

INFORME DE GESTION 2º TRIMESTRE 2025

CRIANZA DE VALOR PP

Stability is a global public good that must be provided. It is not a naturally occurring equilibrium.

Charles Kindleberger

Hay que comprar cuando suenan los cañones y vender cuando suenan las trompetas.

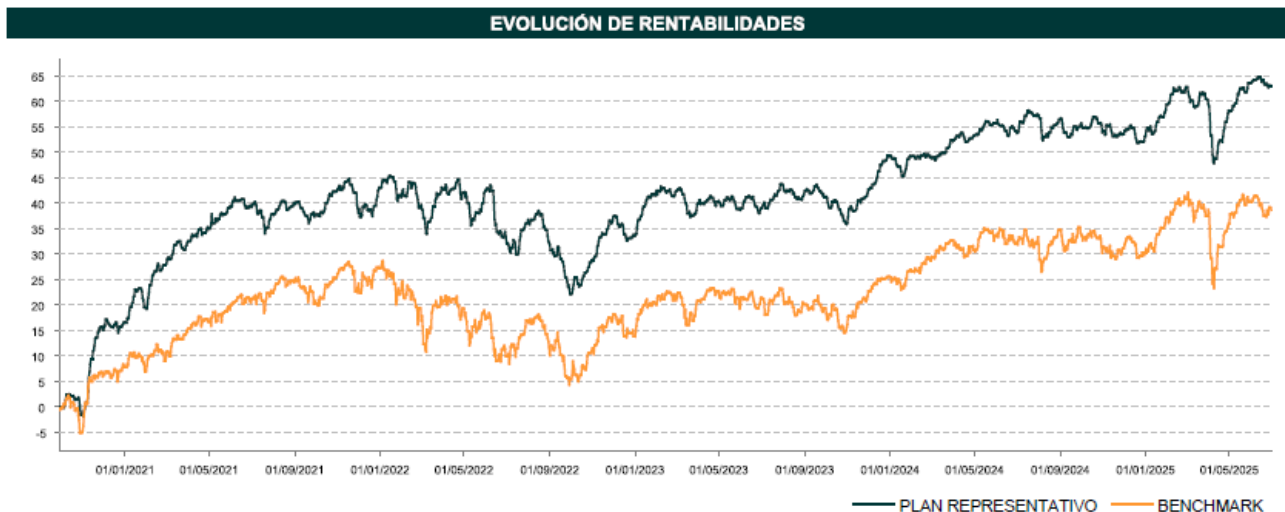
Baron Nathan Rothschild (1777-1836)

Don't try to buy at the bottom and sell at the top. It cannot be done except by liars.

Bernard Baruch

1. Resumen ejecutivo

Durante el segundo trimestre de este nuevo año el valor liquidativo de nuestro fondo de pensiones ha aumentado un 1.76% y un 6.52% en el acumulado del semestre. 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 subido un 0.89% en el trimestre y un 6.34% en el semestre



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.

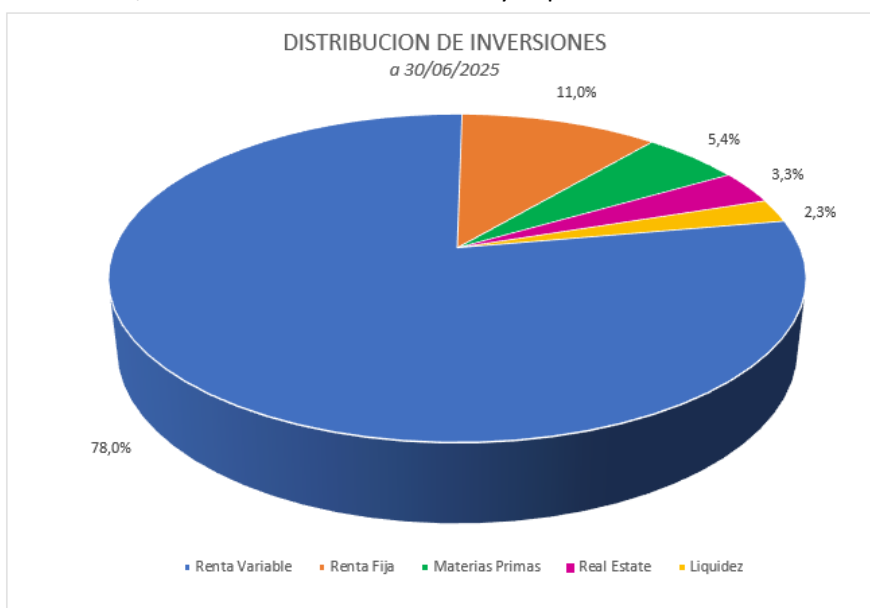
En este trimestre Crianza de Valor ha vuelto a mostrar una volatilidad sensiblemente menor a la de su *benchmark*, con un 9.64% vs un 18.42% como pueden ver en la tabla siguiente.

AHORROPENSION CIENTO ONCE, F.P.		30/06/2025							
ANÁLISIS RENTABILIDAD - VOLATILIDAD									
	1 MES	3 MESES	6 MESES	1 AÑO	YTD	2 AÑOS	3 AÑOS	5 AÑOS	
Rentabilidad									
PLAN REPRESENTATIVO	-0,28%	1,76%	6,52%	5,79%	6,52%	17,37%	22,19%	-	
BENCHMARK	-1,25%	0,89%	6,34%	5,04%	6,34%	14,22%	26,10%	-	
Volatilidad									
PLAN REPRESENTATIVO	3,15%	9,64%	7,95%	6,86%	7,95%	5,88%	6,33%	-	
BENCHMARK	7,46%	18,42%	14,68%	12,51%	14,68%	10,62%	11,16%	-	
Ratio de Sharpe									
PLAN REPRESENTATIVO	-1,33	0,69	1,64	0,75	1,64	1,31	0,99	-	
BENCHMARK	-2,05	0,16	0,86	0,35	0,86	0,59	0,66	-	

Plan Representativo: CRIANZA DE VALOR, PP

Sólo como ejemplo comentamos que durante las caídas de la primera semana de abril el índice SP500 y el índice Eurostoxx600 cayeron ambos ligeramente más del 12%, nuestro *benchmark* cayó un 11,33% y Crianza de Valor cayó sólo un 7.28%.

La composición de la cartera al final del período era como sigue: Renta Variable un 78%, Renta Fija un 11%, Materias Primas un 5.4%, Real Estate cotizado un 3.3% y Liquidez un 2.3%.



2. Evolución de la cartera de inversión

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 14.3x (un 28% más barato que el sector), a un P/Valor Contable de 1.2x (un 65% más barato), a P/Cash Flow de 5.8x (un 56% más barato) y con una rentabilidad por dividendo del 2.7% (un 52% superior al mercado). Con esta cartera conseguimos un crecimiento futuro de beneficios a largo plazo del 11.6% que es un 25% mayor al mercado.

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.

El valor de la cartera ha aumentado un 1.8% en el trimestre. Las inversiones han rendido como sigue:

<i>performance</i>	
<i>2ºT</i>	
Aurora Inv Trust	12,7%
DPAM RE	9,7%
Fairfax India	9,4%
Lonvia Mid Europe	9,3%
Muza Sicav	7,6%
Equam Incometric	7,3%
Cinvest Nogal	5,2%
Abaco RV Global	4,8%
Palm Harbour	3,3%
Myinvestor Value	2,7%
AQR Sust Premia	2,5%
Lift RV Mixta	2,0%
Crianza de Valor FP	1,8%
Pareto Nordic CC	1,3%
BH Deuda	1,0%
BB Biotech	0,8%
EDM Renta	0,7%
Franco Nevada	-1,2%
ETF MSCI China	-6,0%
Berkshire B	-8,8%

3. Comentario trimestral sobre los valores de la cartera

3.1 El podio de la cartera ha sido para Aurora Investment Trust que se revalorizó un 12.7%. Los mejores valores han sido Burberry y Ryanair. En cuanto a actividad sólo han estado activos en la semana de fuertes caídas de mercado por el Liberation Day, han comprado Burberry que habían vendido el trimestre anterior. Han vendido Bellway a pesar de estar infravalorada y tener un gran futuro, pero se ha ido el Director Financiero al que admiraban, ahora mismo el equipo gestor es nuevo y prefieren no correr riesgos adicionales teniendo otras opciones de inversión como Barratt Redrow.

3.2 La segunda mejor posición ha sido para DPAM Real Estate que ha sumado un 9.7%. Los mejores subsectores han sido residencial, healthcare y retail; los peores student housing, warehouses y logistics. Por países los mejores fueron Alemania, Francia y España; los peores UK, Suiza y Suecia.

En cuanto al sector la actividad de M&A está aumentando y las empresas REIT siguen comprando activos. Las perspectivas para los próximos trimestres son positivas ya que el coste marginal de la deuda se ha estabilizado, los balances de las empresas del sector están mejorando. El sector sigue con un descuento a NAV bastante importante del 27% y las valoraciones no son exorbitadas en unas 15x beneficios.

3.3 El tercer mejor valor fue Fairfax India Holdings sumando un 9.4%. No ha habido noticias sobre la compañía durante el trimestre.

3.4 La siguiente posición ha sido Lonvia Mid Cap Euro añadiendo un 9.3%. Los mejores valores fueron Norbit, Fortnox (opa), Nemetschek, Vusion Group y Sol spa; los peores Munters, Inficon, BESI, Ashtead Technologies y Ashtead. Con el tiempo las valoraciones se están volviendo atractivas en sus sectores ya que las empresas crecen

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.

con fuerza, además se va viendo un aumento en la actividad corporativa (*M&A*), además la demanda latente es fuerte y cuando se disipe la incertidumbre sobre las tarifas es probable que se materialice.

3.5 La Muza sicav añadió un 7.6% trimestral. Los mejores valores han sido Elecnor, Atalaya Mining, Tubacex y Azkoyen, los peores fueron Repsol, IPCO, Ence y Mercedes. En cuanto a actividad, durante el trimestre han vendido completamente sus participaciones en Fairfax Holdings, Navigator, Dominion y Nabaltec, también han reducido parcialmente Elecnor; con esos fondos han aumentado el peso en Nicolás Correa y Atalaya Mining.

3.6 Equam Incometric sumó un 7.3% en el período. Los mejores valores fueron Milenium, DFS, Sol Spa y Sesa; los peores Takkt, Expro, TGS Nopec y Anora. En cuanto a actividad han vendido su participación en Elecnor ya que la compañía ha aflorado una buena parte de su valor, también han vendido Marlowe por una opa de otra de sus participadas (Mitie). Con ello han iniciado una inversión en Kinepolis ya que es el *player* más eficiente del sector y sigue con un público un 15% menor que antes del Covid.

3.7 Después va Cinvest Nogal aportando un 5.2%. Los mejores valores fueron Atalaya Mining (recuperación de los precios del cobre), BPost (buenos resultados), D'Amico Int Shipping, Fresnillo (subida precios de la plata) y Schaeffler; los peores fueron Renault, Dynagas LNG, Adval Tech, BIC SA y Urbas. En cuanto a actividad han estado vendiendo BW Offshore, Fresnillo, 1&1 AG y Elecnor (básicamente por llegar a precios objetivo o haber mejores opciones de inversión), estas ventas han financiado las compras en Cool Co, Fleury Michon, D'Amico Intl Shipping, Saturn Oil&Gas y BMW.

3.8 Le sigue de cerca Abaco RV Global ha añadido un 4.8%. Los mejores valores fueron Basic Fit, Palfinger y Atalaya Mining, los peores fueron Litigation Capital Mgmt, Burford Capital y Anadolu Efes. Han estado rotando la cartera para aumentar el potencial de ésta, han reducido posiciones en Gestamp, Atalaya, AB Inbev, Prosegur y Palfinger, mientras han subido de peso en Vistry e Inmobiliaria del Sur. Han dado entrada a Barrick Gold, Barratt Developments y Commercial International Bank. Crean que las inmobiliarias de Reino Unido están muy baratas, con buenos balances y retornos del ciclo muy interesantes con una situación de déficit de vivienda alto en el país.

3.9 Palm Harbour Capital ha sumado un 3.3%. Los mejores valores fueron Cuckoo Holdings (una empresa que se dedica al sector de arroz en Corea del Sur, además tiene una filial que vende electrodomésticos), Lottomatica y Piraeus Ports (por el aumento del dividendo); los peores valores fueron Ginebra San Miguel (devaluación del peso filipino contra el Euro), Ibstock (por un profit warning) y Brightstar Lottery (antes se llamaba IGT). En cuanto a actividad en el trimestre han vendido Ocean Wilsons (fusión con Hansa Trust), Verallia (opa parcial) y Melco en Macao; a cambio han comprado una empresa del grupo Bolloré, una textil surcoreana y una empresa minorista de joyería en Reino Unido.

3.10 Myinvestor Value FI ha añadido un 2.7% trimestral, los mejores valores fueron Verbio, Neste Oil y Sesa, los peores SBO, Metsa Board y BIC. En cuanto a actividad han vendido la posición completa en Verallia (opa del principal accionista), Repsol (revalorización) y K+S (revalorización). Han invertido en Fugro, Alten, Husqvarna, DCC, SSAB y Outokumpu.

3.11 AQR Global Premia ha sumado un 2.5%. Como ya sabéis estamos expuestos a 3 estilos de inversión (factores) con este fondo. Este trimestre el mejor estilo ha sido el *momentum*, el estilo *value* ha sumado ligeramente y el sector *defensive* ha restado por tener una menor *beta* que el mercado.

Lo más interesante es que ellos ven que el mercado está caro (sobre todo acciones EEUU), la *yield* de los bonos tampoco es muy atractiva por la inflación y además la correlación acciones/bonos está aumentando. Desde mayo además el mercado está favoreciendo a empresas de peor calidad y más riesgo (*junk*), que se puede ver en

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.

el cuadro siguiente con varios índices que siguen este tipo de compañías... esto suele terminar mal para los inversores, sobre todo para el minorista que suele ser el último en entrar.

	Jan. – Apr. 2025	1/5/2025 – 14/7/2025
GS Bitcoin Sensitive Equity Index	-17.8%	73.7%
MS Quantum Computing Index	-41.0%	77.3%
GS Non-Profitable Tech Index	-16.9%	37.1%
GS Most Short Rolling Index	-19.0%	33.1%
BBG Metaverse Total Return Index	-2.4%	18.4%
GS TMT Mega Cap Index	-12.4%	24.0%
S&P500 TR Index	-4.9%	12.9%
MSCI World Net TR Index	-0.9%	11.2%

3.12 Lift RV Mixta ha aportado un 2.0 % trimestral. Los mejores valores han sido Newmont, Bayer, Cellularline y Allfunds; los peores Swatch, Alibaba, FIPP y S4 Capital. En cuanto a movimientos destacan la vuelta al top 10 de posiciones de Vetoquinol que ha sido penalizado por el mercado por problemas (ya resueltos) en su cadena de suministros en EEUU y porque han aumentado los gastos en I+D que la compañía no activa en balance.

3.13 Pareto Nordic Cross Credit ha aumentado su valor un 1.3%. Los mejores valores han sido Salmar Floating 25/30, Infront ASA Floating 21/28 y Nordea Floating Perpetual, los peores han sido Grontvedt Floating 24/27 y el Nyfosa Floating 24/28. Este trimestre después de la caída de abril, la recuperación ha sido rápida con una fuerte contribución del *spread* en mayo y junio. Los gestores han aumentado ligeramente la duración y la exposición a *High Yield* en las caídas de abril. La *Yield to Maturity* en euros está ahora mismo en el 3.6%.

3.14 BH Deuda ha sumado un 1.0% trimestral. Los mejores bonos han venido de Cajamar, Banca March, Prosus y VW, el único bono que ha restado ha sido el de Mobic. En cuanto a actividad han reducido posiciones en bonos flotantes y han aumentado la duración de la cartera de 1.8 a 2.2 años.

3.15 BB Biotech ha subido un 0.8% trimestral. El NAV ha caído un 21.1% durante los últimos 6 meses, la compañía está aprovechando para concentrar su cartera en nombres de capitalización un poco mayor y han reducido su cartera de 29 valores a 23. Han dado entrada en Aker Therapeutics (tiene un medicamento en fase 2 para la cirrosis hepática severa) y han vendido Fate Therapeutics, Sage Therapeutics, Arvinas y han bajado el peso en Argenx para limitar su peso en la cartera.

No les afectan la guerra arancelaria ya que la mayoría de las compañías producen en EEUU o tienen indicaciones para enfermedades raras (exentas). El sector debería tener un buen futuro en los próximos años / décadas ya que muchas de las mayores farmacéuticas mundiales se están enfrentando a la desaparición de protección de patentes por un importe de 200mil millones de dólares anuales en los próximos 5 años, por ello necesitarán invertir en compañías innovadoras (sector biotech) que les ayuden a rellenar su gama de productos.

3.16 EDM Renta ha añadido un 0.7% en el trimestre. La cartera actualmente está compuesta en un 55% de pagarés, 35% de letras, 6% en *corporates* de *Investment Grade* y el resto en *Repos*. La duración de la cartera es de 0.26 años con un *Yield to Maturity* del 2.7%.

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.

3.17 Franco Nevada ha restado un 1.2%. No hemos visto muchas noticias, excepto que la compañía ha retirado la demanda de arbitraje contra Panamá ya que están en negociaciones avanzadas con el Gobierno de ese país, espero que haya una resolución positiva próximamente (recordemos que el proyecto Cobre Panama pesaba un 25% de los activos de Franco Nevada antes de la suspensión del proyecto), por tanto, el potencial alcista adicional es elevado. Mientras esperamos, la empresa ha pagado un dividendo del 0.16% en el trimestre.

Respecto de la demanda mundial de oro hemos visto que durante el primer trimestre los mayores compradores volvieron los inversores financieros, los mayores 18 ETF de oro compraron 160 toneladas del metal precios y los Bancos Centrales también fueron bastante activos: el BC de Polonia con 49 toneladas de oro, el de China con 13 toneladas e India con 3 toneladas.

3.18 ETF MSCI China All Shares ha minorado un 6.0% del fondo. El gobierno chino está tomándose el tema de los aranceles con bastante tranquilidad y están jugando sus bazas con serenidad. Mientras tanto siguen intentando potenciar la demanda interna del país, llegar a acuerdos comerciales con otros países... para EEUU y cualquier otro país integrado en el sistema productivo mundial, desacoplarse es muy difícil. Si tenemos en cuenta que china produce el 32% de los bienes del mundo, tiene el 19% del PIB, su bolsa pesa un 9% mundial pero que los gestores en general sólo tienen un 2% en China, vemos que las posibilidades de crear valor a largo plazo en esta inversión son muy altas. Aunque es una viñeta, el espíritu está muy bien logrado.



3.19 Berkshire B ha cerrado cayendo un 8.8% (de hecho, hemos aprovechado esta situación para recomendar subir el peso en este holding americano). Warren Buffett anunció en su reunión anual en Omaha que dejaba de ser Consejero Delegado de la empresa, aunque seguiría siendo Presidente. Sospecho en base a mi olfato nada más, que hay inversores deshaciendo posiciones porque Warren Buffett ya no está al frente, esto durará un tiempo y abrirá posibilidades de invertir en esta máquina de generar *cash-flow* a buenos precios (por ahora estamos ligeramente infra ponderados a lo que me gustaría, según vaya cayendo la acción recomendaré aumentar el peso en la empresa).

La compañía ha estado vendiendo más acciones de Bank of America, pero ya no están obligados a comunicar la cantidad vendida. También han estado vendiendo acciones de Davita para no pasarse del 45% acordado (la empresa está comprando autocartera y obliga a Berkshire a vender).

En cuanto a dividendos cobrados durante el trimestre han sido: 230 millones de dólares de Occidental Petroleum, 204 millones de Coca Cola, 203 millones de Chevron, 160 millones de Bank of America, 124 millones de American Express, 78 millones de Apple, 32 millones de Sirius XM, 25 millones de Chubb y 23 millones de Moody's.

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.

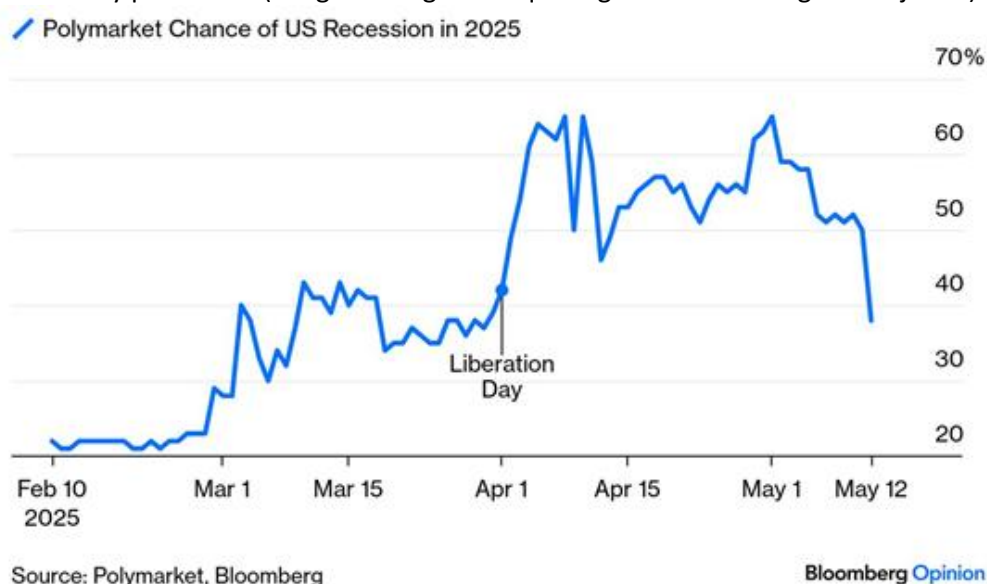
En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables, 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 Ninguna

5. Desinversiones en el trimestre

5.1 Amundi SP500 VIX Roll ETF. Después del *Liberation Day* del Sr Trump la volatilidad se disparó y aprovechamos para vender esta volatilidad ya que el mercado empezó a descontar unas probabilidades bastante altas de recesión en muy pocos días (ver gráfico siguiente que seguramente ha seguido bajando).



A finales del trimestre con la vuelta a la complacencia de los mercados he vuelto a recomendar la compra de este ETF. La deuda corporativa cotiza con diferenciales de sólo 70-80 puntos básicos y el *high yield* sólo con 350 puntos, lo que muestra que el mercado descuenta muy pocas probabilidades de recesión y que la Fed (Trump) apoyaría a los mercados (la famosa *Fed Put*).

5.2 Valentum Magno. Compramos durante las caídas después del *Liberation Day* del Sr Trump ya que nos parecía una buena forma de aumentar la exposición a mercados con un fondo que se aprovecha de la volatilidad en las primas de opciones put y call. En más o menos un mes ha llegado a nuestro objetivo revalorizándose para Crianza de Valor en un 14.1%. Si vuelve a caer, volveremos a comprar.

6. Perspectivas

Economía

Vuelvo a hablar de la inflación, EEUU ha conseguido firmar a mediados de julio acuerdos con 3 países: Reino Unido (10%), Vietnam (20%) e Indonesia (19%). Se supone que durante el tercer y cuarto trimestre se deberían firmar más acuerdos que reduzcan el déficit comercial. El problema es que los aranceles llevarán a mayores precios en EEUU, si miramos los márgenes operativos de una de las grandes cadenas de distribución americanas, como es Wal-Mart, no son muy elevados (entorno al 4.2%). Las distribuidoras pueden hacer 2 cosas: a) absorber los

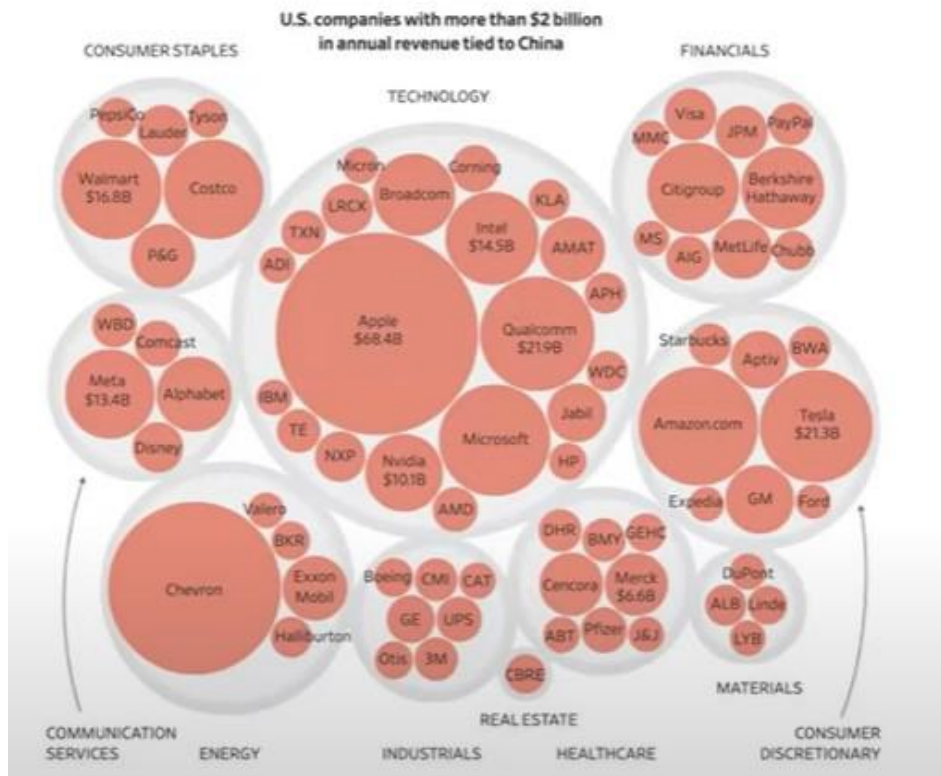
DISCLAIMER:

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.

mayores costes contra resultados, lo que es improbable con márgenes tan estrechos a menos que empiecen a reducir empleo; b) traspasar la subida de precios a sus clientes lo que es inflacionista.

Adicionalmente, los aranceles también gravan a los beneficios de empresas americanas con negocios en el extranjero, por ejemplo, con China lo podemos ver en el gráfico siguiente para hacernos una idea de lo interconectado que está el mundo; se indica cuantas compañías tienen más de 2mil millones de dólares en ventas relacionadas con China, son 75 compañías americanas.



Charles Kindleberger, uno de los arquitectos del Plan Marshall después de la 2ª Guerra Mundial, mantuvo que la desastrosa década de los 30's se debió a que EEUU no supo reemplazar al Reino Unido como LÍDER MUNDIAL proveyendo de bienes públicos globales. A nivel global estos bienes públicos serían por ejemplo estabilidad financiera, libertad de comercio (p.ej. rutas marítimas libres), estabilidad comercial y de reglas de juego. Cuando el Reino Unido ya no pudo actuar como líder mundial después de agotarse en la 1ª Guerra Mundial, EEUU empezó de facto a ser LA potencia mundial, pero en los años de entreguerras con sus políticas aislacionistas siguió actuando como un *free rider*. El problema actual es que el poder de China está aumentando amenazando el poder hegemónico de EEUU mientras los *yankees* están mirando más hacia adentro (no actuando como líder global sino centrándose más en si misma) como he comentado en cartas trimestrales anteriores. El siguiente artículo en inglés habla de la *Kindleberger trap* y de la *Tucydides trap*, es corto, interesante y muy actual, aunque se haya escrito hace casi una década. [\(PDF\) The Kindleberger Trap](#)

Otro frente abierto es el Petróleo, volvemos a presenciar una guerra de precios en el sector petrolero, en parte hay miedo a una menor demanda por un menor crecimiento económico mundial y por el otro lado la OPEP tiene fuertes problemas de implementación de sus políticas de restricción de producción para conseguir equilibrar el mercado ya que Irak, Kazajstán, Rusia y los Emiratos Árabes estaban produciendo 1,3 millones de barriles diarios

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.

de petróleo por encima de su cuota asignada. Arabia Saudí, harta de esta situación, está amenazando con inundar de petróleo el mercado y “castigar” a los *free-riders* (habrá recortes de producción por parte de muchos países si el precio del barril Brent baja de los 50 dólares, tengamos en cuenta que el coste de producción petrolífero mundial está en unos 30 dólares, pero luego hay que refinarlo, transportarlo...). Las caídas del precio del petróleo pueden ayudar en el corto plazo a sobrellevar las tensiones inflacionistas de mayores aranceles... pero según cálculos de algunos economistas la caída en los precios de petróleo no sería suficiente para amortiguar unos aranceles de EEUU al mundo superiores al 10%.

Mercados

Teniendo en cuenta los ajustes de los mercados hasta la primera semana de abril y la vuelta a máximos posterior, vemos pocos cambios en cuanto a VALORACIONES respecto del trimestre anterior. Para el índice SP500 el PER esperado de 2025 es de 23.5x y para 2027 es de 18.3x (crecimiento de beneficios del 28.8%). Para el índice Eurostoxx 600 el PER esperado 2025 es de 15.1x y para 2027 es de 12.6x (crecimiento de beneficios del 19.5%).

Asset allocation

En general seguimos con el peso centrado más bien en Equity europeo de corte *value* y más bien small/mid caps. El mercado europeo está bastante más barato que el americano con un crecimiento de beneficios menos exigente, además la rentabilidad por dividendo del Eurostoxx 600 es claramente mayor que el SP500 (3.9% vs 1.4%).

Otros

Una curiosidad que he aprendido este trimestre leyendo al gestor Daniel Tello que refiere un artículo sobre David Collum es que hay muchos ETF que por protocolo redondean sus ratios PER lo que puede llevar a confusiones importantes. Lo que hacen es que cualquier compañía que esté en pérdidas le ponen un PER de 40x y las compañías que tienen un PER mayor a 40x también los ponen en un PER de 40x. Eso significa que si hicieses una suma ponderada de los beneficios y de las capitalizaciones de mercado de un índice como el QQQ (tecnológico) te saldría teóricamente un PER de 90x, pero por los protocolos antes mencionados baja a 40x (con el índice Russell 2000, Mark Hulbert calculó un PER de más de 90x). Las implicaciones es que crees que compras al 2.5% de *Earnings Yield* con mucho crecimiento y por tanto crees que vas a doblar tus beneficios con cierta facilidad y en realidad estás comprando al 1%!!! La realidad es que hay que estudiarse bien los folletos de lo que uno está comprando ya que nos pueden dar gato por liebre con cierta facilidad.

BUEN DESCANSO VERANIEGO

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.