



Informe marzo de 2009

Seguimos con la fuerte volatilidad sufrida en los distintos índices bursátiles y nos hemos parado en el nivel de retroceso del 61,8% de Fibonacci que se corresponde al 665 del Sp. Si perdemos soportes las caídas pueden ser fuertes pero tenemos la impresión que estamos cerca del suelo. Estos movimientos tan virulentos de los mercados, nos tienen que hacer recapacitar de que hay que ser conservadores evitando riesgos innecesarios en productos sin histórico y sobre todo protegiendo el principal de las inversiones. Ya habrá tiempo de ganar y la seguridad y protección es lo que prima.

Hace unos días Warren Buffet, el alumno aventajado de Benjamin Graham (padre del value investment) ha enviado su siempre esperada y muy interesante carta anual a sus accionistas. Este año no ha defraudado, es aún más sugestiva que la de años anteriores. Por ello me he tomado la molestia de traducir la misma para compartirla con ustedes.

Por otro lado en la última página de este informe tienen a su disposición los resultados anuales de las 35 empresas que componen el principal índice IBEX. Para obtener un informe detallado de cada empresa basta con pinchar en cada una de ellas.

A la Junta General de Accionistas de Berkshire Hathaway Inc.:

Nuestro descenso en el patrimonio neto durante 2008 fue de 11.500 millones de dólares, lo que redujo la cuota por valor de tanto la clase A como la B de existencias en un 9,6%. Durante los últimos 44 años (es decir, desde que la gestión actual se hizo cargo) el valor ha aumentado de \$19 a \$70.530, una tasa compuesta anual del 20,3% (362.319 %)

El cuadro del anexo A, que registra a la vez los 44 años de desempeño del valor de Berkshire y del índice S & P 500, muestra que 2008 fue el peor año para ambos. El período fue devastador, así como para bonos corporativos y municipales, bienes raíces y los productos básicos. A final del año, los inversores de todo tipo se mostraron sangrados y confusos, tanto como si se tratara de pequeños pájaros que estuvieran extraviados en un partido de bádminton.

A lo largo del año, una serie de problemas acontecieron amenazando muchas de las grandes instituciones financieras mundiales. Esto dio lugar a una disfunción del mercado del crédito hasta tal punto que en aspectos importantes pronto se volvió no funcional. El lema de todo el país se convirtió en el credo que vi en la pared de un restaurante cuando era joven: "En Dios confiamos, todos los demás que paguen en efectivo".

En el cuarto trimestre, la crisis de crédito, junto con la caída de las casas y los precios de las acciones, ha elaborado un miedo paralizante que asolaron el país. Una caída libre en la actividad empresarial a continuación, acelerando a un ritmo que nunca antes he visto. Los EE.UU. - y gran parte del mundo - se quedaron atrapados en el círculo vicioso de la retroalimentación negativa del ciclo. El miedo llevó a la contracción de negocios, y esto a su vez condujo a un mayor miedo.

Los comentarios vertidos en este informe, son una visión personal e independiente sobre los mercados financieros. En ningún caso, son una invitación a comprar o vender activos financieros. Para cualquier consulta, póngase en contacto con el Departamento Comercial de ASPAIN 11



Esta espiral debilitante ha impulsado a tomar una acción masiva por parte de nuestro gobierno. En términos de póquer, la Tesorería y la Reserva Federal han acabado con una apuesta de "all in" La medicina económica que anteriormente se dispensaba en cucharillas recientemente se dispensa en cubos. Estas dosis antes impensables casi seguro que traerán efectos secundarios no deseados. Las consecuencias exactas: vete tú a saber, pero una posible consecuencia es una arremetida de la inflación.

Por otra parte, grandes sectores han pasado a depender de la ayuda federal, y serán seguidos por ciudades

y estados americanos con solicitudes alucinantes. El destete de estas entidades de la teta pública será un desafío político. No lo harán voluntariamente.

Independientemente de cuáles puedan ser las desventajas, la acción inmediata y fuerte del gobierno fue esencial en el sistema financiero el año pasado para evitar una ruptura total. Si esto hubiera ocurrido, las consecuencias para cada área de nuestra economía habrían sido catastróficas. Nos guste o no, los habitantes de Wall Street (finanzas), Main Street (comercio) y el resto de Calles de América iban todos en el mismo barco.

En medio de esta mala noticia, sin embargo, no olvidar nunca que nuestro país ha afrontado mucho peores tribulaciones en el pasado. Sólo en el siglo XX, nos enfrentamos a dos guerras mundiales (una de las cuales inicialmente parecía que estábamos en el lado perdedor), una docena o así de pánicos y recesiones, la inflación virulenta que dio lugar a un 21,5% de tasa principal en 1980, y la Gran Depresión de la década de 1930, cuando el desempleo osciló entre el 15% y 25% durante muchos años. América no ha tenido escasez de desafíos.

Uno tras otro, sin embargo, los hemos superado. A pesar de estos obstáculos - y muchos otros - el verdadero nivel de vida para los estadounidenses ha aumentado en casi siete veces desde 1900, mientras que el Dow Jones Industriales aumentó de 66 a 11.497. Comparar el record de este período con las decenas de siglos durante los cuales los humanos se garantizaban sólo diminutas ganancias, cuando las había, en su forma de vida. Aunque el camino no ha sido un camino de rosas, nuestro sistema económico ha funcionado extraordinariamente bien en el tiempo. Se ha desatado el potencial humano como en ningún otro sistema, y seguiremos haciéndolo. Los mejores días de América están por llegar.

Echa un vistazo de nuevo a los 44 años de la tabla en el anexo A. En el 75% de esos años, el S & P registró ganancias. Yo supongo que un porcentaje similar de años será positivo en los próximos 44. Pero ni Charlie Munger, mi socio en la gestión de Berkshire, ni yo podemos predecir con antelación que año se va a ganar y cual se va a perder. (Bajo nuestro inusual punto de vista, no creemos que ningún otro pueda.) Sabemos por cierto, por ejemplo, que la economía estará en ruinas a lo largo de 2009 - y, de hecho, probablemente mucho más allá - pero esa conclusión no dice si el mercado de valores se irá al alza o sufrirá otra caída. Tanto en los años buenos como en los malos, Charlie y yo, simplemente nos centramos en cuatro objetivos:

- el mantenimiento de la situación financiera de Berkshire como una roca del tamaño de Gibraltar, que cuente con enormes cantidades de exceso de liquidez, las obligaciones a corto plazo que son modestas, y decenas de fuentes de ingresos y dinero en efectivo;
- (2) ampliar el "foso" en torno a nuestras empresas que operan para darles ventajas competitivas duraderas; (cual defensa de un castillo)
- (3) la adquisición y desarrollo de nuevas y variadas corrientes de ingresos;
- (4) ampliar y fomentar el grupo de destacados directores de funcionamiento que, a lo largo de

Los comentarios vertidos en este informe, son una visión personal e independiente sobre los mercados financieros. En ningún caso, son una invitación a comprar o vender activos financieros. Para cualquier consulta, póngase en contacto con el Departamento Comercial de ASPAIN 11



los años, han entregado resultados excepcionales a Berkshire.

... a partir de aquí habla de sus participadas... carta completa (en inglés).

<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2008ltr.pdf>

Los comentarios vertidos en este informe, son una visión personal e independiente sobre los mercados financieros. En ningún caso, son una invitación a comprar o vender activos financieros. Para cualquier consulta, póngase en contacto con el Departamento Comercial de ASPAIN 11



Anexo A

Berkshire vs. S&P 500

Porcentajes de cambio anual

AÑO	Berkshire	S&P500	Dif .
1965	23.8	10.0	13.8
1966	20.3	(11.7)	32.0
1967	11.0	30.9	(19.9)
1968	19.0	11.0	8.0
1969	16.2	(8.4)	24.6
1970	12.0	3.9	8.1
1971	16.4	14.6	1.8
1972	21.7	18.9	2.8
1973	4.7	(14.8)	19.5
1974	5.5	(26.4)	31.9
1975	21.9	37.2	(15.3)
1976	59.3	23.6	35.7
1977	31.9	(7.4)	39.3
1978	24.0	6.4	17.6
1979	35.7	18.2	17.5
1980	19.3	32.3	(13.0)
1981	31.4	(5.0)	36.4
1982	40.0	21.4	18.6
1983	32.3	22.4	9.9
1984	13.6	6.1	7.5
1985	48.2	31.6	16.6
1986	26.1	18.6	7.5
1987	19.5	5.1	14.4
1988	20.1	16.6	3.5
1989	44.4	31.7	12.7
1990	7.4	(3.1)	10.5
1991	39.6	30.5	9.1
1992	20.3	7.6	12.7
1993	14.3	10.1	4.2
1994	13.9	1.3	12.6
1995	43.1	37.6	5.5
1996	31.8	23.0	8.8
1997	34.1	33.4	0.7
1998	48.3	28.6	19.7
1999	5.2	1.0	(20.5)
2000	6.5	(9.1)	15.6
2001	(6.2)	(11.9)	5.7
2002	10.0	(22.1)	32.1
2003	21.0	28.7	(7.7)
2004	10.5	10.9	(.4)
2005	6.4	4.9	1.5
2006	18.4	15.8	2.6
2007	11.0	5.5	5.5
2008	(9.6)	(37.0)	27.4
Compounded Annual Gain – 1965-2008	20.3%	8.9%	11.4
Ganancia total – 1964-2008	362,319%	4,276%	

Los comentarios vertidos en este informe, son una visión personal e independiente sobre los mercados financieros. En ningún caso, son una invitación a comprar o vender activos financieros. Para cualquier consulta, póngase en contacto con el Departamento Comercial de ASPAIN 11



RESULTADOS 2008	C.N.2008	C.N.2007	DIF	Bº 2008	Bº 2007	DIF
Abengoa	3.114,50	2.655,80	17,3	140,4	120,4	16,6
Abertis	3.575,10	3.539,60	1	618,4	682,2	-9,4
Acciona	12.665,30	7.952,60	59,3	464,5	950,4	-51,1
Acerinox	5.050,60	6.900,90	-26,8	-10,5	312,3	-----
ACS	16.010,00	15.344,90	4,3	1.805,00	1.551,10	16,4
Banco Popular	6.254,80	5.192,80	20,5	1.052,10	1.265,00	-16,8
Banco Sabadell	4.404,50	3.688,80	19,4	673,8	782,3	-13,9
Banco Santander	56.207,70	46.312,70	21,4	8.876,00	9.060,00	-2
Banesto	5.471,60	4.638,60	18	779,8	764,6	2
Bankinter	2.595,30	2.156,00	20,4	252,3	361,9	-30,3
BBVA	30.404,10	26.175,40	16,2	5.019,60	6.126,40	-18,1
BME	349,1	376,9	-7,4	190,7	201,1	-5,2
Cintra	735,9	713,5	3,1	-56,3	-26,2	115,1
Criteria	2/3/2008	2/3/2008	----	972	1.218,00	-20,2
Enagás	820,7	779,9	5,2	258,9	238,3	8,6
Endesa	21.728,00	17.481,00	24,3	7.169,00	2.675,00	168
FCC	14.016,30	13.423,20	4,4	337,2	737,6	-54,3
Ferrovial	14.126,00	14.630,00	-3,4	-837,8	733,7	-----
Gamesa	3.646,20	2.867,00	27,2	320,2	220,1	45,5
Gas Natural	13.544,20	10.093,00	34,2	1.056,90	959,4	10,2
Grifols	814,3	703,3	15,8	121,7	87,8	38,7
Iberdrola	25.196,20	17.468,00	44,2	2.860,60	2.353,70	21,5
Iberdrola Renovables	2.030,30	953	113	390,2	117,5	231,9
Iberia	5.222,50	5.304,50	-1,5	32	327,3	-90,2
Inditex* (febrero a octubre)	7.353,00	6.633,00	10,9	843	825	2,2
Indra	2.379,60	2.167,60	9,8	182,4	147,8	23,4
Mapfre	9.192,90	7.710,30	19,2	900,7	731,1	23,2
OHL	4.008,80	3.764,40	6,5	150,7	140,5	7,3
REE	1.125,90	1.030,90	9,2	286,1	243	17,7
Repsol	59.632,00	53.865,00	10,7	2.711,00	3.188,00	-15
Sacyr Vallehermoso	5.379,50	5.236,50	2,7	-176,8	946,4	-----
Técnicas Reunidas	2.478,50	2.005,20	23,6	137,1	104,7	31
Telecinco	938,8	1.055,60	-11,1	211,3	353,1	-40,2
Telefónica	57.945,80	56.440,60	2,7	7.592,50	8.906,20	-14,8
Unión Fenosa	7.099,60	5.950,90	19,3	1.194,00	986,4	21,1
TOTAL	405.517,50	355.211,30	14,2	46.518,70	48.391,90	-3,9

Los comentarios vertidos en este informe, son una visión personal e independiente sobre los mercados financieros. En ningún caso, son una invitación a comprar o vender activos financieros. Para cualquier consulta, póngase en contacto con el Departamento Comercial de ASPAIN 11



Resultados de volumen del viernes tras la volatilidad sufrida

Al alza:	29	11
A la baja:	77	20
Sin cambios:	22	4
Vol. comprador:	28.947.719	24.061.754
Vol. vendedor:	305.399.393	283.630.674
Vol. neutral:	34.134.675	19.954.899
Máx. anual:	0	0
Mín. anual:	1	0
ARMS:	3,973	6,483
Interpretación:	Bajista	Bajista

Al mismo tiempo, les comunicamos que dada la fuerte volatilidad sufrida en el corto plazo, estamos a la espera de tomar las siguientes decisiones de inversión en todas las carteras de inversión:

- 1.- Seguimos con estrategias market neutral: JP Mohgan High Br. Statistical Market Neutral.
- 2.- Incremento de posiciones en fondos que se puedan cubrir: Carmignac Patrimoine.
- 3.- Por el lado de la renta fija: inclusión de deuda corporativa.
- 4.- Esperar al momento para deshacer las coberturas para dejar subir las carteras de inversión.

En cuanto a datos macroeconómicos destacamos:

- 1.- Cambio nominas no agrícola: -651.000 cambio en nóminas no agrícolas a 650.000.
- 2.- Tasa de desempleo de 8,1% frente al 7,9%
- 3.- Cambio en nóminas – manufactura de febrero -168.000 frente a 200.000 esperadas.
- 4.-Variación mensual del salario medio por hora de febrero de 0,2% frente al 0,2%

Los comentarios vertidos en este informe, son una visión personal e independiente sobre los mercados financieros. En ningún caso, son una invitación a comprar o vender activos financieros. Para cualquier consulta, póngase en contacto con el Departamento Comercial de ASPAIN 11



5.- Variación anual del salario medio por hora de febrero 3,6% frente al 3,8% esperado

6.- Media de horas trabajadas por semana de febrero de 33,3 frente a 33,3, esperado

Decirles para acabar, tras el comité de inversiones mantenido este viernes por la tarde, Aspain 11 es un Family Office basado en la confianza y en la seguridad. Todas las personas que integran nuestra empresa tienen que tener la misma forma de pensar, evitando incurrir en riesgos innecesarios aceptando el código de reglamento de conducta interna que se resume en: seguridad de datos para nuestros clientes, respeto a las demás entidades financieras, buen seguimiento y control de las inversiones con capacidad de trabajo para con humildad movernos en este mundo en el que dependemos de terceros. Seguimos la directriz de mandato de nuestros clientes velando por la seguridad de las decisiones que se adoptan en nuestra empresa. Sin duda el camino que inicié en el pasado, aunque sea difícil y me hagan tener que ser firme en decisiones de expansión, tengan en cuenta que siempre irán encaminadas a cuidar el buen nombre de Aspain 11 entre nuestros clientes y el sector financiero. Esta situación es la que nos ha hecho multiplicar por 4 en dos años nuestro volumen bajo supervisión .

Esta semana iniciamos la compra de la Sicav y les mantendremos informados del proceso de montaje de más Sicav en el.

Aprovecho la ocasión para darles un cordial saludo.

Atentamente,

Carlos Heras Rincón

Consejero Delegado

Dpto. Análisis ASPAIN 11

Los comentarios vertidos en este informe, son una visión personal e independiente sobre los mercados financieros. En ningún caso, son una invitación a comprar o vender activos financieros. Para cualquier consulta, póngase en contacto con el Departamento Comercial de ASPAIN 11