

INFORME DE GESTION 3º TRIMESTRE 2025

CRIANZA DE VALOR PP

Even the mighty God would get fired as an Active Investor!

Mr. Wes Gray, Alpha Architect

Know what you want to accomplish and focus on the process rather than the outcome.

Nick Saban, coach University of Alabama football team

HEMOS CUMPLIDO CINCO AÑOS, GRACIAS A TODOS



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. Resumen ejecutivo

Durante el tercer trimestre de este año el valor liquidativo de nuestro fondo de pensiones ha aumentado un 3.8% y un 11% en el acumulado del año. 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 2.3% en el trimestre y un 4.4% en el acumulado anual.



En este trimestre Crianza de Valor ha vuelto a mostrar una volatilidad sensiblemente menor a la de su *benchmark*, con un 4.6% vs un 7.9% como pueden ver en la tabla siguiente.

En estos cinco años de singladura, Crianza de Valor se ha revalorizado un 69.9% (*benchmark* un 40.7%), lo que equivale a una rentabilidad anual del 11.23% (vs 7.04% del *benchmark*) con una volatilidad del 7.3% (vs *benchmark* del 12%). El ratio *Sharpe* ha sido del 1.44 vs el 0.53 del *benchmark*. Si nos comparamos con la inflación durante este período el IPC español ha subido un 22.5%, por tanto, nuestro poder adquisitivo ha aumentado un 47.4%.

AHORROPENSION CIENTO ONCE, F.P.		ANÁLISIS RENTABILIDAD - VOLATILIDAD							
		1 MES	3 MESES	6 MESES	1 AÑO	YTD	2 AÑOS	3 AÑOS	5 AÑOS
Rentabilidad									
PLAN REPRESENTATIVO		0,69%	3,79%	6,00%	9,31%	10,95%	20,34%	39,07%	69,88%
BENCHMARK		1,12%	2,26%	3,17%	4,35%	7,35%	17,26%	32,72%	40,74%
Volatilidad									
PLAN REPRESENTATIVO		3,93%	4,57%	7,55%	6,58%	7,01%	5,88%	5,84%	7,29%
BENCHMARK		7,97%	7,85%	14,13%	11,96%	12,89%	10,52%	10,64%	12,02%
Ratio de Sharpe									
PLAN REPRESENTATIVO		2,14	3,38	1,55	1,32	2,04	1,54	1,88	1,44
BENCHMARK		1,81	1,11	0,41	0,31	0,72	0,72	0,87	0,53

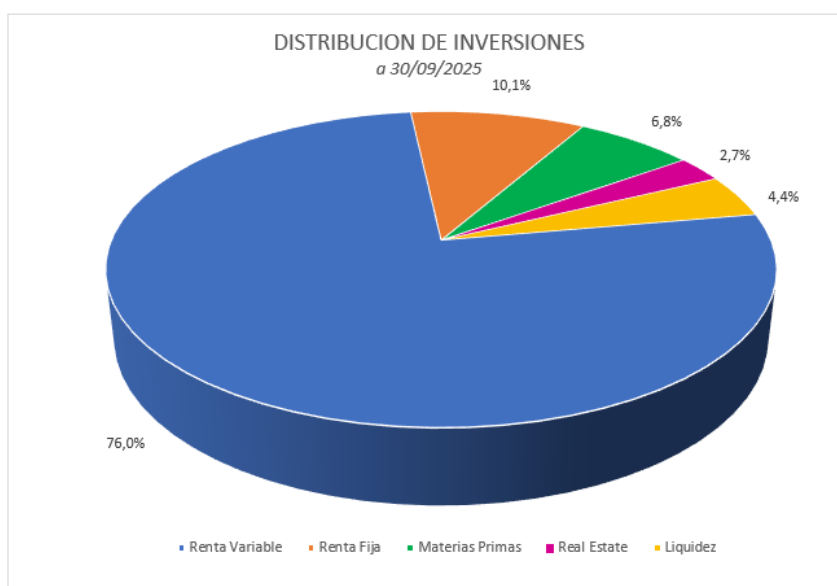
Plan Representativo: CRIANZA DE VALOR, PP

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.

La composición de la cartera al final del período era como sigue: Renta Variable un 76%, Renta Fija un 10%, Materias Primas un 7%, Real Estate cotizado un 3% y Liquidez un 4% (en este caso por el efecto retrasado en la liquidación de movimientos de cartera, ajustado sería de un 2%).



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 13.2x (un 35% más barato que el sector), a un P/Valor Contable de 1.2x (un 69% más barato), a P/Cash Flow de 6.5x (un 55% más barato) y con una rentabilidad por dividendo del 2.4% (un 45% superior al mercado). Con esta cartera conseguimos un crecimiento futuro de beneficios a largo plazo del 9.8% que es un 2% mayor al mercado. Las inversiones han rendido como sigue:

	performance 3ºT
Franco Nevada	38,6%
BB Biotech	20,1%
ETF MSCI China	20,0%
Muza Sicav	9,6%
AQR Sust Premia	7,5%
Abaco RV Global	5,1%
Cinvest Nogal	4,6%
Lift RV Mixta	4,5%
Crianza de Valor FP	3,8%
Myinvestor Value	3,5%
Berkshire B	3,5%
Palm Harbour	1,6%
Pareto Nordic CC	1,3%
BH Deuda	0,8%
EDM Renta	0,5%
DPAM Real Estate	-2,1%
Aurora Inv Trust	-2,7%
Equam Incometric	-4,4%
Fairfax India	-7,2%

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.

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 38.6% por el movimiento del precio del oro y otras materias primas. Operativamente el movimiento más significativo ha sido la finalización de la adquisición de Cote Gold en Ontario, Canadá, que aparte de ya estar generando recursos significativos, tiene mucha opcionalidad de extensión a coste muy bajo. También han vendido 10mil GEO (*Gold Equivalent Ounces*) de concentrado de cobre que tenían almacenado de Cobre Panamá, mientras parece que las discusiones con el gobierno de Panamá siguen avanzando. Ha pagado un dividendo del 0.12% en el trimestre.

3.2 La segunda mejor posición ha sido para BB Biotech que aumentó una 20.1%. El apetito inversor por el sector ha ido mejorando durante el trimestre por más necesidades de innovación, una macroeconomía estable y éxitos clínicos y regulatorios. BB Biotech fue incluido en el índice SPI ESG de la Bolsa Suiza.

De sus empresas en cartera, Ionis publicó resultados clínicos positivos para su medicamento olezarsen, Revolution Medicines avanzó en sus programas oncológicos y Scholar Rock ha incluido las anotaciones del regulador para avanzar en su medicina apitegromab que combate la atrofia espinal muscular con un sistema que afecta al sistema muscular.

3.3 El tercer mejor valor fue ETF MSCI China sumando un 20.0%. Aquí tenemos que hablar de la economía china que ha crecido en el tercer trimestre un 4.8%, el número más bajo del año. El gobierno sigue guardándose cartas por si hiciesen falta más estímulos económicos, pero están esperando que se resuelvan las tensiones comerciales con EEUU.

Lo más relevante a medio plazo para China es que están preparando el próximo plan quinquenal que les lleve hasta el año 2030 (la composición del crecimiento también será relevante).

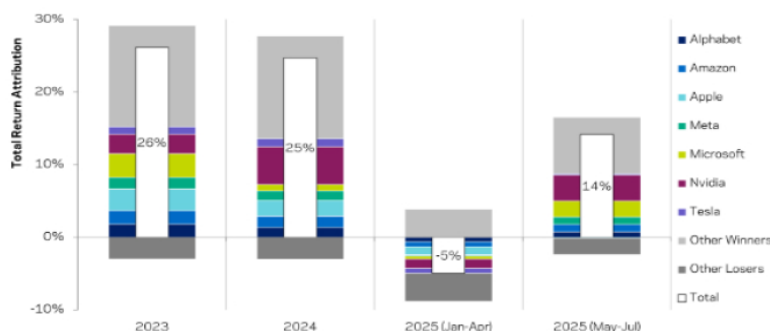
3.4 La siguiente posición, la Muza Sicav, aportó un 9.6% en el trimestre. Los mejores valores fueron Atalaya Mining, Zegona y Elecnor y Arcelor; los peores Amper, Llorente y Cuenta, IPCO y Singular People. En cuanto a actividad han tomado algo de beneficios en Repsol y Elecnor, también han reducido su posición en Indra, a cambio han tomado una posición en Amper.

Los gestores ven mucha complacencia en los mercados y por ello han cubierto aproximadamente un tercio de la cartera comprando puts del índice SP500, ya que el coste de la cobertura es muy barato actualmente.

3.5 AQR Sustainable Premia añadió un 7.5%. En cuanto a factores el mejor factor fue el *Value* con una aportación constante en el trimestre, después *Momentum* también contribuyó y lo peor fue *Defensive* que detrajo algo del fondo por su *beta* baja.

En cuanto a mercados les llama la atención un Schiller PE en EEUU de >40x (la última vez fue en la burbuja.com). También ven que los Magníficos 7 son los que llevan cada vez más los retornos del SP500 al alza y a la baja, como se ve en el gráfico siguiente.

"Magnificent 7" Contributions to S&P 500 Total Return
January 1, 2023 – July 31, 2025



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.

3.6 Abaco Renta Variable Global sumó un 5.1%. Los mejores valores fueron Barrick Gold, Atalaya Mining, Cementos Pacasmayo, IHS Holdings y TopGolf Callaway; los peores Ambev, Anadolu Efes y TAV. En cuanto a actividad han reducido Palfinger, Barrick Gold, Atalaya Mining, Litigation Cap Mgmt y Westaim; a cambio han aumentado peso en Vistry, Berkeley, Barratt, Occidental Petroleum y Tidewater.

3.7 Cinvest Nogat se revalorizó un 4.6% en el período. Los mejores valores fueron Atalaya Mining, Thyssen Krupp, BW Offshore y CoolCo; los peores Tullow Oil, Bumble, Diversified Energy, Renault y Adval. Este trimestre han vendido KPS AG (pérdida de un cliente clave) y CoolCo (oferta de compra del principal accionista) y han comprado Bumble (app de citas online que finalmente es rentable).

3.8 Después va Lift RV Mixta aportando un 4.5%. Los mejores valores fueron Newmont Mining, Barrick Gold, Alibaba, Kering y Swatch; los peores fueron Teleperformance, Acanthe, Nomad Foods y Bollere. En cuanto a actividad han reducido algo las posiciones en las mineras de oro después de la gran performance que han tenido y han dado entrada a Constellation Brands, Crocs, Adobe y Nestlé con un componente cíclico más reducido.

3.9 Le sigue de cerca Myinvestor Value ha añadido un 3.5%. Los mejores valores han sido Neste, Forvia y Opmobility; los peores Easyjet, Verbio y SBOffshore. Han dado entrada a 3 viejas conocidas de ellos: Fuchs, K+S y Jungheinrich, también han aumentado peso en Aalberts y Fugro.

Respecto del mercado siguen pensando que la situación actual se parece al final de la burbuja.com, gran parte del mercado en valoraciones directamente elevadas, parte en ajustadas y una parte del mercado que nadie quiere y que será la que genere performance en la próxima década.

3.10 Berkshire Hathaway B se ha revalorizado otro 3.5%. En cuanto a actividad de la cartera de inversión han vendido totalmente su posición en la automovilística china BYD, han reducido la participación en Apple de 300 millones de acciones a 280 millones. A cambio han aumentado su peso en al menos dos de las trading companies japonesas (Mitsui y Mitsubishi) al 10%, han aumentado su peso en Chevron y han entrado en United Health, Allegion y Lamar Advertising.

En cuanto a dividendos relevantes han cobrado en el trimestre: 230 millones de dólares de Occidental Petroleum, 204mn de Coca Cola, 170mn de Bank of America, 130mn de Kraft Heinz, 124mn de American Express y 73mn de Apple.

3.11 Palm Harbour Capital ha añadido un 1.6% trimestral, los mejores valores fueron Esprinet, Brightstar Lottery y Atalaya Mining; los peores fueron la cementera argentina Loma Negra, RHI Magnesita y The Italian Sea Group (en esta última han salido por menor resiliencia en márgenes y apalancamiento operativo alto).

3.12 Pareto Nordic Cross Credit ha sumado un 1.3%. Los mejores valores han sido ViaPlay Floating, SalMar Floating y Arion Bank; los peores Pelagia Holding y un bono Noruega 2020-30. Los gestores siguen cautelosos y han reducido su exposición a bonos corporativos y el *High Yield* ya sólo pesa el 22% de las inversiones. El *Yield-to-Maturity* está situado en el 3.5%.

3.13 BH Deuda ha aportado un 0.8 % trimestral. Los mejores valores han sido Athora 2028, Montepio 2029 y Grenke 2029; el peor valor ha sido Marex 2028. En cuanto a actividad han vendido valores con poco potencial (BMW 2028, Prosus 2028) y a cambio han aumentado valores de países emergentes (Banca Transilvania 2028, Gobierno de Rumania 2028) y bonos con diferenciales atractivos (Carrefour 2028 o Banco de Luxemburgo 2028). La duración de la cartera es de 2.1 años y el *Yield to Maturity* es del 3.1%.

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.

3.14 EDM Renta ha aumentado su valoración en un 0.5%. Sin grandes novedades, este fondo ayuda a gestionar la liquidez con una duración de 0.21 años y una exposición de Pagarés del 56% (P.EJ. Sidenor, La Sirena, Pikolin, Sacyr, Barceló...), Letras 35%, bonos *Investment Grade* 6% y Repo's 4%

3.15 DPAM Real Estate ha restado un 2.1% trimestral. Por países los mejores han sido España, Francia y Holanda; los peores Alemania y Reino Unido. Por sectores retail y residencial han aportado y han restado self-storage y alquiler para estudiantes. En cuanto a actividad han aumentado algo el peso en Gecina, Tritax y VGP a costa de reducir sobre todo en CTP después de una buena evolución de la acción. El descuento a NAV vuelve a aumentar por caídas en precios y por mejora de fundamentales en el sector.



Source: Morgan Stanley Research – 30/05/2025

3.16 Aurora Investment Trust bajó un 2.7% trimestral. Los mejores valores fueron Lloyds y Frasers mientras que Barratt Redrow restó. En cuanto a actividad, después de revisar otra vez el caso de inversión de RHI Magnesita, han visto que tiene menos *pricing power* de lo esperado y por ello han vendido. Poca actividad aparte de esto.

3.17 Equam Incometric detrajo un 4.4%. Los mejores valores fueron Expro, Academedia, Sonans, Whitbread y Cie Automotive; los peores valores Headlam, RHI Magnesita, Takkt y Dominos Pizza. No han sido muy activos durante el trimestre, como ejemplo ponen la inversión en Domino's Pizza por estar bastante barata por miedo al consumo en Reino Unido con un gobierno laborista que puede que suba los impuestos.

3.18 Fairfax India ha restado un 7.2%. Publicó unos resultados del 2º trimestre creciendo un 9.6% desde el mismo período del año anterior y un aumento del Valor Contable del 10.4%. Operativamente hablando, han vendido su 51% de Saurashtra Freight por 75mn de dólares, que compró por 30 millones 8 años antes. Los negocios están yendo bien, por lo que podemos ver.

Fairfax India ha aprobado un programa de recompra de acciones del 10% durante el año, lo que da una señal que los gestores piensan que la acción está infravalorada.

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 GAM Star Cat Bonds M, es un fondo que invierte en bonos que cubren eventos catastróficos, estos bonos se emiten por reaseguradoras en el mercado más líquido que hay, EEUU, para redistribuir y gestionar catástrofes naturales con un impacto económico relevante.

GAM es una gestora suiza independiente que tiene una alianza estratégica con SRILIAC (Swiss Re Insurance Linked Investment Advisors Corporation), entidad dentro de Swiss Re que se dedica a gestionar riesgos de este tipo. Swiss Re ha participado en este mercado desde su creación en 1997. Para que se siga desarrollando este mercado se necesita de un mercado de capitales líquido, de unos precios inmobiliarios altos y de eventos de alto impacto, pero con una frecuencia relativamente baja.

Los riesgos asumidos por las aseguradoras son principalmente de tipo viento (huracanes y en menor medida tornados; zona del Golfo de México) en un 70%, terremotos (California) un 20%, también se cubren inundaciones. Las zonas que más aseguran este tipo de eventos son EEUU (85%), Europa (2.5%) y Asia (4%). Es un activo ampliamente des-correlacionado de los mercados en general, la correlación de retornos de la categoría vs Bolsas es de entre 0.23-0.24, con los mercados de bonos incluidos *High Yield* 0.25-0.30 y con Materias Primas 0.18. Las correlaciones vienen de cierto riesgo de contrapartida, no en el *Cat Bond* de per se sino en el colateral usado, hace años se usaban instituciones calificadas como AAA, pero después de quebrar Lehman Brothers (pérdida del 1%), se pasó a bonos del Tesoro de EEUU (ha habido algo de write-downs con el último techo de la deuda en 2014 (0.2%) y con el Covid en 2020 (0.46%)).

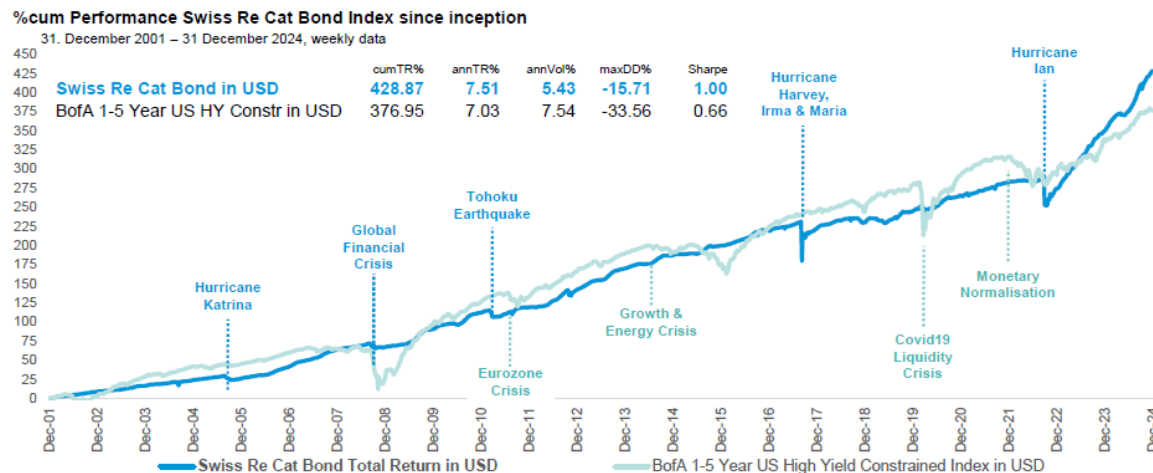
El cambio climático ha acelerado la frecuencia de eventos catastróficos, también hay cada vez más población con mayor nivel económico en áreas afectadas y por tanto la emisión de nuevos bonos para cubrir estos riesgos. La mayoría de los Cat Bonds necesitan de unos eventos significativos para producir pérdidas a sus inversores.

La duración del fondo son 1.7 años, tiene un número de posiciones >290, la posición media es de 6 millones de dólares EEUU, el *Expected Loss* (pérdida matemática esperada) es del 2.2%. La volatilidad es relativamente baja (5%) con un retorno anualizado del 7.5%.

Lower drawdowns, faster recoveries in times of stress



Cat Bonds have been tested by major natural catastrophes and market downturns



Past performance is not an indicator of future performance and current or future trends.

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.

5. Desinversiones en el trimestre

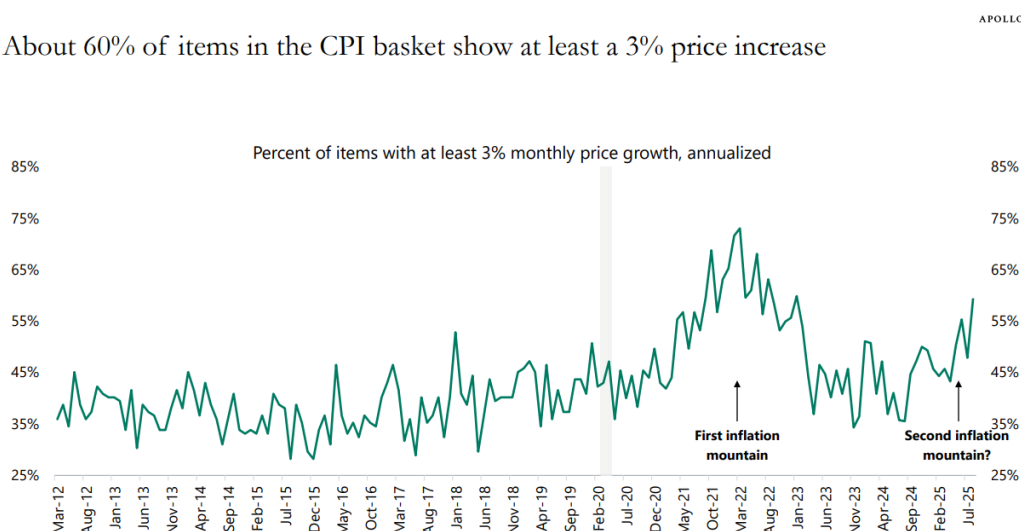
5.1 Lonvia Mid Cap Euro ha salido de la cartera después de 3 años y medio con una pérdida del 7.5%. Considero esta inversión como un error de inversión. Es verdad que las dinámicas de ciertos sectores son muy interesantes a largo plazo, pero el equipo gestor no ha tenido en cuenta las valoraciones a las que compraban y estaban más interesados en el *growth* a largo plazo. Les hemos dado un buen margen de tiempo para ver si realmente las dinámicas podían entrar en valoración, pero el derating del *growth* ha sido insuperable a pesar de los crecimientos de las empresas. En cualquier caso, teníamos una posición más bien pequeña y no nos ha costado demasiado en términos de performance total del fondo.

6. Perspectivas

Economía

La gran dicotomía económica actual es que la economía americana está aguantando muy bien, con la confianza del consumidor en máximos, el paro sin muchos cambios, planes de inversión empresariales en expansión, préstamos bancarios al alza, datos de crédito fuertes... todos estos datos indican que la inflación tiene más riesgo al alza que a la baja. Y, aun así, el presidente de EEUU está forzando a la Reserva Federal a bajar tipos de interés...no suele ser una receta para el éxito en el mercado de bonos en el medio plazo. Como podemos ver en el gráfico siguiente, tres quintas partes de los bienes de la cesta del IPC de EEUU ya están creciendo a más del 3% anualizado, el riesgo es que sea una segunda ola inflacionista, el sentido común sugiere que hay que seguir precavido.

About 60% of items in the CPI basket show at least a 3% price increase



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 25.4x y para 2028 es de 18.4x (crecimiento de beneficios del 38.3%). Para el índice Eurostoxx 600 el PER esperado 2025 es de 15.8x y para 2028 es de 12.1x (crecimiento de beneficios del 30.4%).

La complacencia en los mercados parece que está en máximos históricos, a pesar de las tensiones geopolíticas en aumento (sobre todo provocaciones de Rusia a países de la OTAN), resultados inciertos 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.

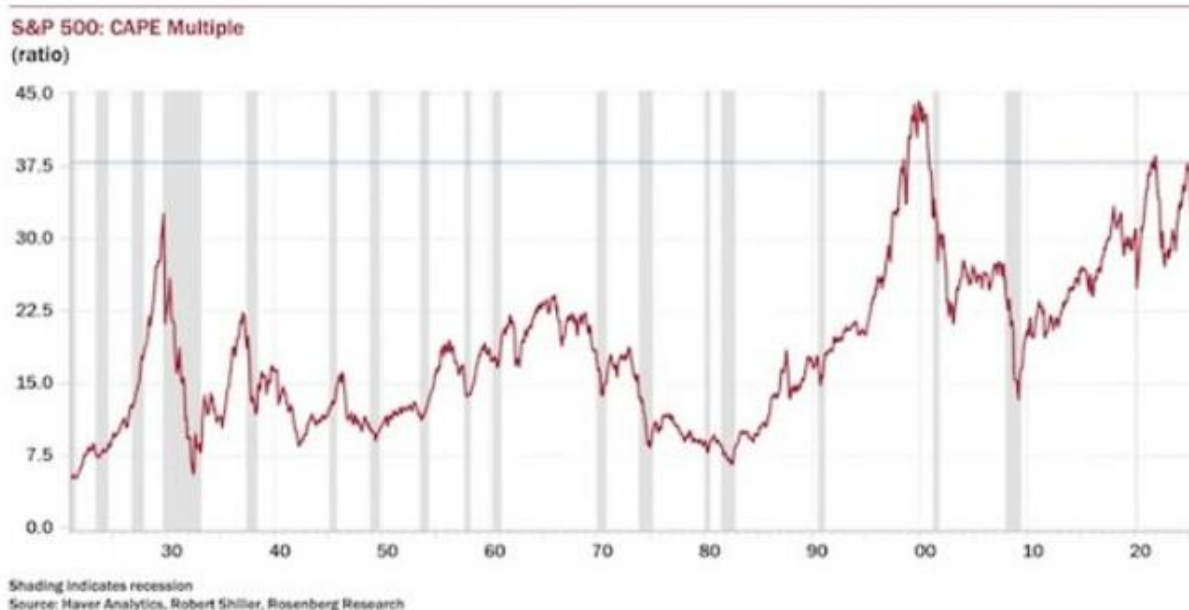
En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables,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

elecciones en Europa, tensiones crecientes dentro de EEUU por las políticas anti-inmigración del Sr Trump y como no el cierre de la administración por el techo de la deuda.

Hay varios indicadores que nos dan una idea de la sobrevaloración del mercado de EEUU (no sirven para hacer timing, pero si nos dan una idea de los retornos futuros que podamos alcanzar en los próximos años). El primero es el *Buffett Indicator* que mide el tamaño de la Bolsa vs el PIB de EEUU, aquí vemos que estamos en máximos históricos:



Si usamos el indicador *Cape Schiller*, estamos en 39x con el máximo anterior en la burbuja.com en 44x, lo que apuntan diversos autores es que cada vez que este indicador sube por encima de las 35x, los retornos futuros a 5-10 años son negativos. También Howard Marks indica que cuando el SP500 está por encima de las 23x, los retornos para los próximos 10 años son de entre el -2% y el +2% en total (aunque lo que más le preocupa es que el índice SP500 sin los 7 Magníficos esté cotizando a un PER esperado de 22x).



Y ya finalmente como curiosidad comentar que, en agosto de este año, por fin el índice Topix japonés fue capaz de superar su anterior máximo histórico de diciembre de 1989, 35 años y 8 meses después...

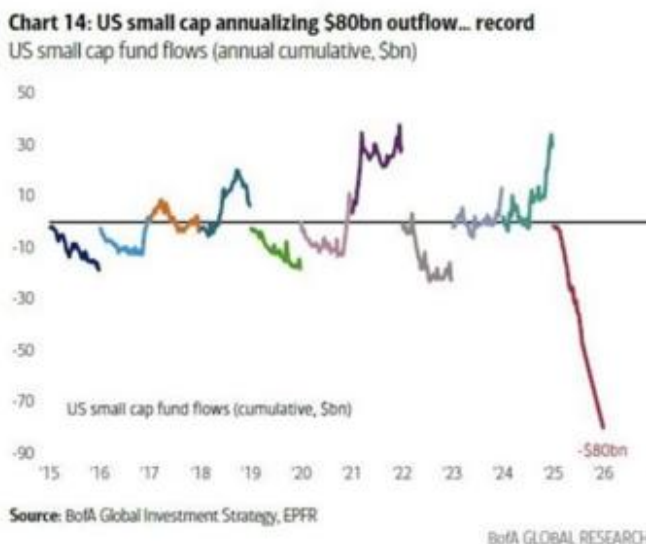
DISCLAIMER:

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.

Asset allocation

Seguimos con nuestra apuesta por small y mid caps europeas (como hemos visto en el apartado anterior, el crecimiento en Europa se paga bastante más barato que en EEUU) y si tenemos en cuenta que los flujos inversores siguen saliendo de small caps globales nos podemos hacer a la idea que a 5-10 años vista nuestra cartera está muy bien posicionada.



Otros

Volviendo a la primera cita del encabezado de Wes Gray. Si uno tuviese el poder “divino” de construir una cartera con los valores que sabemos que tendrán el mayor rendimiento a 5 años vista, uno tendría unos retornos extraordinarios, pero también caídas devastadoras entre medias. Wes Gray estudió esta hipótesis y creó una cartera ex post de los mejores valores a 5 años vista, rebalanceando la cartera cada 5 años y ajustada por la capitalización de mercado. La peor caída para esas carteras “divinas” en el período 1927-2016 fue de un 76%, en ese período también hubo al menos 5 caídas superiores al 30% (estamos hablando de la cartera completa, no de valores individuales que han caído mucho más). Esa es la razón que incluso teniendo el poder “divino” de saber cuáles serán los mejores valores a 5 años vista, la volatilidad puede ser DESCOMUNAL.

Por otro lado, si miramos a valores individuales en un estudio posterior (1985-2024) del mismo autor, hay varias observaciones interesantes:

- cuanto mayor la caída total de un valor, más tiempo tarda ese valor en caer y en recuperar posteriormente (las caídas del 95-100% tardan 6.7 años en terminar y suelen tardar unos 8 años en recuperar sus máximos; las caídas de menos del 50% suelen producirse en un año o menos y recuperan su valor previo en año y medio).
- cuanto más cae un valor, más difícil que vuelva a recuperar los máximos anteriores, sólo uno de cada seis valores que caen más del 50% vuelve a máximos; a mayoría de los valores que caen más de un 80% jamás vuelven a cotizar a los máximos históricos anteriores.

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.

- c) el contexto de la caída de un valor también es importante, si es por movimientos amplios de mercado es más fácil que vuelva a recuperar máximos (p.ej. Nvidia cayó un 90% desde enero de 2002 hasta octubre de ese año al final de la burbuja de internet, tardó 4 años en recuperar los máximos anteriores en noviembre de 2006), si por el contrario el valor cae por sus propias razones fundamentales tardará mucho más en caer y mucho más en recuperar, si es que lo hace (p.ej. Woolworths/Foot Locker cayó un 91% desde julio 1990 a febrero de 1999, casi nueve años y tardó otros casi 14 años en recuperar los máximos anteriores, hasta septiembre de 2021).

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.