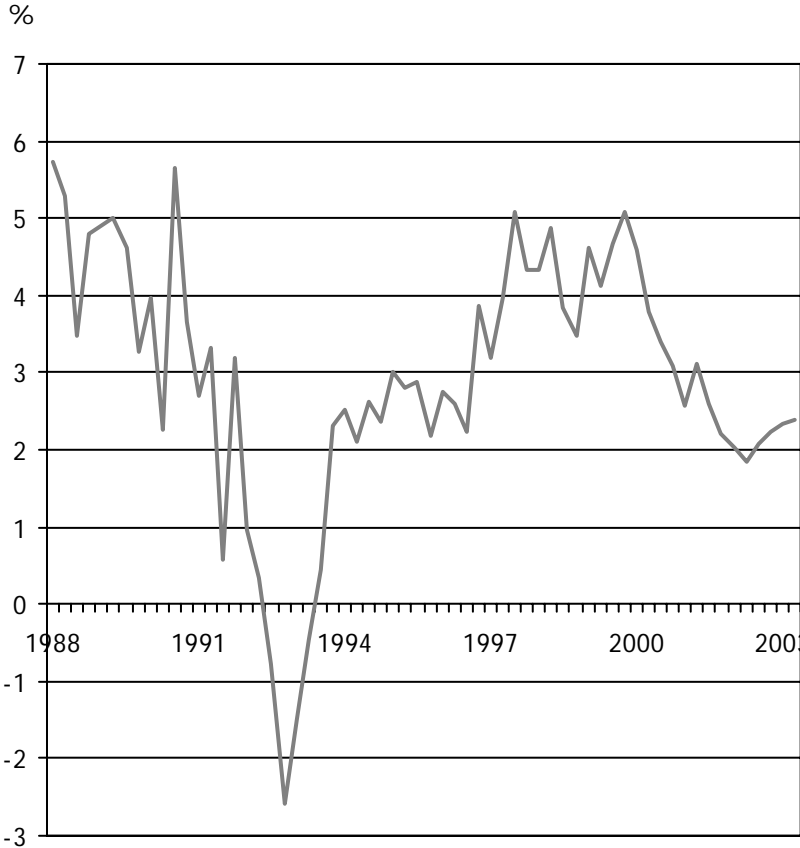
\*New series. RPI inflation rate in December: 2.8% (corrected).

# 1. Concepto de Análisis “Top-Down” (IV)

España: Bolsa vs. bonos



España: Evolución del PIB



## 2. Análisis Macroeconómico

### 2.1 Ciclo económico (I)

Ciclo económico:

- La fluctuación de la actividad global, caracterizada por la expansión o contracción simultánea de la producción en la mayoría de los sectores. Entendemos como ciclo económico la fluctuación del PNB con relación a su potencial.
- **Expansión:** Aumento del producto nacional en relación al producto potencial.
  - Auge
  - Recesión
- **Recesión:** Disminución del producto nacional en relación al producto potencial.
  - Depresión
  - Recuperación

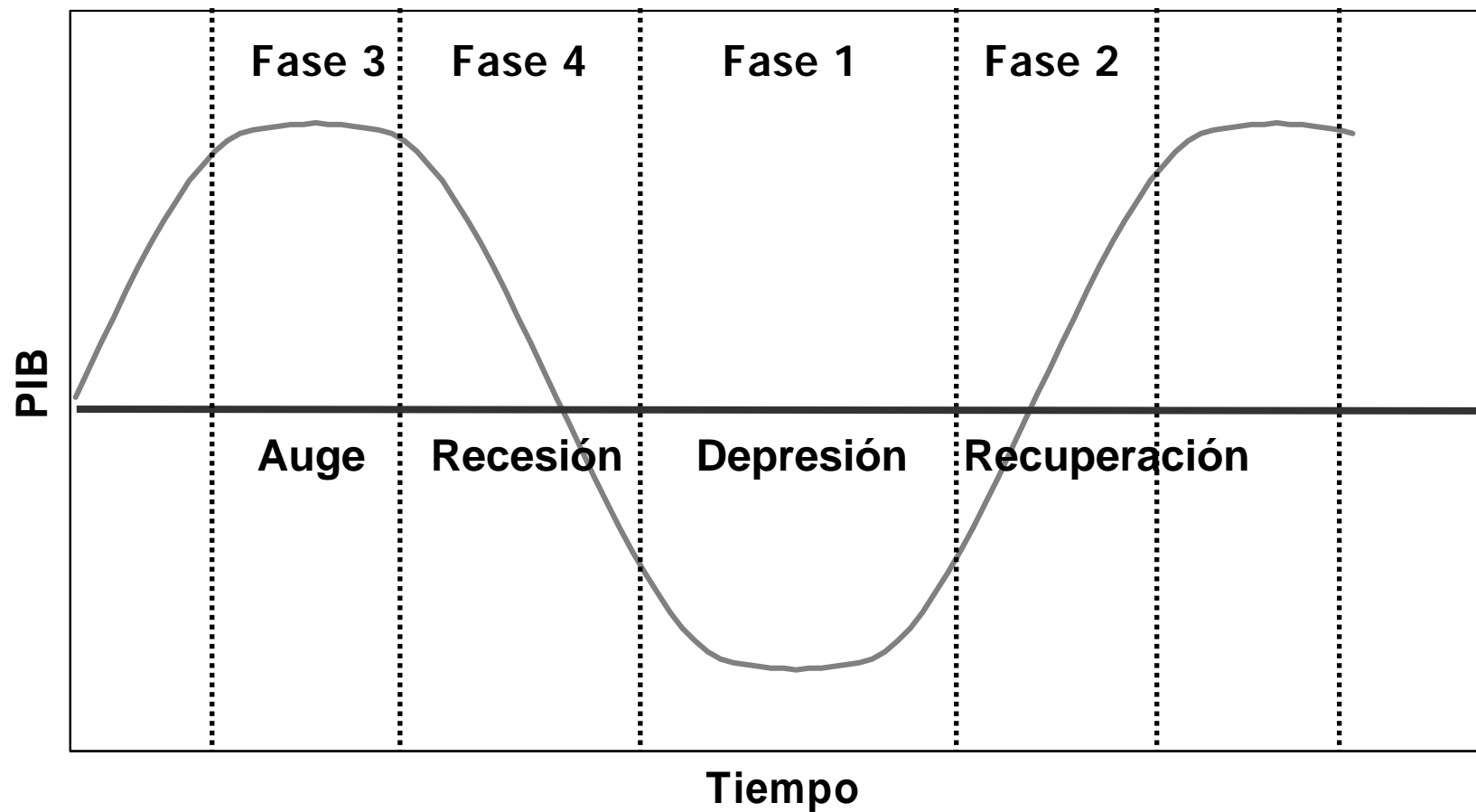
No todas las fluctuaciones son idénticas ni de la misma intensidad

3 tipos de ciclos según Schumpeter:

- Kondratieff: largos
- Juglar: medios
- Kitchin: cortos



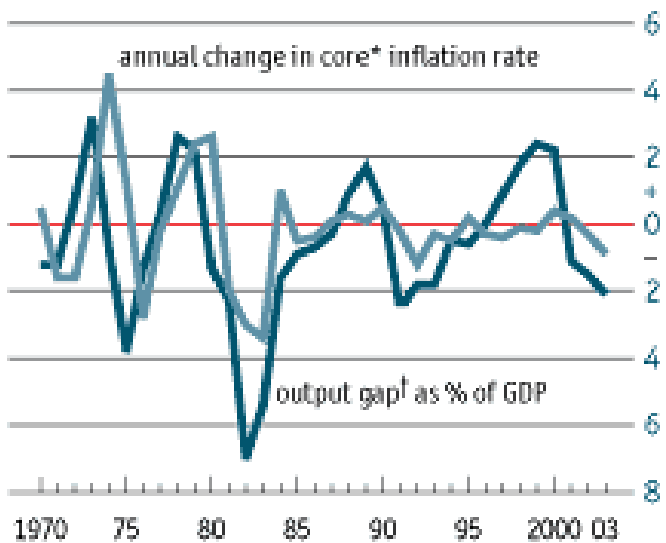
## 2.1 Ciclo económico (II)



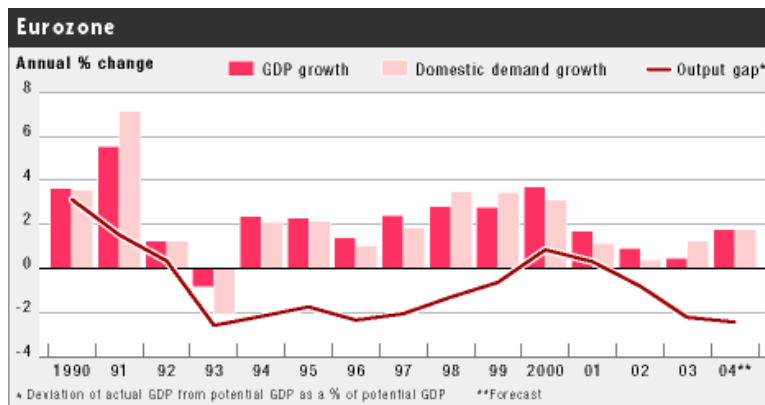
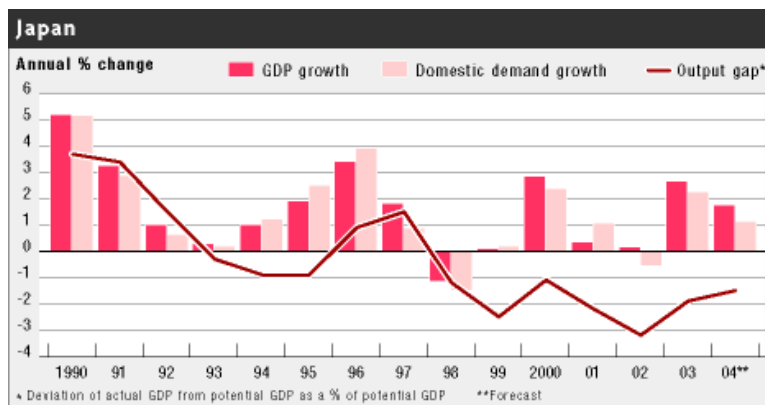
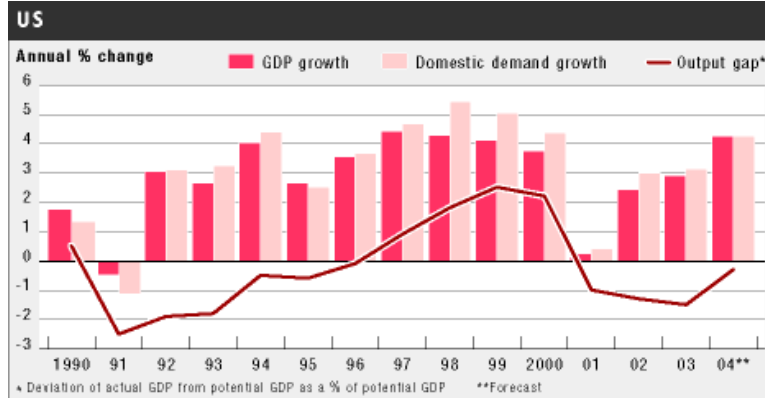
## Dicing with deflation

1

US:



\*Excluding food and energy †Actual GDP minus potential GDP  
Sources: US Bureau of Labour Statistics; Thomson Datastream



## 2.1 Ciclo económico (III)

### FASE 1: Depresión o crisis

- Crecimiento del PIB por debajo del crecimiento potencial  
Puede llegar incluso a caída (España: 1993; Alemania: 2003)
- Inversión en bienes de capital: en mínimos
- Aumento de la tasa de desempleo
- Inflación: tiende a reducirse
- Beneficios empresariales: a la baja  
Sectores muy cíclicos: pérdidas
- Política monetaria expansiva:  
Tipos de interés: en mínimos
- Política fiscal expansiva:  
Déficit fiscal: en máximos



## 2.1 Ciclo económico (IV)

### FASE 2: Recuperación o expansión

- Fase ascendente del ciclo
- Aceleración del crecimiento del **PIB**
- **Inversión en bienes de capital**: en aumento
- Estabilización de la tasa de desempleo y aumento del empleo
- **Inflación**: tiende al alza
- Beneficios empresariales: al alza
- Política **monetaria** menos expansiva:
  - Tipos de interés: los Bancos Centrales inician el proceso de subidas de tipos de interés
- Política **fiscal** menos expansiva:
  - Reducción del crecimiento del gasto público



## 2.1 Ciclo económico (V)

### FASE 3: Auge o Boom

- Crecimiento del PIB por encima del crecimiento potencial
  - Puede llegar incluso a caída (España: 1998-99)
- Inversión en bienes de capital: en máximos
  - Las buenas expectativas hacen que los proyectos de inversión parezcan atractivos incluso a pesar de altos tipos de interés.
- Reducción de la tasa de desempleo
- Inflación: en máximos
- Beneficios empresariales: rentabilidades en máximos
- Política monetaria contractiva:
  - Tipos de interés: en máximos



## 2.1 Ciclo económico (VI)

### FASE 4: Recesión

- Fase descendente del ciclo
- Desaceleración del crecimiento del PIB
- Inversión en bienes de capital reduciéndose
  - Existe capacidad excedentaria
- Empiezan a destruirse puestos de trabajo
  - España: cuando el crecimiento del PIB es inferior al 2%
- Inflación: sigue elevada
- Beneficios empresariales: menores crecimientos
- Política monetaria: empieza a relajarse
  - Tipos de interés: en descenso



## 2. Análisis Macroeconómico.

### 2.2. Ciclo bursátil (I)

Teoría de **Dow**: reconocía 3 tipos de tendencias en el mercado:

- primarias
- secundarias
- menores

#### **Tendencia primaria alcista: “Bull Market”**

- Fase de acumulación
- Fase de liquidez
- Fase fundamental
- Fase especulativa

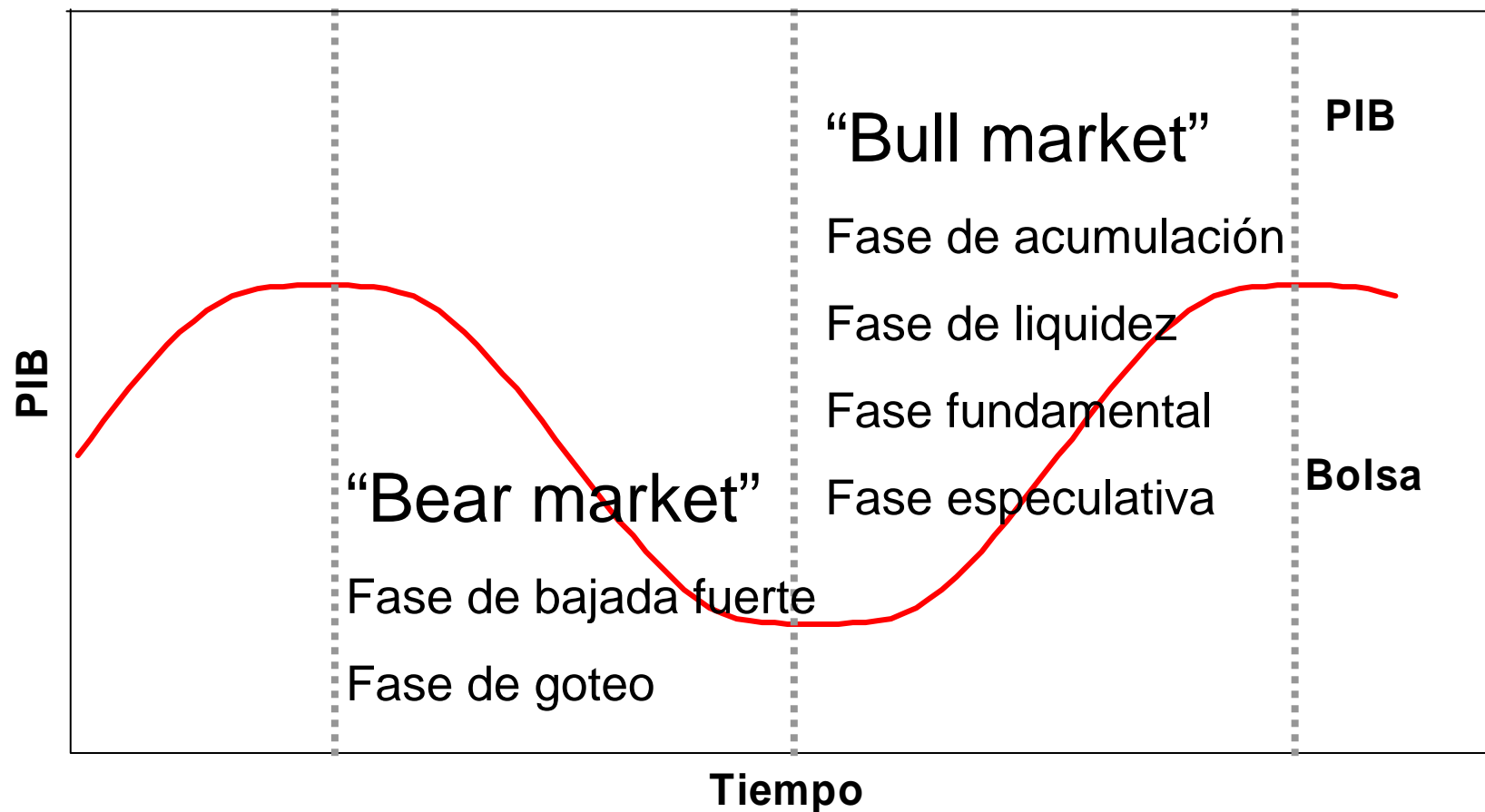
#### **Tendencia primaria bajista: “Bear Market”**

- Fase de bajada fuerte
- Fase goteo

**El ciclo bursátil ha anticipado generalmente el ciclo económico**



## 2.2. Ciclo bursátil (II)



## 2.2. Ciclo bursátil (III)

### Tendencia primaria alcista: “Bull Market”

- **Fase de acumulación**
  - Punto más bajo del ciclo económico
  - Volúmenes de contratación mínimos
  - Baja volatilidad
  - Las grandes instituciones empiezan a comprar
- **Fase de liquidez**
  - Rentabilidades de la renta fija en mínimos
- **Fase fundamental**
  - Crecimiento de los beneficios
- **Fase especulativa**
  - Creencia en que el ciclo económico expansivo se prolongará para siempre



## 2.2. Ciclo bursátil (IV)

### Tendencia primaria bajista: “Bear Market”

- **Fase de bajada fuerte**
  - Se pone en duda el proceso alcistas
  - Volúmenes de contratación elevados
  - Alta volatilidad
  - Las grandes instituciones venden
  
- **Fase de goteo**
  - El público vende a medida que necesita liquidez
  - El estancamiento económico es evidente
  - Bajos volúmenes de contratación



## 2. Análisis Macroeconómico.

### 2.3. Evolución histórica de la Bolsa (I)

#### ESPAÑA

- **1974-1982: Prolongada etapa bajista**
  - Transición política: incertidumbre y desconfianza
  - Dos crisis del petróleo
  - Alta inflación, bajo crecimiento económico
- **1982-1992: Recuperación y maduración**
  - Triunfo del PSOE: mayor estabilidad democrática
  - Entrada en la CEE
  - Flujos de capitales del extranjero
- **1992-1998: Bull market: +300%**
  - Bajada de tipos de interés
  - Recuperación económica
  - 1996: Triunfo del PP
  - Medidas económicas liberales
  - España entra en el Euro



## 2.3. Evolución histórica de la Bolsa (III)

### 1998-Marzo 2000: Alza especulativa

Se ignoran alarmas desde distintos países

**1997: Crisis asiática**

**1998: Rusia y Latinoamérica**

Aparecen tensiones inflacionistas

Dudas razonables sobre el “nuevo modelo de crecimiento sostenido sin inflación” en Estados Unidos

Un nuevo “invento”: Internet y la nueva economía

### Marzo 2000-Marzo 2003: Etapa bajista

Desaceleración de las economías

Tensiones geopolíticas

### Marzo 2003- Actualidad: Alza por motivos de liquidez...¿y fundamentales?

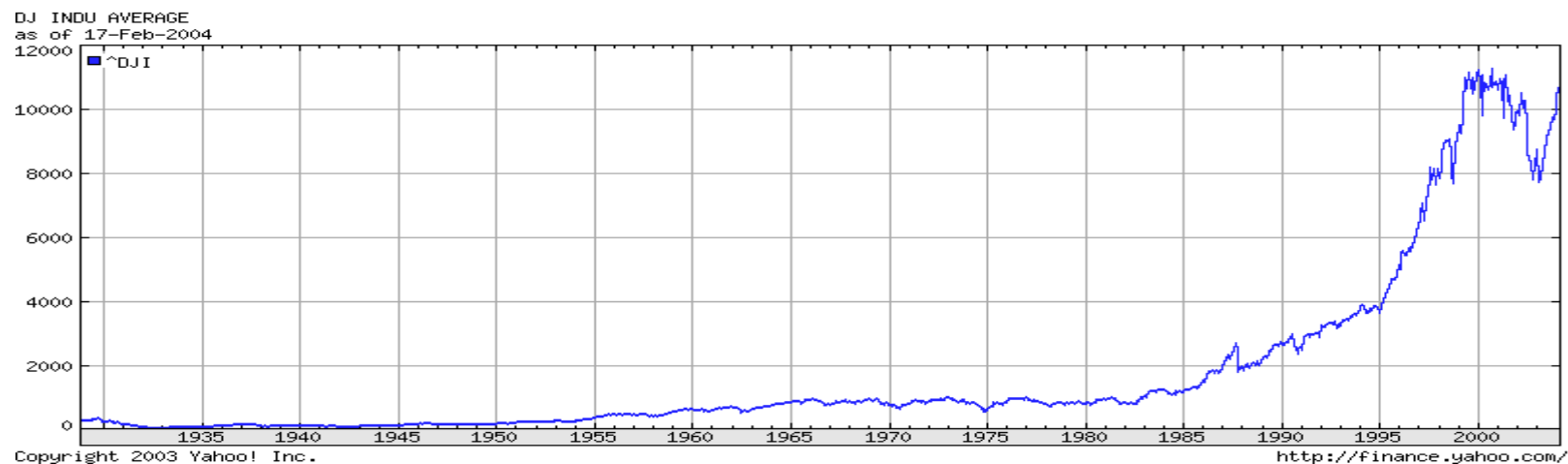
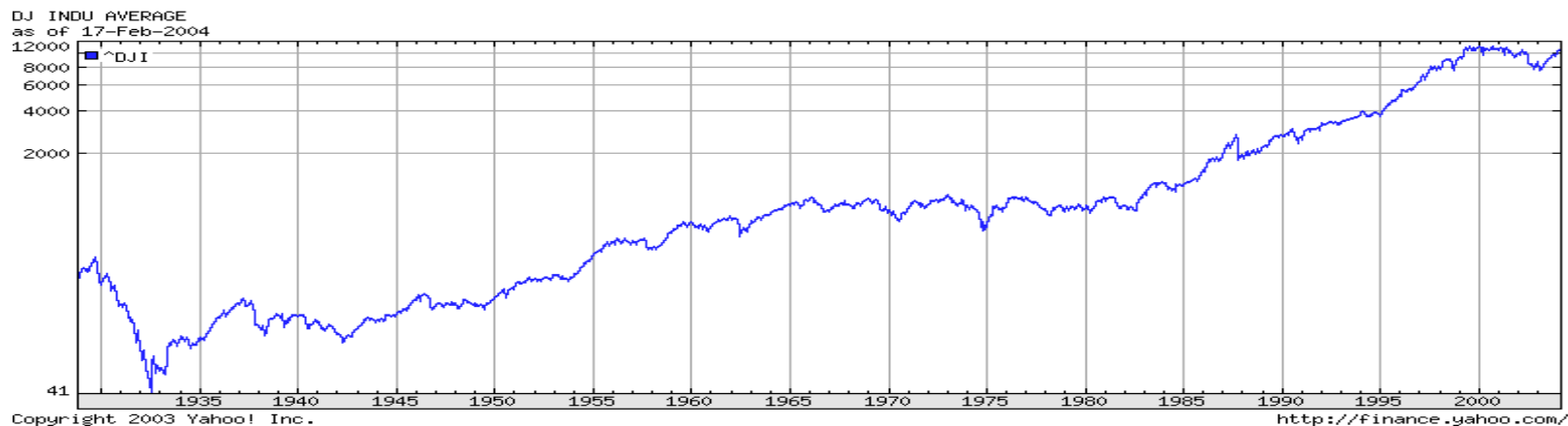
La economía ha tocado fondo

Tipos de interés en mínimos



## 2.3. Evolución histórica de la Bolsa (IV)

### Evolución histórica claramente alcista



## 2.3. Evolución histórica de la Bolsa (V)

### 3 “accidentes” históricos que no tienen porqué mantenerse en el futuro:

- Aumento de las valoraciones
- Sesgo del superviviente
- Cambios en las políticas de gestión de las empresas

**Table 1. U.S. Returns, 1802–2000**

Period	Mean Real Return		
	Market Index	Relatively Riskless Security	Risk Premium
1802–1998	7.0%	2.9%	4.1 pps
1889–2000	7.9	1.0	6.9
1926–2000	8.7	0.7	8.0
1947–2000	8.4	0.6	7.8

*Sources:* Data for 1802–1998 are from Siegel (1998); for 1889–2000, from Mehra and Prescott (1985), updated by the author. The rest are the author’s estimates.



## **3. Factores relevantes**

### **3.1 Entorno internacional (I)**

#### **Proceso de globalización**

Interdependencia de las economías a nivel mundial

Rápida transferencia de las nuevas tecnologías y la información

Comercio mundial

#### **Estabilidad geopolítica**

Europa: sin guerras en su territorio desde 1945

Guerra de Irak

#### **La Unión Monetaria Europea:**

Beneficios microeconómicos para España

Beneficios macroeconómicos para España

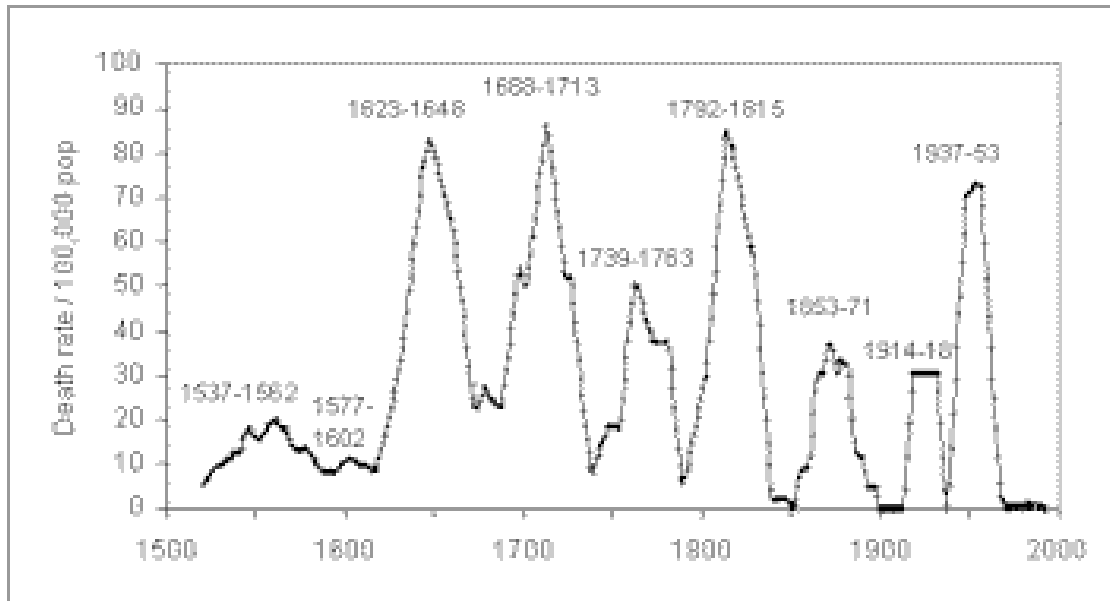


# 3.1. Entorno internacional (II)

## La estabilidad geopolítica

El número de muertes en conflictos bélicos está en mínimos

La Guerra de Irak



Warfare deaths per 100,000 population, per 10,000 for World Wars I and II. Table by Michael Alexander.

## 3.1. Entorno internacional (III)

### La Unión Monetaria Europea

- **Beneficios microeconómicos**
  - Reducción de incertidumbre por tipo de cambio al realizar las transacciones en Euros.
  - Simplificación de los intercambios comerciales.
- **Beneficios macroeconómicos**
  - Disciplina fiscal para cumplir con los objetivos de déficit público y deuda pública.
  - Necesidad de controlar la inflación para no perder competitividad.
- **Euro: ¿fuerte o débil?**
  - Fortaleza actual frente al dólar: impacto negativo en las exportaciones.



### 3.1. Entorno internacional (IV)

**Globalización: Desarrollos tecnológicos, la estabilidad política que generado un aumento de la interacción económica y comercial de los países.**

Rank		Economic	Personal	Technology	Political	Trade	FDI	Portfolio Flows	Income Payments	Travel & Tourism	Telephone	Transfer Payments	Internet Users	Hosts	Servers	International Organizations	Peacekeeping	Embassies
1	Ireland	1	1	16	22	3	3	1	1	3	1	7	24	16	9	15	4	38
2	Switzerland	5	2	7	20	18	4	4	2	2	2	8	11	10	5	8	7	23
3	Sweden	2	9	5	5	21	1	5	8	14	9	22	3	8	7	3	1	14
4	Singapore	4	3	6	53	1	6	36	5	5	3	41	2	13	10	29	11	37
5	Netherlands	3	6	10	28	8	2	2	6	13	6	19	16	3	15	5	11	16
6	Denmark	7	5	9	12	20	8	6	10	16	5	11	7	6	13	5	3	28
7	Canada	17	7	3	6	24	10	20	20	21	4	49	9	7	4	3	3	9
8	Austria	16	4	13	7	12	29	7	11	4	7	24	17	14	11	4	3	10
9	United Kingdom	10	10	11	4	43	18	10	4	19	9	28	10	15	8	2	5	3
10	Finland	11	16	2	17	30	11	8	12	9	13	33	8	2	6	4	5	36

[http://www.atkearney.com/shared\\_res/pdf/Measuring\\_Globalization\\_S.pdf](http://www.atkearney.com/shared_res/pdf/Measuring_Globalization_S.pdf)



## 3.2. Tipos de interés (I)

La variable macroeconómica con más **efecto** sobre la economía y los mercados financieros

### Efectos de los tipos de interés:

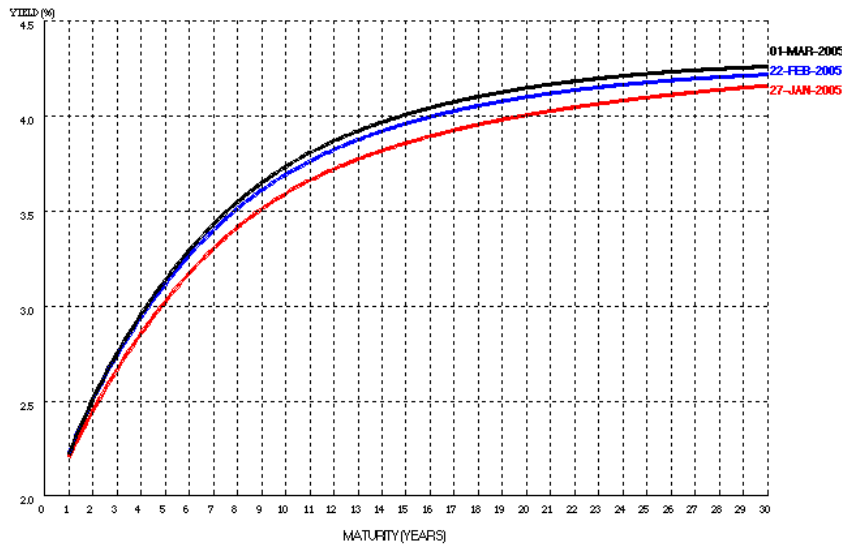
- Flujos hacia los mercado bursátiles
  - A tipos más bajos, mayores flujos a la Bolsa en búsqueda de mayores rentabilidades
- Deuda de las empresas
  - A tipos de interés más bajos, menores costes financieros y mayor beneficio
- Valoración de las empresas
  - A menor tipo de interés, menor es el coste de oportunidad y menor será la rentabilidad exigida un activo con riesgo
- Tesorería
- Negocio financiero



## 3.2. Tipos de interés (II)

La variable macroeconómica con más efecto sobre la economía  
Precio del dinero como consecuencia de la interacción de la oferta y la demanda del mercado de capitales  
Curva de tipos: Diferentes tipos relativos a diferentes vencimientos

Euro



[http://epp.eurostat.cec.eu.int/cache/ITY\\_PUBLIC/EYC/EN/eyc-EN.htm](http://epp.eurostat.cec.eu.int/cache/ITY_PUBLIC/EYC/EN/eyc-EN.htm)

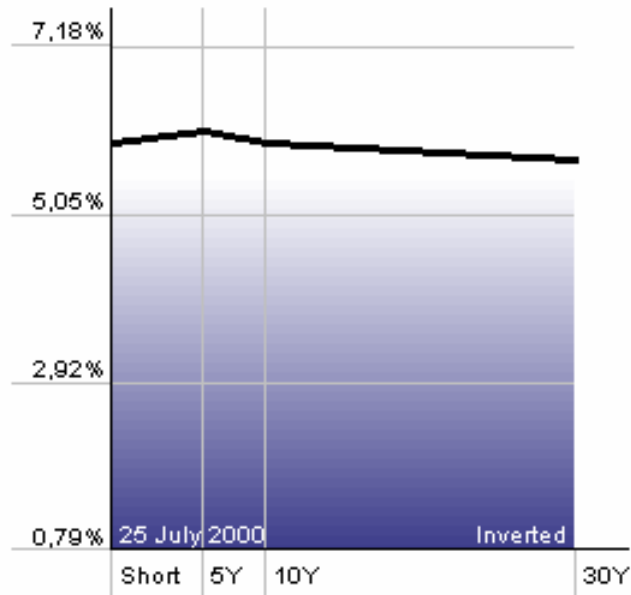
## 3.2. Tipos de interés (III)

### Morfología de la curva de tipos:

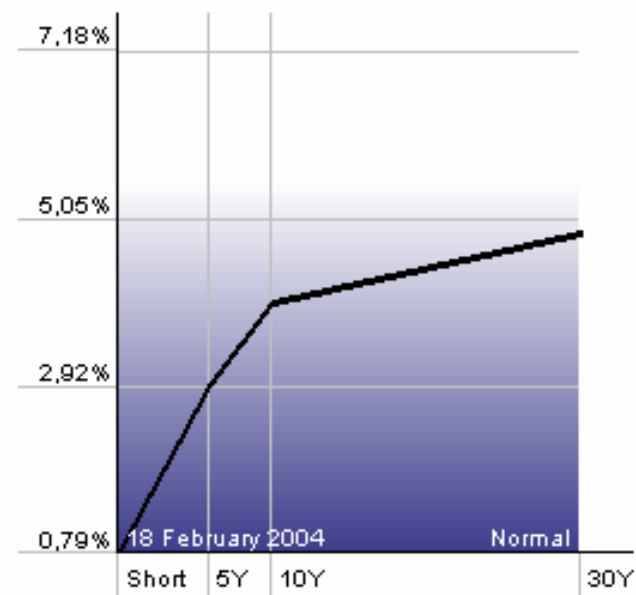
empinada

aplanada

Dólar



Dólar

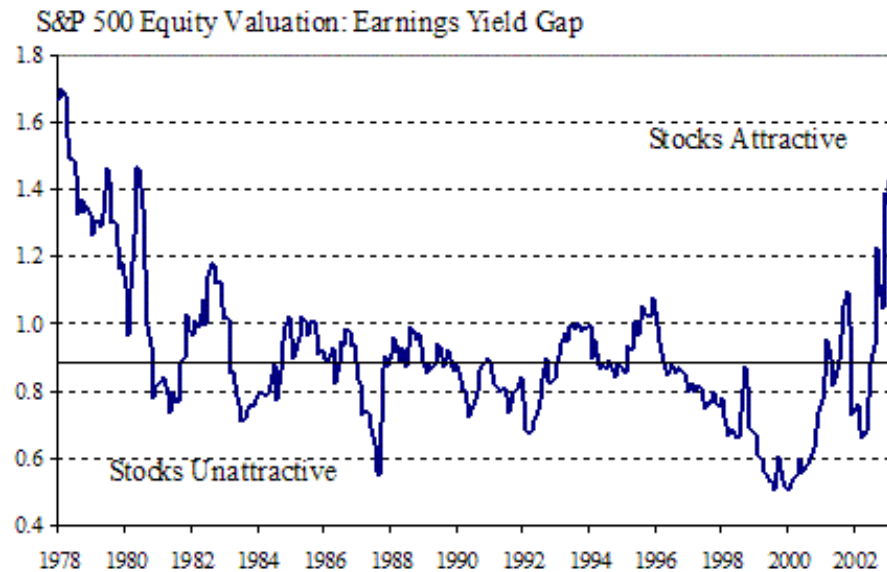


<http://stockcharts.com/charts/YieldCurve.html>

## 3.2. Tipos de interés (IV)

### Implicaciones de los tipos de interés para el análisis:

- Flujos hacia los mercado bursátiles
- Deuda de las empresas
- Valoración de las empresas
- Tesorería
- Negocio financiero



[http://www.mpowercafe.com/investing/analysis/analysis.3.3.3\\_03212003.html](http://www.mpowercafe.com/investing/analysis/analysis.3.3.3_03212003.html)