



Albert Parés Hereu,
gestor de Gesiuris
S.A., SGIIC

ANNUALCYCLES STRATEGIES FI.

VISIÓN DE MERCADO Y ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

Índice

1. Resultado
2. Análisis
 - Etapa 1 Inicio
 - Etapa 2 Normal
 - Etapa 3 Tormenta financiera
3. ¿Por qué somos alcistas? Importancia de las ventas.
4. Resumen.

Consideraciones sobre las tormentas financieras.

1.- RESULTADO

En el gráfico 1 vemos la evolución del fondo con respecto dos índices de referencia.

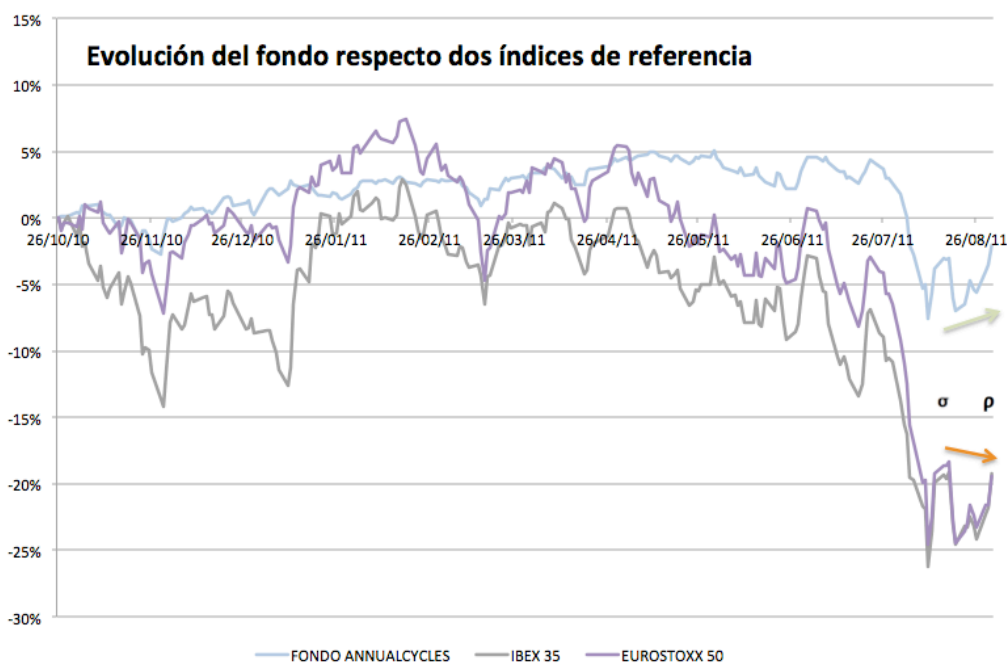


Gráfico 1

El fondo empezó a operar el pasado 26 de Octubre de 2010, con el Ibex35 a 10.797 puntos, un 30% por debajo de los máximos de 2007, y aunque creíamos que era un nivel razonable, ha cerrado agosto un 19% por debajo del día en que empezamos a operar.

Desde su inicio, el fondo ha tenido el siguiente resultado:

	Annualcycles	Ibex35	Eurostoxx50
31/08/11	-2,10%	-19,26%	-19,40%

Como es lógico, somos vulnerables a una caída generalizada del precio de los activos. Aunque no estamos satisfechos con el resultado, sí nos seguimos mostrando confiados, ya que hemos absorbido una caída muy importante de los principales índices mundiales salvaguardando prácticamente la totalidad del patrimonio. Hay muchos activos cuyo precio actual es el más bajo de los últimos años, y aunque los podemos ver aún inferiores en el futuro, es más cómodo operar con un Ibex35 a 8.000 puntos y con compañías de primera línea con dividendos por encima del 8% que en el nivel inicial.

No obstante, como argumentamos en el punto 3: “¿por qué somos alcistas?”, esperamos ver en los próximos meses una recuperación en la mayoría de los índices mundiales.

El rango en que se ha movido el fondo durante este período ha sido:

	Annualcycles	Ibex35	Eurostoxx50
Ganancia Máx.	5,04%	2,92%	7,41%
Perdida Máx.	-7,61%	-26,23%	-24,60%

Mientras los índices se comportaron de forma positiva, el fondo recogió prácticamente toda la subida. En el momento en que los índices se han desplomado, la caída ha sido muy inferior. Hemos estado en la mayoría de la subida y nos hemos ahorrado una parte muy importante de la bajada.

En el siguiente punto: “2.- Análisis del resultado.” explicamos cómo lo hemos conseguido.

2.- ANALISIS DEL RESULTADO

Hemos separado el análisis en tres etapas, ya que cada una de ellas necesita de un análisis diferente.

	Nombre	Duración
Etapa 1	Inicio	Año 2010
Etapa 2	Normal	Enero-julio 2011
Etapa 3	Tormenta financiera	Agosto 2011

Etapa 1, inicio

Este fondo necesita unos meses para llegar al nivel óptimo en términos de gestión normalizada. En el momento inicial algunas fases alcistas o fases bajistas de los activos que seguimos estaban en la mitad de su recorrido y preferimos no invertir. A medida que se iniciaban nuevas fases íbamos aumentando las posiciones hasta llegar a fin de año con el fondo en situación normal de operación.

El resultado fue notable, ya que los índices de referencia tuvieron un comportamiento negativo y nosotros terminamos el año en positivo.

Etapa 2, durante una época “normal” del mercado

Definimos una época normal de mercado cuando la volatilidad **Vix** (Volatility Index) está por debajo de 30. Esta situación, que consideramos “normal”, es en la que se encuentra el mercado en el 90% de las sesiones bursátiles, como vemos en el [gráfico de consideraciones sobre las tormentas financieras](#).

Durante esta época, en la que se ha encontrado el fondo hasta finales de Julio, los ciclos se han cumplido en su mayoría y la gestión ha dado excelentes resultados. Con un riesgo medio del 40% habíamos conseguido un rendimiento TAE del 14%.

Según nuestro sistema habitual de operar:

- Estudiamos el comportamiento del precio de diferentes activos durante el año y detectamos fases alcistas y fases bajistas (fase alcista: es una época del año (Ej. 1: el mes de setiembre. Ej. 2: los últimos diez días del año) en que un activo determinado tiene un rendimiento muy superior a la media y lo obtiene un porcentaje elevado de años). También estudiamos los motivos que pueden provocar la existencia de estas fases.
- Cuando llega el inicio de una fase alcista, (en el Ej. 1 sería el último día de agosto) invertimos en ese activo durante el tiempo que dura la fase alcista. Sólo invertimos si se cumplen una serie de condiciones que hemos intentado detectar que provocarían el no cumplimiento de ésta. El rendimiento esperado para el fondo de cada una de estas inversiones está alrededor del 0,1%. La suma de muchas operaciones de poco riesgo con un porcentaje de cumplimiento elevado es lo que nos permite obtener un resultado elevado con un riesgo moderado.

Por poner dos ejemplos recientes: la fase bajista de la empresa española **Abengoa**, que anunciamos en la anterior newsletter, o la fase alcista de la **empresa Harley Davidson inc** del artículo del pasado 20 de Junio, dieron cada una de ellas una ganancia al fondo de 0,1%.

Esta estrategia hizo que a finales de julio **superásemos en rendimiento a la gran mayoría de fondos españoles**, como podemos ver en la siguiente página de la Vanguardia en la que aparece ANNUALCYCLES

MIÉRCOLES, 27 JULIO 2011

ECONOMÍA

LA VANGUARDIA 53

FONDOS DE INVERSIÓN

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'amTREA capital s.a.u.c.' logo.

Bankpyme

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'BANKPYME SGIC 900305050' header.

BANSABADEL INVERSIÓN 902030255 Ext. 38978

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'BG Bolsa Internacional' header.

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'BBV Bonos Cash' header.

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'BBV Bonos Corto P. Plus' header.

BBV Índice U.S. 90100

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'BBV Índice U.S. 90100' header.

CANTABRIA FONDOS 942211259

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'C.I. Renta' header.

Advertisement for 'MEDICOS SIN FRONTERAS' featuring a logo and contact information: 'hazte socio: 902 250 902 www.msf.es'.

CATALUNYA CAIXA INVERSIÓN 934847851

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'CX Bolsa Emergente' header.

BANCAFOR FUTURO 13160

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'Bancafor Futuro' header.

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'Bancafor Futuro' header.

GVC GAESCO GESTION 933662727

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'Cahisa Emerg Multif.' header.

CAIXA PENEDÈS GESTIO 938916460

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'Fonpenedès Bolsa' header.

CAJA INGENIEROS GESTION 902200888

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'C.I. 2012 Garantizado' header.

EDM GESTION 934160143

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'EDM Ahorro' header.

INVERCAIXA GESTION 934047700

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'Europa Innovación' header.

GESINTE 932405193 Ext. 38978

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'Intervator Acc. Inv.' header.

INVERCAIXA GESTION 934047700

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'Europa Innovación' header.

GT GRUP TORRELLA

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'Intervator Acc. Inv.' header.

GESIURIS 902023938

Table with columns: Fondo, Actual Euros, Variac. %, Rent. año ant., Rent. año ant. Includes 'Annualcycles Strategies' header.

Advertisement for 'Intermon Oxfam' with logo and text: 'Soy IO'.

Advertisement for 'Caja de Ingenieros' with logo and website: 'www.caja-ingenieros.es'.

Advertisement for 'GT GRUP TORRELLA' with logo and text: 'Desde 1951'.

Advertisement for 'GESIURIS' with logo and text: 'www.gesius.com'.

Gesius, S.A., SGIIC - Rambla Catalunya, 38 9ª pl. - 08007 Barcelona
Tel: 902 023 938 Fax: 93 215 66 45 Mail: atencioncliente@gesius.com
www.gesius.com

Etapa 3, la tormenta financiera

Hemos hecho unas **CONSIDERACIONES** sobre este tipo de situaciones, ajenas a la gestión del fondo, pero que creemos interesantes, y las hemos puesto al final de la newsletter.

A la hora de escribir esta newsletter nos encontramos en plena tormenta financiera y hemos adaptado nuestra gestión a este tipo de situaciones temporales.

Las tormentas se tienen que sortear de manera diferente si somos alcistas y creemos que algunas empresas están baratas o si somos bajistas y creemos que las empresas están caras.

Por tanto, nuestra actuación ha sido:

- Seguimos con nuestras inversiones cíclicas con las que hemos conseguido varias décimas. Hablar de décimas, en una época en que el fondo ha tenido caídas y subidas diarias superiores al 1%, (poco habitual en el fondo fuera de este contexto), puede parecer poco, pero a largo plazo estas décimas se transforman en grandes beneficios y nos deben diferenciar del resto de los fondos.
- Venta de volatilidad: como ya comentamos en la newsletter anterior.
- Un poco de “trading”: en caídas o subidas muy pronunciadas durante un día, es normal que el día siguiente haya una reacción contraria.
- Compra de algunos activos a precios realmente interesantes.

Se puede observar que ya hemos tenido una ligera recuperación gracias a esta gestión. Si tomamos como referencia los dos rebotes que se han producido después de la caída de principios de agosto marcados con los símbolos \$ i & en el gráfico 1. Mientras que en los índices de referencia, el segundo rebote es inferior al primero, en nuestro caso, en el segundo rebote ya tenemos una rentabilidad superior. (Indicado con dos flechas)

- *No damos la tormenta por terminada, al ser setiembre la fase del ciclo anual más bajista del año de muchos índices.*

3.- ¿Por qué somos alcistas? – importancia de las ventas de las empresas.

Para entender esto debemos estar de acuerdo en la **importancia de las ventas de las empresas y/o transacciones** sobre el resto de indicadores económicos.

Las ventas sustentan el sistema y, aunque en determinadas épocas se han probado sistemas sin ventas, ninguno ha demostrado ser adaptativo y dinámico.

De las ventas saldrán varias cosas importantes y destacamos dos:

- La riqueza de una región o país y su nivel de bienestar, medidas con variables como PIB, exportaciones, balanza comercial, etc.
- Ratios empresariales: todos estos ratios, fracciones de las ventas, son muy utilizados por los inversores y analistas. Y también los utilizamos nosotros, y aunque son muy importantes, son márgenes del nivel de ventas. Algunos ejemplos son: EBIBTA, margen bruto, free cash flow, PER, etc.

La evolución del nivel de ventas nos dará unas épocas de:

- **Años buenos:** durante los cuales las ventas están por encima de presupuesto, entrando más caja, aumentando inversiones, etc.
- **Años malos:** a lo largo de éstos, las ventas están por debajo del presupuesto. Esto hará que la repercusión de los costes fijos se coman parte del beneficio y nos lleva a un círculo vicioso al aparecer unos costes de reestructuración. Una vez reajustados los presupuestos y asumidos los costes fácilmente volverá los años buenos, siempre que nuestro producto no sea obsoleto y nuestra gestión sea correcta.

Si estamos de acuerdo con este planteamiento, una empresa o conjunto de empresas que año a año van incrementando sus ventas, su valor es mayor y, por tanto, su cotización debería aumentar.

Vamos a profundizar en la situación actual de los mercados. Para ello utilizaremos el IBEX35, aunque podría ser cualquier otro índice con sus correspondientes ratios.

El IBEX35 cerró el mes de agosto en los 8.718 puntos. Esto equivale a una capitalización de 414.000 Millones de euros. Y las ventas esperadas de las empresas que forman el IBEX35 para este año suman 535.581 millones de euros.

En 2007, el IBEX35 llegó a 15.900 puntos y las empresas que lo forman sumaron unas ventas de 440.000 millones de euros.

A primera vista, vemos que hay algo que no encaja. Las ventas durante estos últimos 4 años han aumentado un 25% y la cotización de las empresas ha bajado un 45%.

En el gráfico 3, podemos ver la evolución de la cotización del Ibex35 durante los últimos 10 años. Observamos que la cotización ha tenido un movimiento lateral, entre los 5.300 puntos y los 15.900 puntos. En el gráfico 4, se observa la evolución de las ventas de las empresas que componen el IBEX35, y como esta variable ha ido aumentando de forma sostenida. *(fuente Bloomberg)*

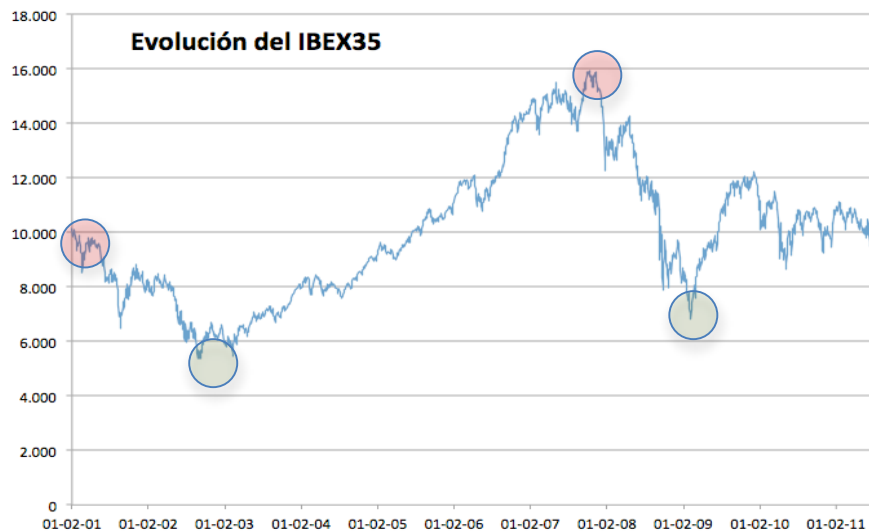


Gráfico 3

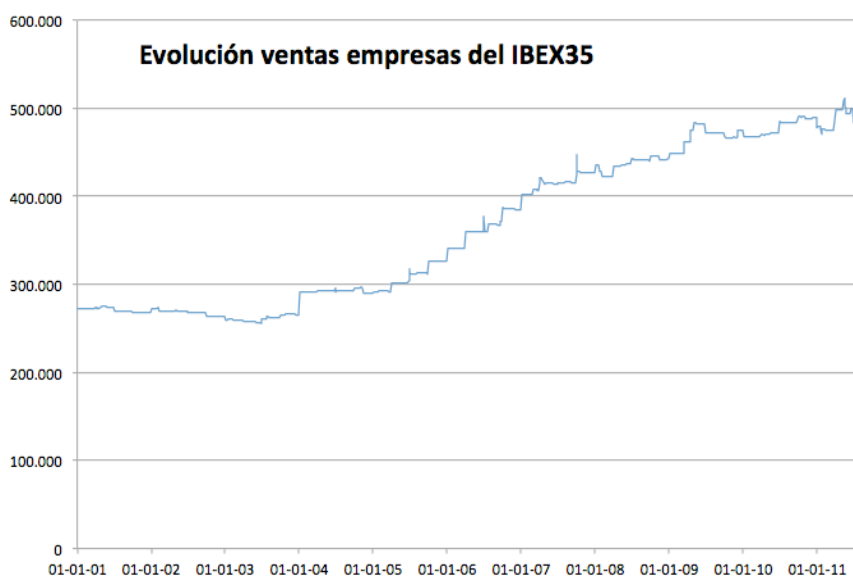


Gráfico 4 En millones de euros

Price/sales: Al ser un cociente entre dos variables no tendrá un comportamiento exponencial, si no que siempre se moverá entre dos niveles.

Esto cabe ser interpretado como que cuando el valor es 1, comprar las empresas del Ibex35 nos costaría la suma de sus ventas anuales. Y que cuando es 1,8 nos costaría la suma de sus ventas multiplicado por 1,8 (casi el doble)

Aunque retrospectivamente es una obviedad, podríamos decir que compró barato quien compró en los momentos marcados en verde, y compró caro quien compró en los momentos marcados en rojo. Pero lo interesante es saber previamente si estábamos en un momento caro o barato.

¿Qué herramienta nos permite detectar si es o no un buen momento?

Un buen ratio, es el cociente precio/ventas. **P/S** (price/sales en inglés)

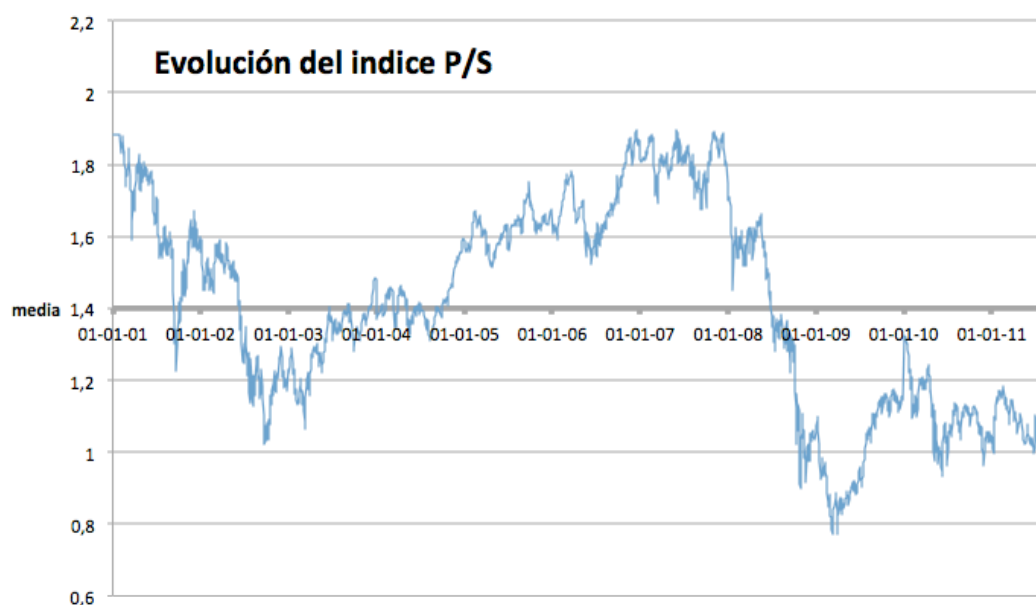


Gráfico 5

En el análisis de un índice, que es la media de 35 empresas, como es el caso del Ibex35, si durante el período analizado se han dado dos grandes subidas o burbujas, y dos grandes caídas con pánico incluido, nos puede ayudar a saber entre qué límites es razonable el nivel de ventas y el precio de las empresas que lo componen.

Así pues, observando el gráfico vemos que:

- La mayoría del tiempo el ratio P/S del índice está situado entre 1,8 y 1.
- Que las épocas que está por encima de 1,8 o por debajo de 1 han sido cortas y han tenido una gran tendencia a volver al margen dicho.
- Cuando ha estado por encima de 1,8 han sido épocas en que había:
 - Mucho optimismo y crédito
 - PER altos
 - Aparecía constantemente en los medios la existencia de burbujas

(recordamos la primera tecnológica y la segunda inmobiliaria o de crédito)

- Cuando ha estado por debajo de 1, han sido épocas después de caídas prolongadas llegando a PERs bajos.
- Cuando el precio/ventas ha estado cerca de 1, la volatilidad ha sido alta.
- La media de P/S durante los últimos diez años es 1,45
- Que si tomábamos posiciones por debajo de 1 teníamos muchas posibilidades de aumentar el rendimiento y si vendíamos las posiciones por encima de 1,8 nos podíamos ahorrar grandes caídas.
- Que estamos en uno de los momentos más bajos de los últimos 10 años
 - P/S actual 0,83.
- **Que respecto P/S, estamos en un precio casi un 20% inferior al mínimo de 2002 en el que el Ibex35 estaba en los 5.300 puntos y después subió hasta los 15.900 puntos del año 2007.**

Con todos estos datos vamos a sugerir dos escenarios para los próximos 4 años según estimemos cómo podría evolucionar el P/S hasta el 31 de diciembre del 2014.

Uno optimista (A) y otro pesimista (B), ninguno de ellos extremo, para que cada uno de nosotros pueda reflexionar al respecto y podamos crearnos nuestro propio escenario a partir de éstos.

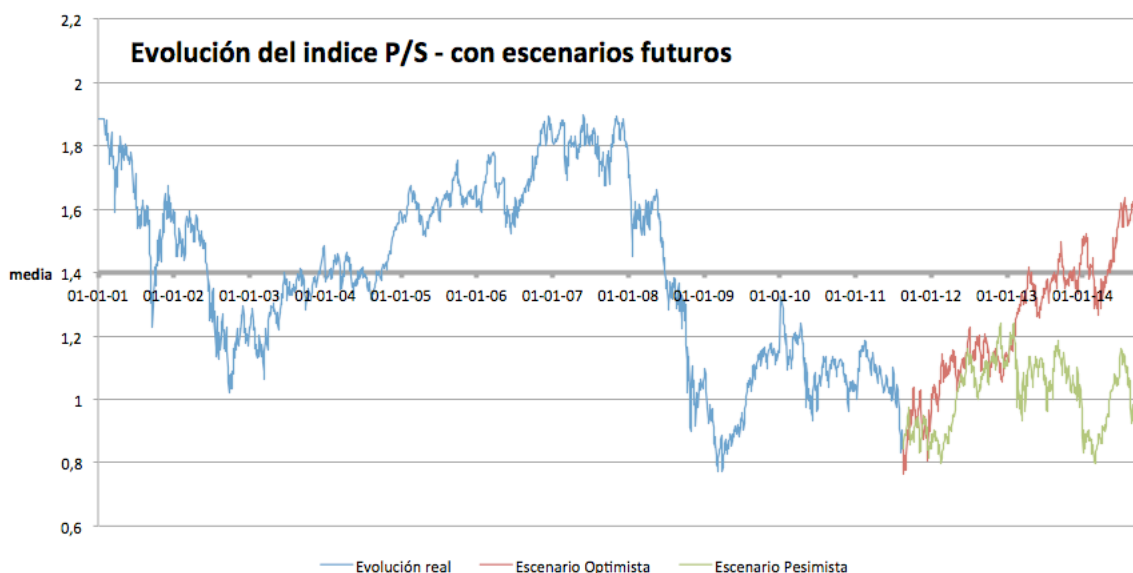


Gráfico 5 - bis

Escenario Optimista A: La sociedad occidental ha aplicado políticas de austeridad coherentes provocando pocas repercusiones al consumo y los presupuestos tienen pequeños superávits en las cuentas, las empresas gracias a las importaciones de Asia han aumentado las ventas un 2% por encima de la inflación y el precio/ventas se sitúa a 1,5 lejos de los mínimos pero un 30% por debajo de los máximos.

Si calculamos dónde estaría el IBEX (estimamos una inflación del 3%)

Ventas previstas = ventas actuales * incremento orgánico * incremento inflación
 $= 535.000 * 1,02^4 * 1,03^4 = 632.800 \text{ M€}$

Con estas ventas y un ratio precio/ventas de 1,5 el Ibex35 estaría en:

Precio estimado en puntos = puntos actuales * ((P/S) futuro / (P/S) actual) * (S futuro / S actuales)
 S = sales (ventas)

Puntos finales = $8.700 * (1,5/0,83) * (632/535) = 18.573 \text{ puntos}$

En el caso de que se cumpla este escenario, que podría ser el más probable, al ser la media de los últimos 10 años, dejaríamos de ser alcistas y seríamos laterales, aunque posiblemente los medios estarían llenos de buenas noticias.

Escenario Pesimista B: después de grandes disturbios y la imposibilidad de recortes, los gobiernos han aumentado la presión fiscal a empresas y trabajadores, con la nacionalización de alguna empresa energética, los bancos centrales han seguido comprando bonos de los países y el petróleo está a 200 €/barril. Las ventas están estancadas y sólo aumentan la inflación. En este escenario por tanto el precio/venta, se ha movido en los mínimos durante estos 4 años, de entre 0,7 y 0,9. En este caso en el momento de estar en 0,8 sólo habríamos ganado la inflación.

Precio estimado en puntos = $8.700 * 1,03^4 = 9.791 \text{ puntos}$

En los dos escenarios hay dos detalles importantes obviados para simplificar el cálculo:

- No está incluido el dividendo, que en ambos casos nos hubiera aumentado el rendimiento.
- En caso de Alta inflación (o hiperinflación), debido a la cantidad de dinero generado por los bancos centrales, las acciones de las empresas se benefician, cosa que no pasa en el caso de los bonos a largo plazo.

Hemos descartado escenarios extremos, por ejemplo:

- Que el ratio P/S se sitúe por encima de 2
- Caída de las ventas de las 35 empresas más importantes por debajo de la inflación.

Ambas situaciones son posibles y se han dado anteriormente.

4.- RESUMEN:

Somos plenamente conscientes de la amenaza que está planeando sobre las economías occidentales por haber estado viviendo por encima de sus posibilidades durante los últimos 15 años. Primero con incrementos de deuda privada y después de deuda pública, ésta última, sobretodo, durante los últimos 3 años. Esta situación seguramente hará que entren en recesión en el momento en que dejen de endeudarse, creando problemas de ámbito social así como en la valoración de algunos activos (deuda soberana, activos inmobiliarios, etc.)

Por ello debemos evitar empresas de “balance grande” con una gran cantidad de activos frente a las ventas generadas (ej. aseguradoras), o empresas que basan su rentabilidad en el apalancamiento, (ej. bancos), y decantarnos por empresas que basan su beneficio en la rotación y el margen.

La grave situación económica de algunos gobiernos hace que en el mercado haya empresas que, además de ser dominantes en su sector, cumplen todos estos requisitos:

- Generación de caja superior al 10% de su valor de empresa.
- Sin deuda.
- Con rentabilidad por dividendo superior al 5%.
- Un incremento de ventas previsto para el próximo año superior al 10%.

Ante estas condiciones, a las que debemos añadir la posibilidad de que durante los próximos 10 años se incorporen a la clase media mundial entre 100 y 400 millones de personas sobretodo en Asia, según diferentes informes, pensamos que lejos de terminarse el mundo, vivimos una oportunidad para poder comprar activos a unos precios muy razonables y con un gran potencial de crecimiento.

Y, sobre todo, comprarlos en el momento del **ciclo anual** en el que empieza su fase alcista, intentando disminuir al máximo el riesgo de la compra. Nuestra estrategia, que tan buen resultado nos ha dado, se completa cubriendo las épocas bajistas.

CONSIDERACIONES SOBRE LAS TORMENTAS FINANCIERAS

Las definiremos como un período corto en que el VIX, supera los 40 puntos. Esto equivale a variaciones de precios diarias cercanas al 5%. Estas tormentas en general suponen unas pérdidas totales superiores al 25%. Durante los últimos años sólo el 3% de las sesiones bursátiles han tenido el índice Vix por encima de 40 puntos.

En la historia estas tormentas **se repiten periódicamente**, las últimas serían:

agosto 1998

setiembre 2001

julio setiembre 2002

setiembre 2008

mayo 2010

Agosto 2011 ACTUAL

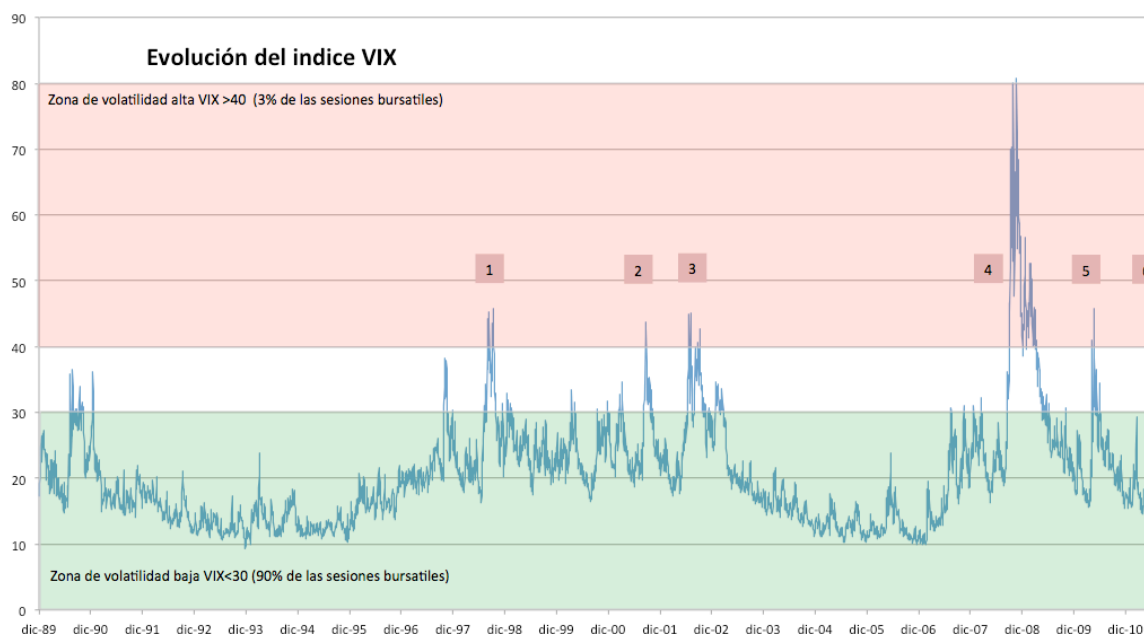


Gráfico 2

Siempre habrá tormentas en los mercados financieros y tenemos dos opciones:

- Aprender a convivir con ellas
- No aceptarlas

Si no queremos vivir ninguna, reflexionemos profundamente si es así y decidamos no invertir en activos volátiles nunca más. Es normal que haya varios años seguidos sin ninguna tormenta y nos apetezca volver a invertir, pero en este caso sepa que la tormenta volverá. **Es muy usual entre particulares**, entrar cuando el mercado lleva varios años tranquilo y cerrar la inversión en mitad de la primera tormenta asumiendo unas pérdidas importantes.

No asumir volatilidad no nos exime de riesgo y pondremos dos ejemplos conocidos por muchos:

Participaciones preferentes emitidas por algunas entidades financieras, con rendimientos de tipo fijo al 5%, o Euribor más el 2% que, a día de hoy, algunas de ellas están cotizando a mitad de precio.

Productos garantizados por el quebrado Lehman Brothers (cuarto banco de inversión mundial), donde algunos de sus productos vendidos por la mayoría de banca privada se encuentran pendientes de la liquidación.

También existen muchos productos a plazo fijo, que por ahora no han tenido ninguna pérdida patrimonial, pero no se puede descartar, ya que se ha dado en otros países.

La frecuencia de estas situaciones **creemos que va a aumentar o mantenerse**. Los motivos pueden ser varios, pero todos somos conscientes de que en la actualidad tenemos:

Un exceso de información.

La globalización de los mercados.

La rapidez de acción sobre una situación de incertidumbre.

Cuando un índice pierde un 25% en 10 días, cunde el pánico. Hay una expresión americana, **“intentar coger un cuchillo cuando cae”**, que define muy bien la situación por ser suficientemente explícita. Es imposible saber si durará dos días menos y si la caída será del 20%, o si durará dos días más y la caída será del 35%.

En este tipo de situaciones, la de peores consecuencias para nosotros, la **correlación de los activos tiende a unirse lo que implica que la práctica totalidad de los activos bajan y suben a la vez**. Y, como es lógico, afecta a los ciclos la mayoría de los activos que tenemos en cartera.

Aviso legal: Este documento, así como los datos, opiniones y estimaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por GESIURIS, S.A., S.G.I.I.C. (en adelante, "GESIURIS") con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del mismo, obtenida de fuentes consideradas fidedignas por GESIURIS. Debido al contenido meramente informativo de este documento, el mismo no puede tomarse en consideración para la toma de decisiones. Rogamos no duden en ponerse en contacto con GESIURIS en el supuesto de precisar cualquier aclaración o información adicional