

INFORME DE GESTION 4º TRIMESTRE 2025

CRIANZA DE VALOR PP

In economics, things take longer to happen than you think they will, and then they happen faster than you thought they could.

Rudiger Dornbusch

The idea that the market is always right is crazy.

Howard Marks

The limiting factor for AI is electricity. You can't build the compute without the power.

Elon Musk (2023)

1. Resumen ejecutivo

Durante el cuarto trimestre de este año el valor liquidativo de nuestro fondo de pensiones ha aumentado un 3.3% y un 15% 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 4.8% en el trimestre y un 12.5% en el acumulado anual.



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.

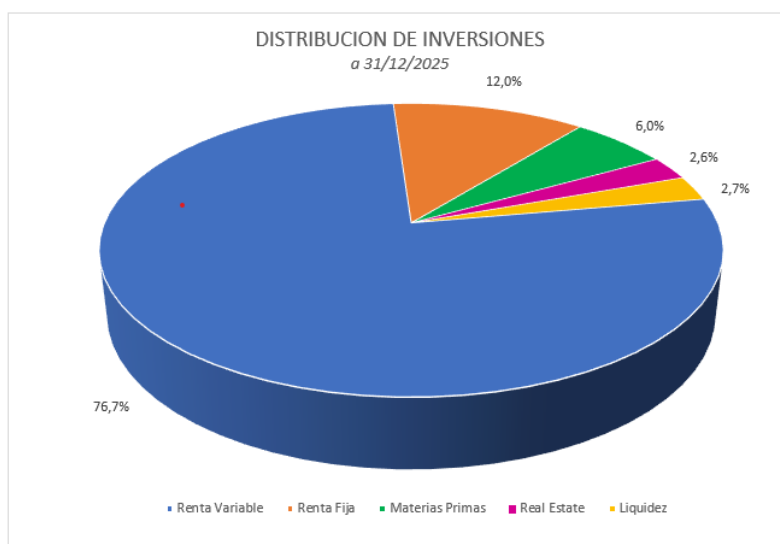
En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables, 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 4.96% vs un 8.11% como pueden ver en la tabla siguiente.

AHORROPENSION CIENTO ONCE, F.P.		31/12/2025							
ANÁLISIS RENTABILIDAD - VOLATILIDAD									
	1 MES	3 MESES	6 MESES	1 AÑO	YTD	2 AÑOS	3 AÑOS	5 AÑOS	
Rentabilidad									
PLAN REPRESENTATIVO	1,63%	3,28%	7,57%	14,99%	14,99%	18,00%	31,72%	51,09%	
BENCHMARK	2,19%	4,77%	7,14%	12,48%	12,48%	16,78%	28,87%	36,08%	
Volatilidad									
PLAN REPRESENTATIVO	3,64%	4,96%	4,79%	6,56%	6,56%	5,78%	5,68%	6,90%	
BENCHMARK	5,02%	8,11%	7,99%	11,87%	11,87%	10,45%	10,20%	11,73%	
Ratio de Sharpe									
PLAN REPRESENTATIVO	5,81	2,65	3,13	2,19	2,19	1,38	1,58	1,15	
BENCHMARK	5,88	2,45	1,76	1,00	1,00	0,71	0,80	0,49	

Plan Representativo: CRIANZA DE VALOR, PP

La composición de la cartera al final del período era como sigue: Renta Variable un 77%, Renta Fija un 12%, Materias Primas un 6%, Real Estate cotizado un 2.6% y Liquidez un 2.7% (la liquidez aumenta en fin de año por la entrada de aportaciones extraordinarias a finales de diciembre).



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 34% más barato que su categoría), a un P/Valor Contable de 1.2x (un 68% más barato), a P/Cash Flow de 6.3x (un 55% más barato) y con una rentabilidad por dividendo del 2.5% (un 44% superior a la categoría). Con esta cartera conseguimos un crecimiento futuro de beneficios a largo plazo del 10.6% que es ligeramente 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.

Las inversiones han rendido como sigue:

	<i>performance</i>
	<i>4ºT</i>
BB Biotech	26,1%
Muza Sicav	9,5%
Aurora Inv Trust	8,8%
Myinvestor Value	7,7%
AQR Sust Premia	6,1%
Palm Harbour	4,8%
Abaco RV Global	4,7%
Equam Incometric	3,4%
Crianza de Valor FP	3,3%
Lift RV Mixta	2,2%
Cinvest Nogal	2,0%
Pareto Nordic CC	1,0%
EDM Renta	0,6%
BH Deuda	0,6%
Fairfax India	0,2%
DPAM RE	0,2%
Berkshire B	0,0%
Franco Nevada	-8,2%

3. Comentario trimestral sobre los valores de la cartera

3.1 El podio de la cartera ha sido para BB Biotech que se revalorizó un 26.1% mientras su Valor de Activos subió un 21% en euros (reduciendo el descuento del 15.2% al 10.8%). La empresa presentó buenos resultados anuales, aumentará el dividendo para este año en un 25%. Además, las perspectivas son buenas ya que las grandes farmacéuticas necesitan rellenar su cartera de productos médicos ya que hay muchas patentes que dejarán pronto de cubrir al sector (*patent cliff*).

BB Biotech vendió 3 empresas de su cartera: Moderna, Black Diamond Therapeutics y Blueprint Medicines, a cambio compraron Avidity Biosciences con un peso del 3.4%. Durante el trimestre Novartis anunció la compra de Avidity con una prima del 46%. También Novo Nordisk ha anunciado la compra de Akero Therapeutics que está en la cartera de BB Biotech.

3.2 La segunda mejor posición ha sido para La Muza sicav que aumentó un 9.5%. Los mejores valores han sido Atalaya Mining e Indra, mientras los peores fueron Elecnor y Tubacex. En cuanto a actividad han reducido posiciones en Elecnor, Atalaya Mining, Indra y algo en Cie; han aumentado peso en Zegona y han dado entrada a Savannah Resources.

3.3 El tercer mejor valor fue Aurora UK Alpha (antes se llamaba Aurora Investment Trust) sumando un 8.8%. Las mejores posiciones han sido Castlenau Group, Ryanair y Lloyds Bank; la peor fue Frasers Group. Con los últimos ajustes de su cartera estiman que el valor intrínseco de la cartera tiene un potencial alcista del 155%.

La última entrada en cartera es Wayfair Group, una empresa de mobiliario presente en EEUU y Reino Unido entre otros países, realmente es una empresa de logística dentro del sector de mobiliario, está bien gestionada y los fundadores siguen controlando la empresa. A cambio de Wayfair han vendido su posición en RHI Magnesita con una pérdida moderada.

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.

3.4 La siguiente posición, la Myinvestor Value, añadió un 7.7% en el trimestre. Los mejores valores fueron Verbio, SSAB y Neste; los peores Akwel, Husqvarna y Fugro. En cuanto a actividad han dado entrada a Jet2 (aerolínea low cost), Arkema, Clariant e Ipsos; esas compras se han financiado con ventas en D'Amico Shipping, Ferreti, Eramet, Gestamp, Opmobility y Neste (esta última por las subidas).

3.5 AQR Sustainable Premia sumó un 6.1%. En cuanto a los estilos, el mejor fue *Value* durante todo el trimestre, *Momentum* también sumó y el estilo *Defensivo* restó crecimiento por tener una *beta* menor al mercado. Su cartera tiene un PER medio de 18x y un P/Book de 2.5x, bastante inferiores a su benchmark.

Les llama la atención que el *junk rally* (la subida de valores poco rentables, pero con una beta alta) estén subiendo con fuerza, de hecho, es la tercera mayor subida de este tipo de valores en la historia, sólo por detrás del 1998-2000 y 2002-2004 (con 2 años cada una, mientras que el actual lleva 10 meses). No saben cuándo terminará, pero siempre termina cayendo, en el cuadro siguiente vemos un cuadro de la performance de las áreas más especulativas del mercado.

Outperformance of More Speculative Segments of the Market

April 1, 2025 - January 15, 2026

	Return
MS Quantum Computing	+178.7%
GS Bitcoin Sensitive	+164.7%
GS Non-Profitable Tech	+98.8%
GS Most Short Rolling	+67.1%
GS TMT Mega Cap	+43.3%
BBG Metaverse TR	+26.3%
MSCI World Net TR	+25.8%
S&P 500 TR	+25.0%

3.6 Palm Harbour Capital subió un 4.8% en el período. Los mejores valores fueron Loma Negra (cementera argentina), Atalaya Mining (precios del cobre), Youngone y Danieli; los peores Playtech plc (temas de gobierno corporativo), Cuckoo y Vivendi. En cuanto a actividad han vendido la noruega Treasure (opa de exclusión), han vendido Playtech porque no les convencía la gestión y los últimos problemas que no han sabido resolver; también vendido RHI Magnesita por las peores perspectivas en el sector (sobrecapacidades). A cambio han comprado BW Offshore (sector petróleo *offshore*) y Fleury (sector diagnóstico médico en Brasil).

3.7 Abaco RV Global creció un 4.7%. Los mejores valores del trimestre fueron Cementos Pacasmayo (posible opa), RHI Magnesita, Top Golf Callaway y Barrick Gold; los peores Burford Capital, Nobia y Occidental Petroleum. En cuanto a actividad han aumentado peso en RHI Magnesita, AB Inbev, Fairfax India, Barratts; han abierto posiciones en Viscofan, Vidrala y Foran Mining. A cambio han reducido Befesa, Acerinox, IHS Holdings y han vendido completamente Top Golf Callaway.

3.8 Equam Incometric se revalorizó un 3.4% en el período. Los mejores valores fueron KLX Energy, Restore, Millenium Hotels y DFS Furniture; los peores Headlam, Amrest, Takkt y Expro. En cuanto a actividad en el trimestre han comprado Amrest Holdings (comida rápida). Han recibido anuncios de dos opas sobre posiciones en cartera: Allfunds por Deutsche Börse y Hotei Properties Socimi

3.9 Le sigue Lift RV Mixta aumentando un 2.5%. Los mejores valores fueron Bayer, Newmont Mining, Swatch, Berghbahnen Titlis y Vetoquinol; los peores Acanthe Development, Alibaba y FIPP. No han rotado mucho la cartera

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 el trimestre, han dado entrada a Nomad Foods, han reducido selectivamente posiciones para aumentar compañías de consumo básico y perfil defensivo.

3.10 Cinvest Noga se revalorizó un 2.0%. Los mejores valores fueron BW Offshore, Atalaya Mining, Schaeffler y ThyssenKrupp; los peores Tullow Oil, Bumble, Urbas y Cheniere Energy. En cuanto actividad han aumentado peso en Contango Ore y Renault; han incorporado BIC, Takkt y BW Offshore a la cartera. Han vendido CoolCo, Areclor, y Urbas, han reducido peso en Schaeffler, Semapa y Atalaya Mining.

3.11 Pareto Nordic Cross Credit aumentó un 1.0%. Los mejores valores fueron Hofseth Intl Floating 25/30, Salmar Floating 25/30 y Elopak Floating 24/27; los peores Norske Skog Floating 24/29 y Grondvedt Floating 24/27. Durante el trimestre los retornos vinieron sobre todo de los cupones cobrados. Los gestores están infraponderados en el segmento *High Yield* que ya sólo pesa el 21% de la cartera. La *Yield to Maturity* está en el 3.7% actualmente.

3.12 EDM Renta añadió un 0.6% en el trimestre. Como siempre la cartera está invertida sobre todo en Pagarés (51%) y deuda del Gobierno a corto plazo (36%). La duración sigue siendo de alrededor de un trimestre con un *Yield to Worst* de más del 2%.

3.13 Empatado con el anterior se ha colocado BH Deuda (+0.6%). Los mejores valores fueron el bono Rumanía 2025, el Carrefour 2028 y el Grenke 2029; los peores el Santander 2028 y el SES Global 2029. Han aumentado el peso de bonos flotantes en la cartera (p.ej. Goldman 2029, Italia 2030 y Renault 2029), a cambio han reducido en otras posiciones para mantener una posición cauta (Wells Fargo 2029, Duke Energy 2029 y AusNZ Bank 2027).

3.14 Fairfax India aportó un 0.2% a la cartera. El principal activo de Fairfax india (con diferencia) es el aeropuerto de Bangalore (Kempagowda) que tiene una capacidad de 52mn de pasajeros al año, se espera que para 2030 la capacidad aumente hasta 80mn por la expansión de la Terminal 2 y en 2035 llegue a 110 millones por la construcción de la Terminal 3, será uno de los mayores aeropuertos del mundo (top 10). Se espera que hagan una salida a Bolsa del aeropuerto para finales de 2026. Actualmente el valor del aeropuerto estaría cercano a los 8.3x ev/ebitda, la compra de la última participación por Fairfax India a Siemens valoraba el aeropuerto a 11.8x ev/ebitda y los aeropuertos competidores (GMR que incluye Delhi y Hyderabad) están cotizando a 24.3x ev/ebitda. Todavía hay mucho potencial en Fairfax India, nos da una exposición a la economía real de la India muy interesante y por ello sigue siendo una posición importante para Crianza de Valor.

3.15 DPAM Real Estate ha aumentado su valoración en un 0.2%. Los mejores subsectores fueron logística y residencias de estudiantes, los peores residencial y *self-storage*. En cuanto a actividad los gestores han vendido algo de CTP, British Land y Carmila.

El sector sigue interesante ya que el coste de la deuda ha bajado para las empresas, éstas además se han ido desapalancando (sobre bases altas ya que están respaldadas por activos reales). La actividad de emisión de bonos y de operaciones sobre activos está mejorando notablemente respecto de los últimos años.

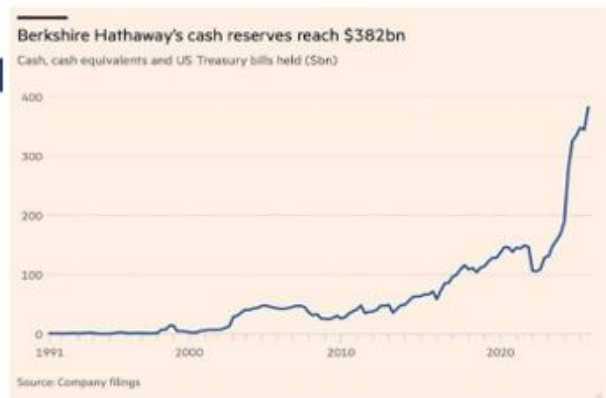
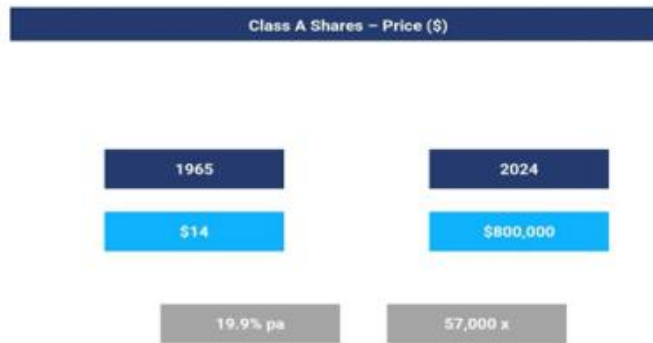
3.16 Berkshire Hathaway B se ha quedado en tablas. Warren Buffett ha dejado el listón muy alto, si lo vemos en el cuadro siguiente entenderemos porque ha sido el mejor del mundo (y se tardará mucho en poder ver a alguien que le pueda batir, que 60 años dando una rentabilidad media del 19.9% anual es sencillamente extraordinario) y es que los que invirtieron con él al principio del todo han multiplicado su inversión por 57mil veces, si, si, han leído bien.

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.

BERKSHIRE HATHAWAY



En cuanto a actividad Berkshire ha comprado Oxychem (la filial de productos químicos) a Occidental Petroleum por 9700 millones de dólares (la petrolera usará gran parte para reducir su deuda), también ha comprado una posición en Alphabet y posiciones menores en Chubb y Mitsui en Japón; a cambio han seguido reduciendo su peso en Apple y en Bank of America.

Han cobrado este trimestre unos 230 millones de Occidental Petroleum, 208mn de Chevron, 204mn de Coca Cola, 159mn de Bank of America, 130mn de Kraft Heinz, 124mn de American Express y 73mn de Apple (entre otros).

3.17 Franco Nevada ha sido la única posición que ha restado un 8.2%. Evidentemente con la revalorización del oro, plata, platino y Henry Hub, los resultados de la empresa (han publicado el tercer trimestre de 2025) han sido muy buenos con un ebitda creciendo un 80.5% por acción y el resultado neto al 78.8% por acción. Además, la mitad del plan de crecimiento de sus activos a 5 años ya está en construcción.

Seguimos a la espera de noticias sobre la potencial reapertura de la mina Cobre Panamá, el gobierno panameño anunciará alguna medida el primer trimestre de 2026 y ya ha permitido la venta del cobre que estaba almacenado anteriormente (recordar que el impacto positivo puede ser de hasta un 25% de la acción).

3.18 GAM Star Cat Bonds M, es una posición menos líquida ya que sólo tiene 2 valores liquidativos por ello no se puede comparar todavía durante un trimestre entero, pero aproximadamente ha añadido un 2.6% en el período. Después del huracán que azotó a Jamaica no ha habido ningún evento catastrófico. En cuanto a actividad, en diciembre el mercado se ha vuelto a abrir y se han emitido 5mil millones de dólares, los gestores han comprado selectivamente en algo más de la mitad de los emisores.

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 ETF MSCI China, después de 4 trimestres con una posición táctica que veía que todo el mercado estaba infra invertido en China y todos los operadores negativos, hemos deshecho la posición con una TIR del 17.1%. Ya estábamos más apuestas por China en los *asset allocators* y además China está intentando cambiar su modelo productivo, en el último plan quinquenal se habló de un concepto interesante, evitar el “neijuan” que se puede traducir como involución, en este contexto se puede leer como el ciclo destructivo de guerras de precios, productos no diferenciados y por tanto pérdidas acumuladas en industrias claves para ellos (ver párrafo siguiente). Eso significa que trabajarán (a su propia velocidad) para reducir la sobrecapacidad en el tratamiento de materias primas. Además, China está intentando fomentar su consumo interno (sobre una población envejecida) y depender menos de las exportaciones.

Vamos a ver algunos datos sobre China y su impacto en las materias primas a nivel mundial, primero el PIB chino es del 13% mundial con el 20% de la población del planeta, pero en cuanto a consumo de materias primas su cuota de mercado es la siguiente: cemento 60%, aluminio 54%, níquel 50%, cobre 48%, acero 46%, oro 23%, uranio 13% y petróleo 12%. Los desequilibrios en algunos subsectores dentro de China son elevados, en cobre por ejemplo China extrae el 9% de la producción mundial de sus minas, tiene el 50% de la capacidad de fundición mundial y el 43% de la capacidad de refino!

Todo esto lleva a pensar que ya no es tan interesante comprar el “mercado” o “índice” de per se y hay que buscar gestores que sean capaces de seleccionar entre grano y paja. Estamos buscando a estos gestores.

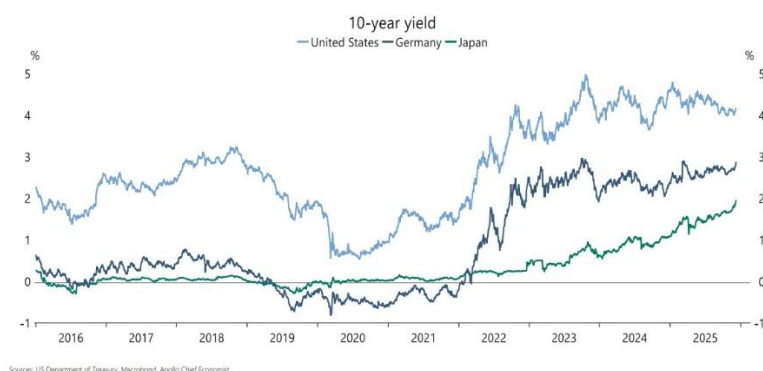
6. Perspectivas

Economía

Según la Fed (últimas reuniones FOMC), el mayor riesgo actual es de estanflación, sobre todo porque se ven señales de alza de la inflación y del paro en este país. Para luchar contra el desempleo es por lo que el presidente Trump está intentando forzar la máquina y obligar a la Fed a bajar tipos de interés (la Fed señala un recorte este año, pero los analistas apuestan más bien por 2 bajadas ya que el presidente de la Fed cambiará en mayo de este año por un perfil más “*dovish*”, el recién anunciado Kevin Marsh que es más cercano a los deseos de Trump).

Eso si la parte larga de la curva de tipos de interés está tensionándose más (ver gráfico debajo) en las 3 principales economías mundiales EEUU, Alemania (proxy para Europa) y Japón.

10-year government bond yields for the US, Germany and Japan



DISCLAIMER:

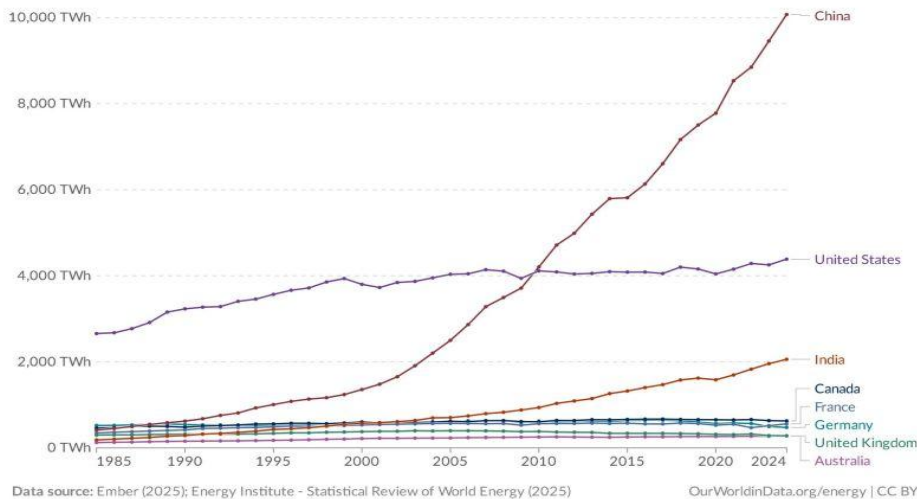
El fondo de pensiones Crianza de Valor FP se gestiona por Caser Pensiones EGFP y Ennos Value EAF solamente actúa como asesor de la gestora para este fondo de pensiones. Por ello, este documento tiene únicamente fines informativos y contiene explicaciones de porque Ennos Value EAF asesora a Crianza de 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.

Electricity generation

Our World in Data

Total electricity generated in each country or region, measured in terawatt-hours¹.



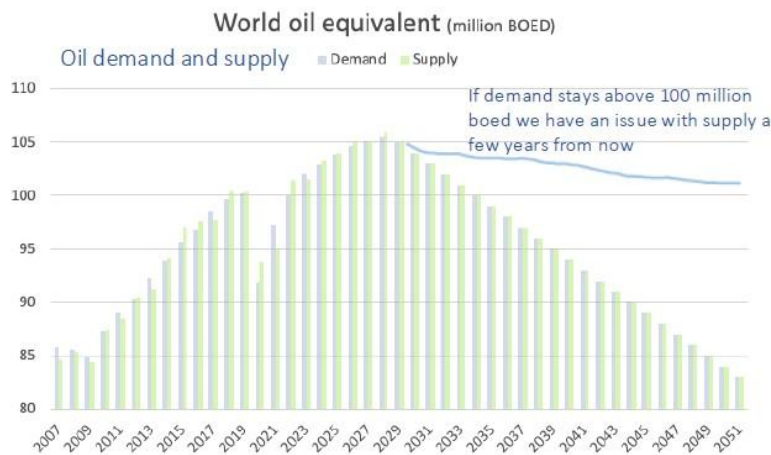
Data source: Ember (2025); Energy Institute - Statistical Review of World Energy (2025) OurWorldinData.org/energy | CC BY

1. Watt-hour A watt-hour is the energy one watt of power delivers for one hour. Since one watt equals one joule per second, a watt-hour equals 3600 joules of energy. Metric prefixes are used for multiples of the unit, usually: • kilowatt-hours (kWh), or a thousand watt-hours; • Megawatt-hours (MWh), or a million watt-hours; • Gigawatt-hours (GWh), or a billion watt-hours; • Terawatt-hours (TWh), or a trillion watt-hours.

El problema de las energías renovables es la poca intensidad energética de la que disponen, aparte de su intermitencia. También las energías renovables necesitan de muchas más materias primas que las energías fósiles, p.ej. una planta eólica usa 13x más minerales por MW instalado que una planta de gas, o p.ej. una planta de 1 MW solar necesita unas 5-6 toneladas de cobre.

En cuanto a fuentes existentes y no renovables, el petróleo (y sobre todo el gas) será clave para el crecimiento futuro y la producción está en pleno declive (ver el apartado de geopolítica posterior). Probablemente sólo el carbón pueda ser apartado de los mix energéticos occidentales (no en China o India).

Crianza de Valor FP tiene una exposición aproximada del 7% a energías fósiles a través de sus participadas.



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.

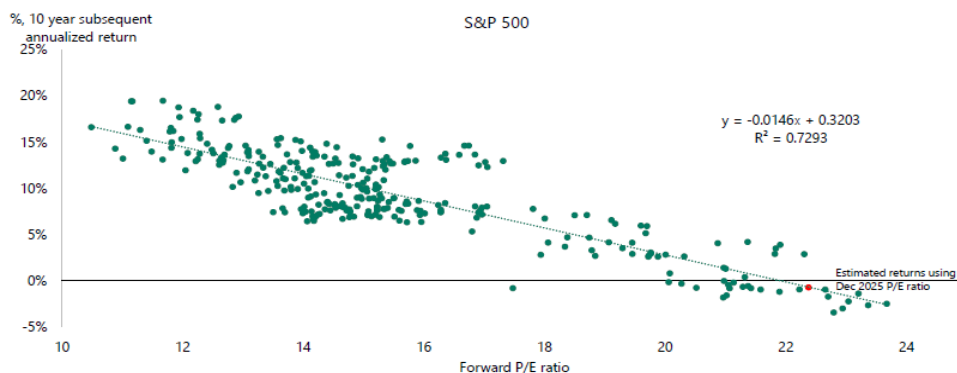
En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables,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

Mercados

Para el índice SP500 el PER esperado de 2026 es de 21.6x y para 2028 es de 17.6x (crecimiento de beneficios del 40.1% esperado para 2025-28). Para el índice Eurostoxx 600 el PER esperado 2026 es de 15.1x y para 2028 es de 12.3x (crecimiento de beneficios del 34.4% para el mismo período).

Desde hace 16 años que los “tomadores” de riesgo en Bolsas no se ven castigados seriamente cada vez que compran a la baja (*buying the dip*). ¡Eso significa que casi ningún inversor de 35 años o menos ha vivido una corrección significativa! La narrativa de mercado es que todas las malas noticias son buenas para la Bolsa ya que forzarán a la Fed a bajar los tipos de interés de corto plazo y eso apoya a las Bolsas en general en el corto plazo.

S&P 500 forward P/E ratio vs subsequent 10-year annualized returns



En 2021 se escribió un artículo interesante sobre la inelasticidad de los mercados “*in search of the origins of financial fluctuations: the inelastic markets hypothesis*” (link añadido). En teoría si movemos un euro de un Bono a Bolsa, no debería haber ningún problema al no afectar al valor intrínseco de ambos, pero la realidad es más bien que el dinero que entra en Bolsa multiplica su efecto por unas 5x de media (también vale para las ventas), lo que equivale a una elasticidad de 0.2x. La gestión pasiva aumenta esta distorsión de mercado ya que más de la mitad de los activos en Bolsa no tienen discreción sobre lo que compran ya que por definición replican un índice... lo que aumenta la inelasticidad y por tanto la ineficiencia del mercado.

Asset allocation

Seguimos con nuestra apuesta de mayor peso en Renta Variable Europea vs EEUU y además en Europa estamos más posicionados en small y mid caps por estar relativamente baratos relativamente a las grandes capitalizaciones.

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.

Small Caps Are Abnormally Cheap

European small caps relative P/E to larger peers is lower than during GFC



Otros: geopolítica

Estos días estamos viendo una nueva fase en la redefinición geoestratégica de EEUU, que después de buscar mejorar su posición mundial ejerciendo su poder económico vía aranceles (neomercantilismo), ahora parece que por fin hacen algo que yo llevo un par de décadas sin entender porque no se ha hecho antes: arreglar el patio trasero de casa.

Rusia lleva muchos años a través de su proxy Cuba influyendo en toda Latinoamérica y en los últimos años China se unió a la fiesta. El continente sudamericano está lleno de recursos naturales, desde petróleo (Venezuela tiene teóricamente más reservas que Arabia Saudí, aunque eso sí, de petróleo muy pesado y de difícil extracción), minerales básicos y minerales raros... todo esto necesario para luchar por la hegemonía con China (si vemos el gráfico siguiente, China despacito va asegurándose recursos en gran parte del mundo vía acuerdos comerciales, el ejemplo es sobre África).

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.

