

INFORME DE GESTION 1º TRIMESTRE 2025

CRIANZA DE VALOR PP

As a rule, panics do not destroy capital, they merely reveal the extent to which it has previously been destroyed by its betrayal into hopelessly unproductive works.

Edward Chancellor

For decades prudence was a virtue in asset management, these days it is a liability.

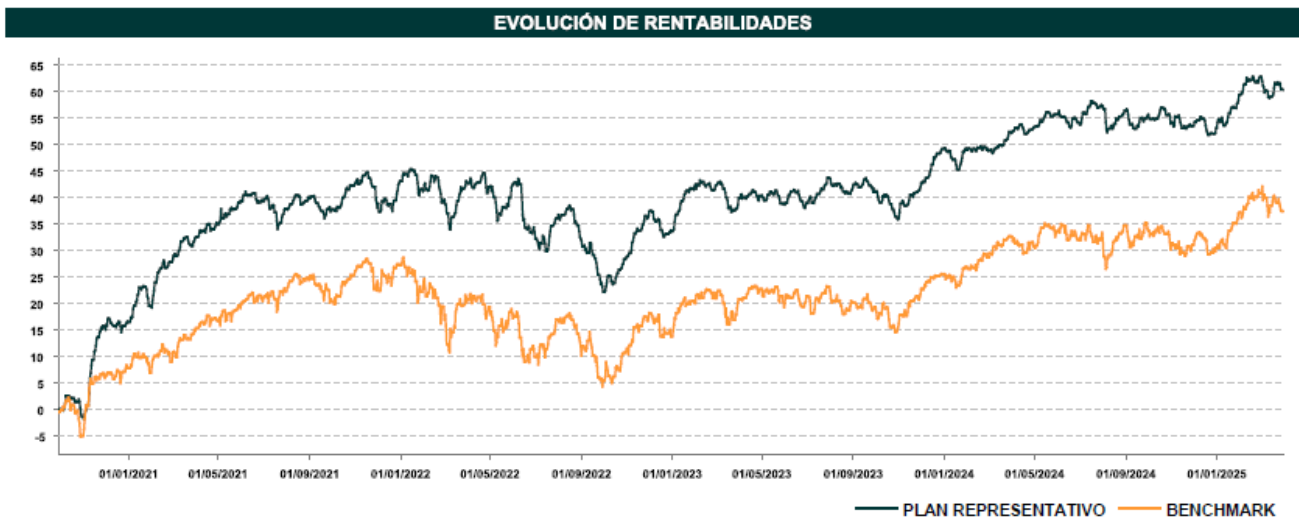
Bob Elliot

There is nothing wrong with men possessing riches, the wrong comes when riches possess men.

William Franklin Graham Jr.

1. Resumen ejecutivo

Durante el primer trimestre de este nuevo año el valor liquidativo de nuestro fondo de pensiones ha subido un 4.68%. Nuestro fondo no es comparable a ningún índice de referencia (*benchmark*), ya que el objetivo del fondo es hacer crecer el valor liquidativo lo máximo posible con una volatilidad menor a la del mercado, aun así, se podría tomar una referencia que es la mezcla de un 85% del Eurostoxx 600 y un 15% del EONIA (ver gráfico adjunto). Este *benchmark* teórico ha crecido un 5.4% en el trimestre.



DISCLAIMER:

El fondo de pensiones Crianza de Valor FP se gestiona por Caser Pensiones EGFP y Ennos Value EAF solamente actúa como asesor de la gestora para este fondo de pensiones. Por ello, este documento tiene únicamente fines informativos y contiene explicaciones de porque Ennos Value EAF asesora a Crianza de Valor FP de una forma específica. Estas razones pueden cambiar SIN previo aviso.

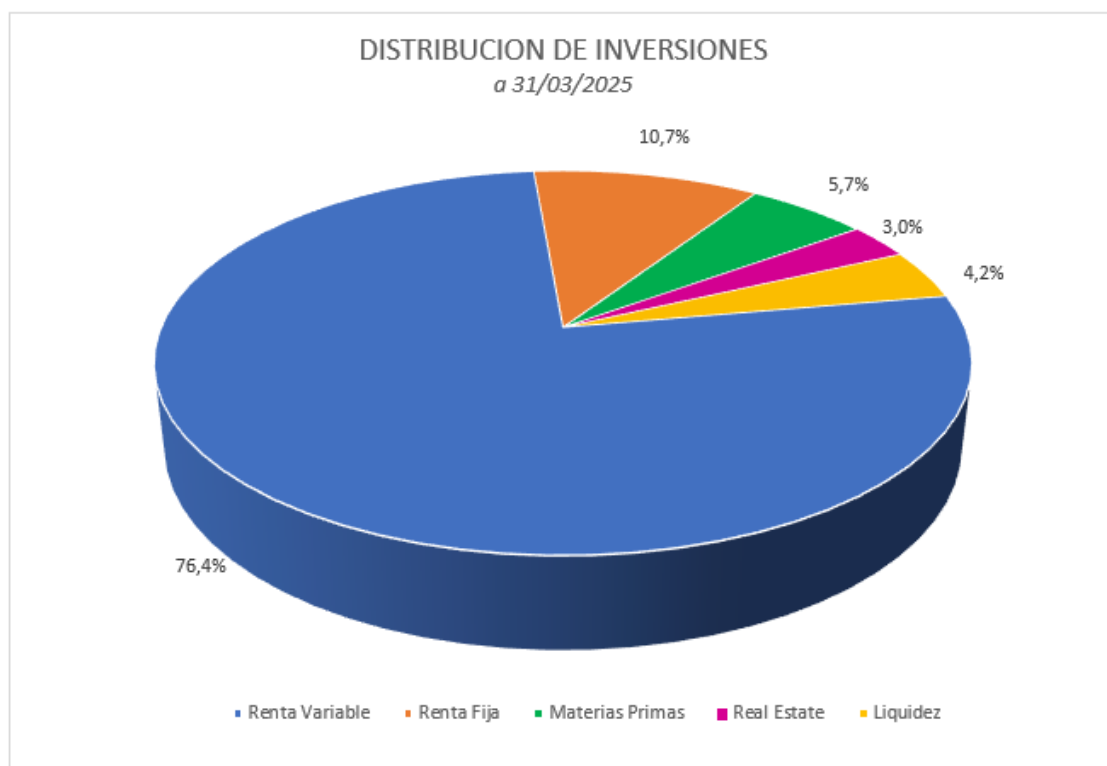
En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables, pero NO se garantiza su exactitud o integridad. El rendimiento pasado NO es una garantía de resultados futuros. Este documento es confidencial y no puede ser reproducido ni distribuido sin el consentimiento PREVIO por ESCRITO de Ennos Value EAF.

En este trimestre Crianza de Valor ha vuelto a mostrar una volatilidad sensiblemente menor a la de su *benchmark*, con un 5.75% vs un 9.49% como pueden ver en la tabla siguiente.

AHORROPENSION CIENTO ONCE, F.P.									31/03/2025
ANÁLISIS RENTABILIDAD - VOLATILIDAD									
	1 MES	3 MESES	6 MESES	1 AÑO	YTD	2 AÑOS	3 AÑOS	5 AÑOS	
Rentabilidad									
PLAN REPRESENTATIVO	-1,55%	4,68%	3,13%	5,33%	4,68%	14,55%	12,09%	-	
BENCHMARK	-2,42%	5,40%	2,46%	3,60%	5,40%	13,71%	14,33%	-	
Volatilidad									
PLAN REPRESENTATIVO	5,96%	5,75%	5,42%	5,23%	5,75%	5,08%	6,48%	-	
BENCHMARK	11,82%	9,49%	9,10%	9,42%	9,49%	8,86%	10,89%	-	
Ratio de Sharpe									
PLAN REPRESENTATIVO	-3,02	3,47	1,06	0,90	3,47	1,25	0,50	-	
BENCHMARK	-2,23	2,47	0,48	0,31	2,47	0,67	0,36	-	

Plan Representativo: CRIANZA DE VALOR, PP

La composición de la cartera al final del período era como sigue: Renta Variable un 76.4%, Renta Fija un 10.7%, Materias Primas un 5.7%, Real Estate cotizado un 3.0% y Liquidez un 4.2%.



DISCLAIMER:

El fondo de pensiones Crianza de Valor FP se gestiona por Caser Pensiones EGFP y Ennos Value EAF solamente actúa como asesor de la gestora para este fondo de pensiones. Por ello, este documento tiene únicamente fines informativos y contiene explicaciones de porque Ennos Value EAF asesora a Crianza de Valor FP de una forma específica. Estas razones pueden cambiar SIN previo aviso.

En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables, pero NO se garantiza su exactitud o integridad. El rendimiento pasado NO es una garantía de resultados futuros. Este documento es confidencial y no puede ser reproducido ni distribuido sin el consentimiento PREVIO por ESCRITO de Ennos Value EAF.

2. Evolución de la cartera de inversión

El valor de la cartera ha aumentado un 4.7% en el trimestre. Las inversiones han rendido como sigue:

	performance
	1ºT
Franco Nevada	34,0%
Berkshire B	17,5%
Muza Sicav	11,7%
Cinvest Nogal	9,3%
Myinvestor Value	7,8%
Fairfax India	6,2%
Palm Harbour	5,6%
ETF MSCI China	5,0%
Crianza de Valor FP	4,7%
Lift RV Mixta	4,6%
Abaco RV Global	2,5%
DPAM RE	1,3%
Pareto Nordic CC	1,2%
BH Deuda	0,8%
Lonvia Mid Europe	0,6%
Equam Incometric	0,6%
Aurora Inv Trust	0,4%
AQR Sust Premia	-2,1%
BB Biotech	-15,1%

A cierre del trimestre la parte de Renta Variable de Crianza de Valor, que es la mayor parte del valor de las inversiones, cotizaba según datos de Morningstar a un PER de 12.7x (un 30% más barato que el sector), a un P/Valor Contable de 1.1x (un 65% más barato), a un P/Cash Flow de 5.3x (un 58% más barato) y con una rentabilidad por dividendo el 2.7% (un 37% superior al mercado). Con esta cartera conseguimos un crecimiento futuro de beneficios a largo plazo del 9.5% que es un 3% menor al mercado.

3. Comentario trimestral sobre los valores de la cartera

3.1 El podio de la cartera ha sido para Franco Nevada que se revalorizó un 34% ayudado por el dólar canadiense que se ha revalorizado un 4.7% contra el Euro, pero sobre todo por la subida del 23% del precio del oro durante el trimestre. En cuanto noticias sólo se ha anunciado que financian a Discovery Silver Co la compra del complejo Porcupine en Ontario a Newmont, a cambio de ello recibirá entre un 2.0-2.25% de *Net Smelter Returns* (retornos netos de la fundición) a perpetuidad sobre todos los minerales producidos en Porcupine.

Publicaron los resultados del año fiscal 2024 con una caída del 9% en ingresos (+15% si se excluyese Cobre Panamá), un *Operating Cash Flow* cayendo un 16% (-2% sin Cobre Panamá) y un beneficio neto del -10% (+15% sin Cobre Panamá). Hablando de esta mina, a finales del trimestre han empezado las conversaciones para discutir el futuro de esta que se había provisionado completamente y se había acudido a un arbitraje internacional pidiendo más de 5mil millones de dólares. Es posible que se llegue a un acuerdo para reiniciar las actividades mineras lo que le daría a la compañía una fuerte opcionalidad de crecimiento.

DISCLAIMER:

El fondo de pensiones Crianza de Valor FP se gestiona por Caser Pensiones EGFP y Ennos Value EAF solamente actúa como asesor de la gestora para este fondo de pensiones. Por ello, este documento tiene únicamente fines informativos y contiene explicaciones de porque Ennos Value EAF asesora a Crianza de Valor FP de una forma específica. Estas razones pueden cambiar SIN previo aviso.

En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables, pero NO se garantiza su exactitud o integridad. El rendimiento pasado NO es una garantía de resultados futuros. Este documento es confidencial y no puede ser reproducido ni distribuido sin el consentimiento PREVIO por ESCRITO de Ennos Value EAF.

3.2 La segunda mejor posición ha sido para Berkshire Hathaway que ha sumado un 17.5%. En cuanto a actividad operativa el área de seguros está terminando su reestructuración y vuelve a aportar capital al grupo. La actividad inversora ha sido menos intensa al parar de comprar autocartera, estar a punto de alcanzar el 10% de cada una de las 5 compañías japonesas (el límite que negociaron con los japoneses); han aumentado un poco la participación en Occidental Petroleum al 28.2% y están vendiendo acciones de Davita (tienen un límite del 45% y como la empresa compra autocartera tienen que vender acciones). Las acciones cotizadas son de unos 272mil millones de dólares.

En cuanto a dividendos cobrados en el trimestre destacan los 204 millones de dólares de Coca-Cola, 177 millones de Bank of America, 130mn de Kraft, 106mn de American Express, 75mn de Apple, 32mn de Sirius y 25mn de Chubb. Berkshire es uno de los mayores pagadores de impuesto de sociedades de EEUU, con 26.8mil millones de dólares, un 5% del total (además de pagar impuestos locales e impuestos en el extranjero).

3.3 El tercer mejor valor fue Muza Sicav sumando un 11.7%. Los mejores valores han sido IPCO, Tubacex, Befesa y Repsol, las peores han sido Rovi, Atalaya Mining y Cie Automotive. En cuanto a actividad han comprado Zegona e Indra y aumentado peso en Cie Automotive, Befesa y Mercedes Benz; la liquidez la han conseguido de vender su participación en OHLA y rebajar algo el peso en Acerinox, Arcelor Mittal y Elecnor.

3.4 La siguiente posición ha sido para Cinvest Nogal que ha añadido un 9.3% en el trimestre, los mejores valores han sido Eutelsat, Thysekrupp AG, SES y Acciona; los peores valores han sido Diversified Energy, Dynagas, Tullow Oil y Akwel. En cuanto a actividad el gestor ha reducido posiciones en Eutelsat y en Thyssenkrupp ya que habían subido mucho, ha vendido Acciona por falta de confianza en los planes de los gestores y han comprado Brembo.

3.5 Myinvestor Value añadió un 7.8% trimestral. Los mejores valores han sido Verallia, K+S y Origin Enterprises, los peores fueron Verbio, Neste y Forvia. En la cartera han reducido la exposición a mercado al 86% sin grandes movimientos.

3.6 Le sigue de cerca Faifax India sumando un 6.2% incluido el movimiento del dólar americano. Lo más relevante en cuanto a noticias ha sido la publicación de resultados que han entrado en pérdidas por los movimientos en Bolsa de sus participadas. En una compañía como Fairfax India es más relevante ver la evolución del Valor Contable por acción que ha caído un 4% en dólares EEUU.

No nos olvidemos que casi tres cuartas partes del valor de Fairfax India está en el aeropuerto de Bangalore (acaban de aumentar su participación el trimestre pasado en un 10% hasta el 74%), que es una de las ciudades de la India que crece con más fuerza en población, economía y en términos de viajeros de negocios y turismo. Por tanto, el valor de Fairfax India dependerá de la evolución de la economía de la India y de Bangalore en especial.

3.7 Palm Harbour Capital ha añadido un 5.6% en el trimestre. Los mejores valores fueron Lottomatica, Danieli, Piraeus Port y Verallia; los peores fueron Italian Sea Group, IGT, Compagnie de L'Odet y Norma Group. Durante el trimestre han recibido una opa sobre Verallia y ha habido varias revisiones estratégicas de empresas en su cartera, entre ellas Aichi (japón) y Ocean Wilson. A cambio han entrado en una compañía cementera argentina.

DISCLAIMER:

El fondo de pensiones Crianza de Valor FP se gestiona por Caser Pensiones EGFP y Ennos Value EAF solamente actúa como asesor de la gestora para este fondo de pensiones. Por ello, este documento tiene únicamente fines informativos y contiene explicaciones de porque Ennos Value EAF asesora a Crianza de Valor FP de una forma específica. Estas razones pueden cambiar SIN previo aviso.

En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables, pero NO se garantiza su exactitud o integridad. El rendimiento pasado NO es una garantía de resultados futuros. Este documento es confidencial y no puede ser reproducido ni distribuido sin el consentimiento PREVIO por ESCRITO de Ennos Value EAF.

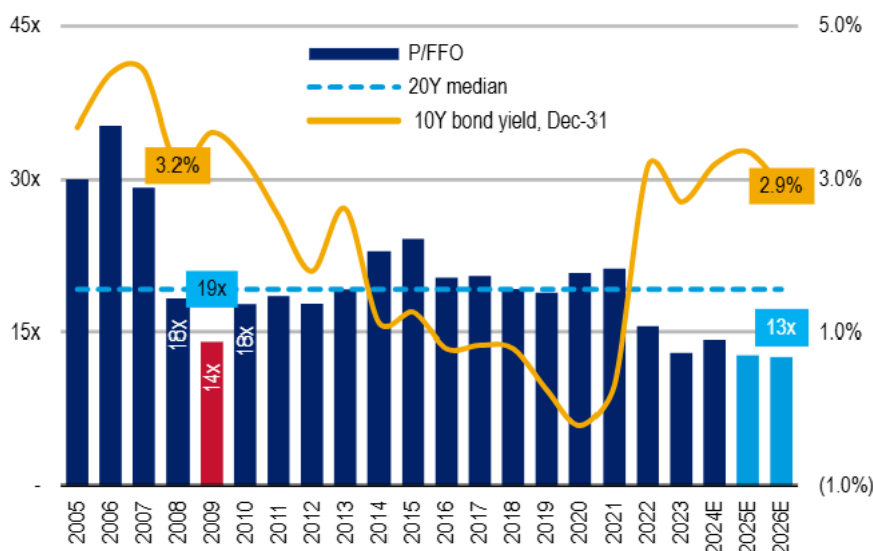
3.8 ETF Invesco MSCI China All Shares ha sumado un 5% en el trimestre. No hay mucho que comentar respecto de esta posición ya que es un ETF, obviamente el “arancelazo” de Trump les afecta en el trimestre siguiente, las relaciones comerciales entre EEUU y China pinta que van a acabar en una guerra comercial directa, lo que no es del interés de ninguna de las 2 partes (pero ni la dictadura de PCCh, ni el narcisista sentado en la Casa Blanca pueden aparecer como perdedores). Veremos cómo evoluciona todo y si el índice chino aumenta su potencial alcista aumentaremos el peso en él.

3.9 Lift RV Mixta ha añadido un 4.6% trimestral, los mejores valores han sido Alibaba, el bono OHL dic-29, Newmont Mining y Bayer; los peores valores han sido FIPP, Swatch, Walt Disney e Innovage Holding. En cuanto a actividad han reducido el peso en el bono OHL según se va acercando a la par y han aumentado el peso en las mineras de oro ya que no se ha visto reflejado la subida del precio del oro en la cotización de éstas.

3.10 Abaco RV Global ha sumado un 2.5%. Los mejores valores han sido Palfinger, IHS Holdings, Ambev; los peores fueron Litigation Cap Mgmt, Basic-Fit y LSL Properties. Han aprovechado la volatilidad para aumentar posiciones en Litigation Cap Mgmt, Cie Automotive y Tubacex aparte de empezar una nueva posición en Vistry Group; a cambio han vendido completamente Brooge Energy, Fresenius, Colonial y Deutsche Wohnen aparte de reducir posiciones en Grifols y empresas aseguradoras americanas.

3.11 DPAM Real Estate ha aportado un 1.3 % trimestral. Los mejores valores han sido Mercialys, Sirius RE y WdP, los peores Vonovia, Leg Immobilien y Teg Tegerensee Immobilien.

Desde el Covid el sector inmobiliario europeo ha tenido un peor comportamiento que la Bolsa europea. Pero el mercado parece que no está teniendo en cuenta que el apalancamiento del sector ha caído desde las 14x deuda neta/ebitda a las 9x actuales (aunque parece un endeudamiento alto, la deuda está respaldada por activos inmobiliarios en su mayor parte), el coste de la deuda ha caído del 6% a por debajo del 4% actual y el descuento sobre NAV (*Net Asset Value*) está en el 32% con un NAV creciente. En cuanto a valoración, el ratio P/FFO (*Price to Flow From Operations*) está en mínimos de los últimos 20 años, incluso por debajo de la valoración de la crisis del 2009 (ver gráfico siguiente).



DISCLAIMER:

El fondo de pensiones Crianza de Valor FP se gestiona por Caser Pensiones EGFP y Ennos Value EAF solamente actúa como asesor de la gestora para este fondo de pensiones. Por ello, este documento tiene únicamente fines informativos y contiene explicaciones de porque Ennos Value EAF asesora a Crianza de Valor FP de una forma específica. Estas razones pueden cambiar SIN previo aviso.

En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables, pero NO se garantiza su exactitud o integridad. El rendimiento pasado NO es una garantía de resultados futuros. Este documento es confidencial y no puede ser reproducido ni distribuido sin el consentimiento PREVIO por ESCRITO de Ennos Value EAF.

3.12 Pareto Nordic Cross Credit ha aumentado su valor un 1.2%. Los mejores valores han sido Nordea Abp Perpetual y Obos BBL Floating 2024/29; los peores valores han sido Viaplay Group y Norske Skog Floating 24/29. En cuanto a actividad, han aumentado peso a bonos corporativos con *Investment Grade* y han bajado peso en financieras tier 2. La mayor parte del retorno trimestral ha venido de los cupones y del upgrade de la inmobiliaria de Gotemburgo Platzer que ha pasado de ser *High Yield* a *Investment Grade*. Siguen manteniendo un posicionamiento cauto con un *Yield to Maturity* del 4.5%.

3.13 BH Deuda ha sumado un 0.8% trimestral. Los mejores valores han sido Marex 2028, Scandinavian Tobacco 2029 y SES Global 2029; los peores Italia 2029, Air France 2029 y Bank of America 2028. En cuanto a actividad han vendidos varios bonos de cupón fijo, sobre todo financieros (Banca March 2028, Cajamar 2029...) y comprando a cambio bonos flotantes de emisores con rating mínimo A+.

Ante la incertidumbre actual y la dificultad de predecir hacia donde se moverán los tipos de interés / primas de riesgo, están adoptando un nivel de prudencia elevado, recortando duraciones, aumentando la liquidez y mejorando el rating de la cartera.

3.14 Lonvia Mid Cap Europe ha subido un 0.6% trimestral. Los mejores valores fueron Bonesupport, Nemetschek y Atoss Software; los peores Halma, Ashtead Technology y Autostore. No ha habido ningún cambio relevante en la cartera durante el trimestre.

3.15 Equam Incometric ha añadido un 0.6% en el trimestre. Los mejores valores han sido Anora, Cementir, Prosegur Cash y Befesa; los peores Headlam, KLX Energy Services y Midwich. En cuanto a actividad han vendido acciones que habían aguantado bien en el primer trimestre como All for One, Origin, LDC y Ebro Foods para comprar aquellas que habían caído más como Sesa, RHI Magnesita, Expro y Befesa. Adicionalmente han abierto posiciones nuevas en B&M (un distribuidor británico online), Cie Automotive y Stabilus.

3.16 Aurora Investment Trust ha sumado un 0.4% ayudado por la libra esterlina que aumentó un 1.2%. El mejor valor fue Lloyds Bank que se apreció un 32% mientras que la mayor caída fue de Castelnaud Group que cayó un 6%.

En cuanto a actividad han comprado Barratt Redrow y Frasers utilizando los ingresos del préstamo a Dignity. También han vendido ADR's de Ryanair comprando el mismo valor en Europa ya que había una posibilidad de arbitraje. Lo más interesante respecto del futuro es que han estudiado en profundidad al nuevo presidente de EEUU en su anterior mandato y han elaborado una tabla (antes del "arancelazo") debajo que puede dar una clara idea de cómo va a funcionar su mandato, por ahora lo han clavado (ver tabla siguiente).

DISCLAIMER:

El fondo de pensiones Crianza de Valor FP se gestiona por Caser Pensiones EGFP y Ennos Value EAF solamente actúa como asesor de la gestora para este fondo de pensiones. Por ello, este documento tiene únicamente fines informativos y contiene explicaciones de porque Ennos Value EAF asesora a Crianza de Valor FP de una forma específica. Estas razones pueden cambiar SIN previo aviso.

En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables, pero NO se garantiza su exactitud o integridad. El rendimiento pasado NO es una garantía de resultados futuros. Este documento es confidencial y no puede ser reproducido ni distribuido sin el consentimiento PREVIO por ESCRITO de Ennos Value EAF.

Trump's Personality Traits & Trade War Strategy Expectations

Trait	How It Impacts Trade Policy Behavior	Resulting Expectations
Dominance & Zero-Sum Thinking	Sees global trade as a battlefield: someone must lose for the U.S. to win.	Expect aggressive unilateral tariffs, not multilateral coordination or WTO reliance. He'll frame trade as a test of strength.
Grievance-Driven Worldview	Trade deficits and outsourcing are seen as betrayals by foreign countries.	Tariffs used as punishment—especially targeting China, Mexico, and potentially even allies who are "freeloading."
Need for Applause	Policy shaped by how it plays on TV and rallies, not on long-term economic modeling.	Tariff actions likely to be sudden, theatrical, and timed for political impact. Less attention to downstream effects like supply chain inflation.
Disdain for Experts	Ignores economic advisers who challenge his instincts.	Trade economists and global supply chain analysts will be sidelined. He'll rely on gut and loyalists who support tariff escalation.
Transactional Mentality	Deals are about leverage, pressure, and deal-making—never shared prosperity.	He'll use tariffs as leverage chips, expecting other nations to "come begging" for relief. May withdraw or reimpose tariffs unpredictably.
Short-Term Focus	Seeks quick wins and immediate visible results.	May spike tariffs for a political bump, even if they hurt long-term competitiveness or farmer/exporter interests. Could reverse positions just as quickly.

3.17 AQR Sustainable Premia ha restado un 2.1%. El mejor factor ha sido el *Defensive* con una beta inferior al mercado, también ayudo bastante el factor *Momentum* y *Value* algo menos. La cartera, como es habitual en una cartera tan diversificada como la de ellos con más de 200 valores, sigue rotando para mantener su exposición a cada uno de los factores lo más alta posible.

3.18 BB Biotech ha cerrado cayendo un 15.1%. Por la opa de Johnson&Johnson sobre Intra-Cellular Therapies que pesa un 7.6% en la cartera de BB Biotech salieron de esta compañía y han iniciado una posición en Aero Therapeutics. Han vendido también Fate Therapeutics, Sage Therapeutics y Arvinas. Una de sus participadas, Beam Therapeutics ha conseguido datos positivos para ampliar la edición genética (*gene editing*) fuera de las enfermedades hepáticas. Una buena cantidad de sus participadas han dado resultados positivos en sus estudios con sus medicamentos.

Las principales posiciones de la empresa, con más de un 5% de peso en su cartera son por orden: ArgenX, Ionis Pharmaceuticals, Neurocrine Biosciences, Revolution Medicines, Vertex Pharma, Alnylam Pharma e Incyte. La mayoría de las empresas de la cartera produce localmente para el mercado americano y están en áreas de "enfermedades raras" y por tanto no deben verse afectadas por los aranceles de Trump.

El resultado del primer trimestre de 2025 ha sido de una pérdida de 241mn de francos suizos contra un beneficio de 260mn el año anterior, en cualquier caso, los resultados en una compañía holding con todos sus activos cotizados no es demasiado relevante. El descuento sobre NAV se ha ampliado a un descuento del 14.1%. La incertidumbre en el sector Biotech ha aumentado después del nombramiento del Sr Trump, ya que el Secretario de Salud es Robert F. Kennedy Jr. que se supone escéptico hacia el sector de vacunas y de la regulación en general, por el otro lado el Director de la FDA, Martin Makary se ve como positivo para el sector.

Como siempre, se ha aprobado un dividendo de un 5% sobre el precio medio de diciembre del año anterior.

DISCLAIMER:

El fondo de pensiones Crianza de Valor FP se gestiona por Caser Pensiones EGFP y Ennos Value EAF solamente actúa como asesor de la gestora para este fondo de pensiones. Por ello, este documento tiene únicamente fines informativos y contiene explicaciones de porque Ennos Value EAF asesora a Crianza de Valor FP de una forma específica. Estas razones pueden cambiar SIN previo aviso.

En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables, pero NO se garantiza su exactitud o integridad. El rendimiento pasado NO es una garantía de resultados futuros. Este documento es confidencial y no puede ser reproducido ni distribuido sin el consentimiento PREVIO por ESCRITO de Ennos Value EAF.

4. Inversiones nuevas en el trimestre

4.1 EDM Renta, he aconsejado dar entrada a un fondo monetario con exposición a pagarés de empresas a corto plazo para obtener una mayor rentabilidad por las mayores cantidades de efectivo que ahora mismo es recomendable tener por precaución. Es un fondo que complementa muy bien al BH Deuda ya que tienen carteras muy diferentes, aunque con una filosofía inversora similar.

5. Desinversiones en el trimestre

5.1 Amundi SP500 VIX Roll ETF. Realmente la venta se ha accionado a principios de abril, aunque en este caso lo incluimos aquí. El *día de la liberación* de Trump ha supuesto que la volatilidad se disparase, como en ocasiones anteriores, una barbaridad. La idea era simple, comprar volatilidad cuando los potenciales riesgos no estaban en precios (complacencia en los mercados) y vender cuando los riesgos se disparasen (ventas de pánico, *risk-off*). En esta ocasión hemos ganado casi un 14% neto (el equivalente a la comisión de gestión de un mes del fondo) y además hemos conseguido mantener la volatilidad de Crianza de Valor en niveles muy reducidos. Seguiré vigilando la situación y si es aconsejable, volveré a recomendar coberturas con este instrumento o similares.

6. Perspectivas

Economía

Respecto del “arancelazo” de Trump, creo que un post de Fernando del Pino Calvo-Sotelo (<https://www.fpcs.es/locura-arancelaria/>) lo describe muy bien. Lo que quizás no esté comentado en ese artículo es que es probable que Trump esté intentando (al mejor estilo socialista y poco republicano, por cierto) socializar la fuerte carga fiscal y financiera que soporta EEUU con el resto del mundo.

Hasta la elección del nuevo presidente de EEUU, el país crecía cerca del 3% anual vs el 1% europeo, en gran parte por diferencias estructurales entre ambos bloques económicos. Lo cierto es que el crecimiento de EEUU se ha visto fortalecido por un par de factores coyunturales, que son que el consumidor americano estaba ahorrando al 3.5%, bastante menor que la media histórica del 6% (= mayor consumo) mientras que el déficit fiscal ha ido aumentando hasta el 6% del PIB. Últimamente la inflación en EEUU se está acelerando y el crecimiento económico se está frenando (tengamos en cuenta que no existe ningún caso de un país pueda lograr el éxito económico a base de aranceles), lo que hace probable que el consumidor americano empiece a ahorrar más ya que la incertidumbre político-económica está aumentando (despidos por el DOGE, guerras arancelarias, enfrentamiento con los aliados históricos).

Por otro lado, en Europa el consumidor lleva tiempo ahorrando el 15% frente a su media histórica del 12%. Si Alemania logra aumentar su crecimiento económico gracias al fuerte programa fiscal expansivo, podría repercutir en un mayor gasto en Europa y que se acelere el crecimiento económico...pero el miedo a que la guerra arancelaria puede que haga que el crecimiento global se frene y la inflación sea más persistente...

Mercados

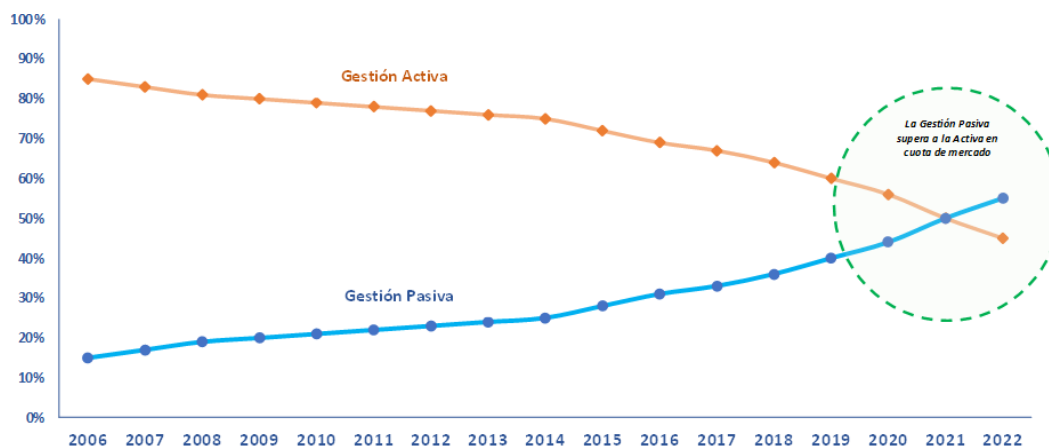
Los mercados están empezando a descontar mayores riesgos *estanflacionistas* (**menor crecimiento** económico que es malo para Bolsas y Commodities & **mayor inflación** que es malo para todos los activos con vencimientos a largo plazo como Bonos, Real Estate y Bolsas). Las frases del inicio de la carta trimestral son un buen recordatorio que la gestión patrimonial debe ser prudente.

DISCLAIMER:

El fondo de pensiones Crianza de Valor FP se gestiona por Caser Pensiones EGFP y Ennos Value EAF solamente actúa como asesor de la gestora para este fondo de pensiones. Por ello, este documento tiene únicamente fines informativos y contiene explicaciones de porque Ennos Value EAF asesora a Crianza de Valor FP de una forma específica. Estas razones pueden cambiar SIN previo aviso.

En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables, pero NO se garantiza su exactitud o integridad. El rendimiento pasado NO es una garantía de resultados futuros. Este documento es confidencial y no puede ser reproducido ni distribuido sin el consentimiento PREVIO por ESCRITO de Ennos Value EAF.

En general los movimientos de mercados responden menos a noticias como tal (causas exógenas, aunque en el caso del “arancelazo” de Trump si ha respondido fuertemente a ello) y más a causas endógenas o que responden a la naturaleza de los inversores que lo componen. Los 2 factores que más desestabilizan los mercados financieros son: a) el apalancamiento de los inversores y b) la cantidad de inversores que siguen los precios (gestión pasiva) => ya que existe una función de **demanda invertida** (cuanto más sube el precio más compra este tipo de “inversor”). En EEUU la gestión pasiva ya ha superado hace tiempo a la gestión activa en cuanto a porcentaje de activos bajo gestión y hace poco también en Europa (gráfico siguiente), lo que aumenta los riesgos de ventas cuanto más caigan los índices.



Teniendo en cuenta los ajustes de los mercados hasta la primera semana de abril, vemos que desde el trimestre anterior poco ha cambiado en cuanto a valoraciones. Para el índice SP500 el PER esperado de 2025 es de 21x beneficios (han caído los beneficios junto con los precios de mercado) desde los 22x de hace tres meses, para 2027 se esperaba 18.5x y ahora un poco menos en 17.3x (lo que significa que el crecimiento esperado de beneficios es mayor que hace un trimestre, antes era del 19% vs un 21% ahora). Respecto del índice europeo Stoxx600 se ha quedado igual, se esperaba y se sigue esperando un PER de unas 14x para este año y para 2027 unas 12x (igual hace 3 meses que ahora).

Otro foco de incertidumbre adicional es que el Sr. Trump tiene prisa por bajar los tipos de interés para estimular la economía y está presionando al director de la Reserva Federal, Jerome Powell, en esta dirección. En realidad, lo que está en juego es la independencia y la credibilidad de la Fed, lo que puede poner nervioso a una buena parte del mercado. Al Sr Powell le queda un año mandato y dudo que quiera pasar a la historia como el director de la Fed que cedió al chantaje político sin tener datos para poder justificar sus actos.

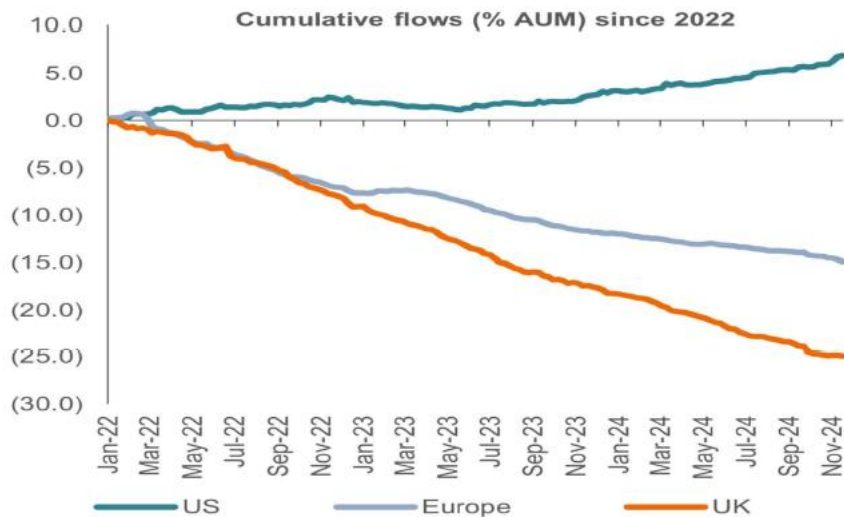
Asset allocation

En general seguimos con un posicionamiento cauto, con Deuda más bien de corto plazo de alta calidad, con Renta Variable de sesgo *Value* (ya que no hay mucha sobrecompra en este estilo de inversión y además suele ser renta variable de menor duración que el estilo *Growth*) con mayor peso en Europa y coberturas en general (oro). La liquidez ahora mismo es un punto adicional que nos ayudará a aprovechar momentos de tensión y permitirá comprar buenos activos a buenos precios, siempre pensando en el largo plazo.

DISCLAIMER:

El fondo de pensiones Crianza de Valor FP se gestiona por Caser Pensiones EGFP y Ennos Value EAF solamente actúa como asesor de la gestora para este fondo de pensiones. Por ello, este documento tiene únicamente fines informativos y contiene explicaciones de porque Ennos Value EAF asesora a Crianza de Valor FP de una forma específica. Estas razones pueden cambiar SIN previo aviso.

En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables, pero NO se garantiza su exactitud o integridad. El rendimiento pasado NO es una garantía de resultados futuros. Este documento es confidencial y no puede ser reproducido ni distribuido sin el consentimiento PREVIO por ESCRITO de Ennos Value EAF.



Otros

En general se puede decir que cuando uno negocia hay 2 tipos de relaciones comerciales:

- Transaccional**, cuando se vende un bien o servicio una vez y luego en general ya es muy difícil que volvamos a tener relación con ese comprador/vendedor, por ello esa misma transacción es la que es relevante y por ello en general ambas partes intentarán “forzar” los términos de esa transacción a su favor. Por ejemplo, si uno como particular quiere vender su casa en un mercado grande como Madrid, Londres o Nueva York, es muy difícil que volvamos a encontrarnos otra vez con esa misma contrapartida y por tanto hay muy poca reputación en juego si apretamos todo lo que podemos al otro (lo mismo sería con compras de p.ej. un sofá o una lavadora, volveremos a comprar otro en un par de décadas).
- Relacional**, estas transacciones son recurrentes y los compradores y vendedores se ven continuamente, por tanto, la reputación, la seguridad jurídica, la confianza y la predictibilidad son muy importantes, no es tan importante maximizar el beneficio de cada transacción concreta como el maximizar los beneficios a largo plazo de la relación comercial en sí. Con cada transacción aumenta un poco la confianza y así se genera un capital reputacional, pero si “fallamos” y la contrapartida se siente “explotada” o “engañada” ese capital reputacional cae en picado. Como ejemplos se puede poner una inmobiliaria en una ciudad pequeña donde todo el mundo se conoce, las relaciones comerciales entre países o empresas etc.

EEUU y su nuevo presidente parece que ha cambiado su política exterior de un punto de vista relacional a uno transaccional (las posibles razones están apuntadas en esta carta anteriormente), tengamos en cuenta que el Sr. Trump se ha dedicado al negocio inmobiliario en un mercado muy grande. El problema de agotar rápidamente el capital reputacional es que ahora muchas contrapartidas no podrán dejar de depender de EEUU en el corto plazo, pero todos los países buscarán cambiar sus cadenas de suministro y sus relaciones comerciales a largo plazo para depender menos de ese socio menos fiable.

En el caso de EEUU, esto es de suma importancia ya que el dólar americano tiene el estatus de moneda de reserva mundial y permite a la economía americana financiarse a un precio muy inferior al que tendrían que pagar si no lo fuese. EEUU está muy endeudado, su capital reputacional está cayendo por la impredecibilidad comercial (sobre todo con sus socios estratégicos de toda la vida) y además están facilitando la operativa en criptomonedas (menos demanda del dólar como moneda de reserva mundial y otra alternativa más al dólar), por ello el país se está metiendo en un problema a medio-largo plazo muy importante.

De esta espiral de deuda al alza y costes de la deuda al alza (sobre por los problemas de credibilidad sobre su repago y estatus de reserva mundial) se puede salir de varias formas:

DISCLAIMER:

El fondo de pensiones Crianza de Valor FP se gestiona por Caser Pensiones EGFP y Ennos Value EAF solamente actúa como asesor de la gestora para este fondo de pensiones. Por ello, este documento tiene únicamente fines informativos y contiene explicaciones de porque Ennos Value EAF asesora a Crianza de Valor FP de una forma específica. Estas razones pueden cambiar SIN previo aviso.

En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables, pero NO se garantiza su exactitud o integridad. El rendimiento pasado NO es una garantía de resultados futuros. Este documento es confidencial y no puede ser reproducido ni distribuido sin el consentimiento PREVIO por ESCRITO de Ennos Value EAF.

- 1) Los gobiernos pueden aumentar ingresos (más impuestos) y/o reducir gastos, al final esto es una política de austeridad fiscal y no suele ser fácil de “colar” a los votantes ya que requiere de un tiempo de sufrimiento económico (en las últimas décadas ha sido la política económica alemana), hecho que no les gusta a los políticos. Por eso el Sr. Trump intenta conseguir ingresos extras de su política arancelaria, aunque es difícil que eso vaya a funcionar.
- 2) Más deuda, es complicado en el caso americano (y occidente en general) porque ya tienen bastante deuda y aumentarla no haría más que socavar el estatus del dólar como divisa de reserva mundial lo que aumentaría el coste de la deuda.
- 3) Bajar tipos de interés imprimiendo dinero vía política monetaria, el problema en este caso es que, si dejamos los tipos de interés demasiado bajos durante demasiado tiempo, generaremos un problema inflacionario que en parte ayuda a reducir la deuda en términos reales, pero genera muchos otros problemas en las economías como la mala asignación de recursos económicos. Además, la inflación es un impuesto a las clases medias y pobres lo que puede aumentar la conflictividad social.
- 4) Cambios estructurales que permitan aumentar la productividad de la economía, el problema de estas políticas es que no suelen verse los resultados en un plazo políticamente aceptable para los que mandan. Por ejemplo, la globalización es y ha sido un cambio estructural que aumenta la productividad del mundo entero, pero ahora mismo estamos en un proceso desglobalizador. La Inteligencia Artificial podría ser una tabla de salvación, pero lo tendremos que ver su impacto real en las economías.
- 5) Apropiarse de recursos ajenos, básicamente invadiendo o extorsionando a terceros (los ejemplos más claros fueron Alemania y Japón antes de la Segunda Guerra Mundial y Rusia con Ucrania en la actualidad), esperemos que no veamos más casos con Groenlandia, por ejemplo. Una forma no militar de apropiarse de recursos ajenos es el impago de deuda, pero eso sólo ha funcionado en casos muy puntuales y en economías pequeñas (Ghana o Grecia, por ejemplo) y con ayudas de instituciones multilaterales como el FMI.

No hay alternativa fácil y mucho menos para un político como el Sr. Trump que en 2 años tiene elecciones (*mid term*) en la que se renueva parte del Congreso, de ahí las prisas que tiene por conseguir resultados en el corto plazo.

Atentamente

Christian Freischütz

Ennos Value EAF, S.L. (#228 CNMV)

Asesor del Fondo de Pensiones Crianza de Valor

DISCLAIMER:

El fondo de pensiones Crianza de Valor FP se gestiona por Caser Pensiones EGFP y Ennos Value EAF solamente actúa como asesor de la gestora para este fondo de pensiones. Por ello, este documento tiene únicamente fines informativos y contiene explicaciones de porque Ennos Value EAF asesora a Crianza de Valor FP de una forma específica. Estas razones pueden cambiar SIN previo aviso.

En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables, pero NO se garantiza su exactitud o integridad. El rendimiento pasado NO es una garantía de resultados futuros. Este documento es confidencial y no puede ser reproducido ni distribuido sin el consentimiento PREVIO por ESCRITO de Ennos Value EAF.