

INFORME DE GESTION 1º TRIMESTRE 2026

CRIANZA DE VALOR PP

Show me the incentives and I will show you the outcome.

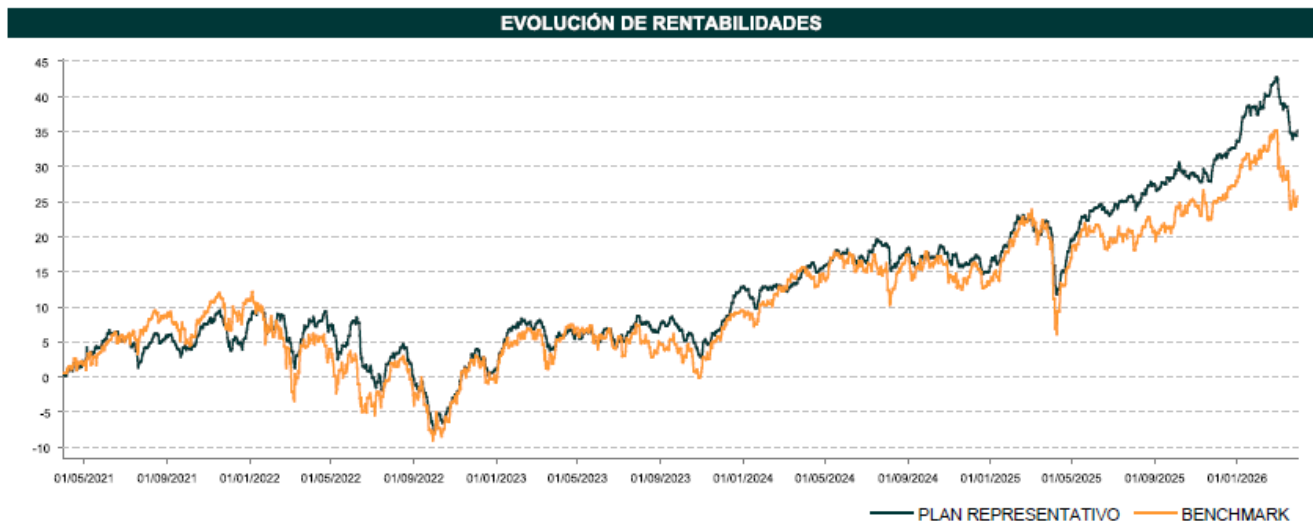
Charlie Munger, 1995

If I had more time, I would have written you a shorter letter

Blaise Pascal

1. Resumen ejecutivo

Durante el primer trimestre de este año el valor liquidativo de nuestro fondo de pensiones ha aumentado un 1.1%. 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 caído un 1.6% en el trimestre.



En este trimestre Crianza de Valor ha vuelto a mostrar una volatilidad sensiblemente menor a la de su *benchmark*, con un 7.1% vs un 12.3% como pueden ver en la tabla siguiente.

DISCLAIMER:

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

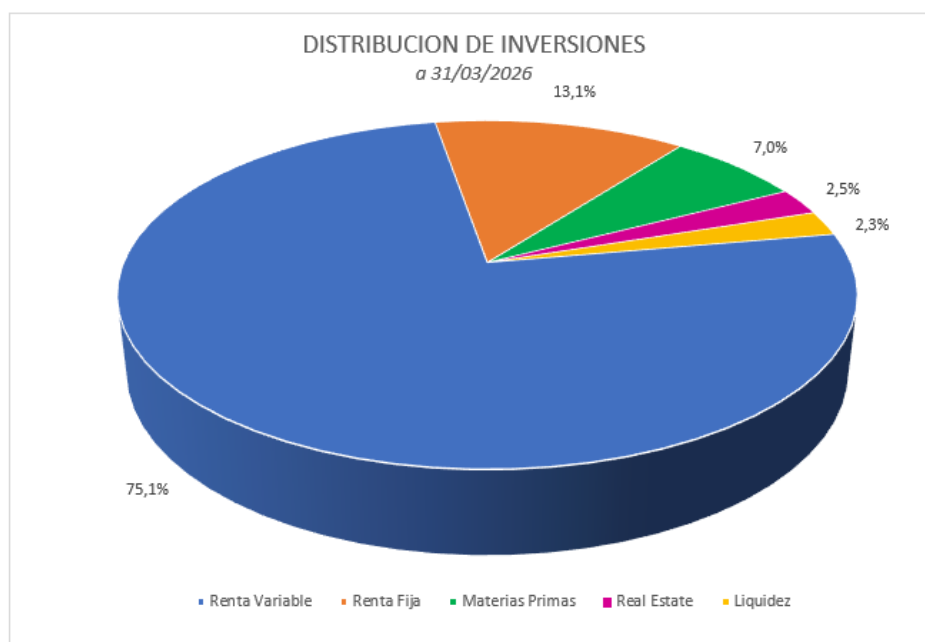
En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables,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

ANÁLISIS RENTABILIDAD - VOLATILIDAD

	1 MES	3 MESES	6 MESES	1 AÑO	YTD	2 AÑOS	3 AÑOS	5 AÑOS
Rentabilidad								
PLAN REPRESENTATIVO	-5,31%	1,08%	4,86%	11,53%	1,08%	17,48%	27,76%	35,13%
BENCHMARK	-6,94%	-1,63%	3,06%	6,33%	-1,63%	8,74%	19,36%	25,73%
Volatilidad								
PLAN REPRESENTATIVO	7,55%	7,16%	6,18%	6,91%	7,16%	6,13%	5,75%	6,82%
BENCHMARK	17,32%	12,33%	10,43%	12,43%	12,33%	11,07%	10,21%	11,83%
Ratio de Sharpe								
PLAN REPRESENTATIVO	-6,51	0,54	1,52	1,58	0,54	1,26	1,36	0,81
BENCHMARK	-3,40	-0,58	0,54	0,46	-0,58	0,33	0,53	0,34

Plan Representativo: CRIANZA DE VALOR, PP

La composición de la cartera al final del período era como sigue: Renta Variable un 75%, Renta Fija un 13%, Materias Primas un 7%, Real Estate cotizado un 2.5% y Liquidez un 2.3%. *Una pequeña aclaración, las Materias Primas y el Real Estate se invierten a través de empresas cotizadas en Bolsa, por tanto, la exposición real a Renta Variable es del 85%.*



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 10.6x (un 43% más barato que su categoría), a un P/Valor Contable de 1.2x (un 69% más barato), a P/Cash Flow de 5.7x (un 50% más barato) y con una rentabilidad por dividendo del 2.6% (un 75% superior a la categoría). Con esta cartera conseguimos un crecimiento futuro de beneficios a largo plazo del 9.55% que es un 14% menor 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:

	performance
	1ºT
Franco Nevada	21,1%
Cinvest Nogal	9,6%
Muza Sicav	8,8%
Lift RV Mixta	1,8%
GAM Cat Bond	1,2%
Abaco RV Global	0,9%
Crianza de Valor FP	0,5%
Pareto Nordic CC	0,4%
EDM Renta	0,4%
BB Biotech	-0,1%
BH Deuda	-0,3%
Palm Harbour	-0,5%
AQR Sust Premia	-1,0%
Myinvestor Value	-3,2%
Equam Incometric	-4,2%
Berkshire B	-4,7%
DPAM RE	-4,9%
Fairfax India	-7,2%
Aurora UK Alpha	-15,1%

3. Comentario trimestral sobre los valores de la cartera

3.1 El campeón del trimestre ha sido Franco Nevada que ha sumado un 21.1%. El apalancamiento operativo sobre la evolución del precio del oro y otras materias primas ha sido clave (la empresa la estima en 1.1x la evolución del precio del oro), el 85% de su cartera viene de metales preciosos (sin tener en cuenta la posible reentrada de Cobre Panamá en producción en los próximos trimestres). Ha pagado un dividendo trimestral del 0.13% sobre el valor de mercado.

El año pasado empezó a funcionar la mina Valentine Gold y se añadieron operaciones nuevas llamadas Côte Gold, i-80, Porcupine y Casa Berardi. En los próximos años se está expandiendo capacidad en Island Gold, Magino, Vale, Detour Lake, Candelaria, Antapaccay, Antamina y Marigold. También se está terminando de construir Calcatreu, Eskay Creek y Stibnite Gold. A eso hay que restar la tasa de agotamiento de las minas actuales.

3.2 La medalla de plata fue para Cinvest Nogal que aumentó un 9.6%. Los mejores valores han sido Saturn Oil&Gas, Tullow Oil, Cheniere Energy, Diversified Energy y BW Offshore; mientras los peores fueron Contango Ore, Renault, Biesse, TUI y Takkt. En cuanto a actividad han comprado Navigator, BW Energy, TUI y Thyssen Krupp; estas se han financiado con ventas de D'Amico Shipping, Saturn, Cheniere Energy y BW Offshore.

3.3 El tercer mejor valor fue la sicav de La Muza con un aumento del 8.8%. Las mejores posiciones han sido IPCO, Repsol, Rovi, Zegona y Elecnor; los peores Atalaya Mining, Tubacex, Mercedes Benz, Cie Automotive e Indra. En cuanto a la cartera han comprado Rovi, Qualitas Aseguradora y han entrado en New Princes; esto se ha financiado con ventas en Atalaya Mining, Tubacex, Arcelor, Repsol e IPCO. Aparte de esto siguen manteniendo una cobertura del 30% de la cartera.

Hacen un análisis interesante sobre el comportamiento de los mercados ante *shocks* de energía como el que vemos ahora. En una primera fase, el sector de oil&gas lo hace mejor que otros (se beneficia de las subidas de la materia prima); en una segunda fase si los precios energéticos se mantienen altos como para comprometer

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 crecimiento económico global, el sector oil&gas se comporta ligeramente mejor que el resto de sectores (ligeramente defensivo) cíclicos, o sea, cae menos.

3.4 Cuarto en la general se ha situado Lift RV Mixta añadiendo un 1.8%. Los mejores valores fueron Teraact, Occidental Petroleum, S4Capital, Newmont Mining y Bayer AG; los peores Nomad Foods, Inversa Prime Socimi, Teleperformance, Serabi Gold y Vetoquinol. En cuanto a actividad han aumentado posiciones en empresas con mayor visibilidad de resultados, perfil defensivo y alta predictibilidad de flujos de caja como son FIPP, Inversa Prime (descuento excesivo) y Nomad Foods.

3.5 GAM Star Cat Bonds se estrena en el ranking con un 5º puesto sumando un 1.2% (se ha redenominado GAM Swiss Re Cat Bonds). En enero la tormenta Fern trajo temperaturas extremadamente bajas en gran parte de EEUU, hay daños que se quedarán acumulados para eventos futuros del año, pero por ahora no hay impacto en el mercado ni en el fondo.

Los gestores están aprovechando la gran cantidad de emisiones de bonos en el segmento para comprar y diversificar su cartera de inversión.

3.6 Le sigue Abaco Global Value Opportunities que aportó un 0.9%. Los mejores valores fueron IPCO, Occidental Petroleum, Valaris y W&T Offshore; las peores Vistry, Barratt, Berkeley y Burford Capital. Ha sido un trimestre activo por el conflicto en Iran, han vendido Valaris y Tidewater que habían ido muy bien, vendieron Acerinox, Befesa y Palfinger para reducir exposición al sector industrial europeo y también vendieron la mayoría de las posiciones en Turquía y Egipto que se mantuvieron bastante bien al principio del conflicto. A cambio de ello han comprado Shamaran Petroleum, BW Energy, Golar, Montage Gold y Atalaya Mining; también han subido peso en Arcos Dorados, Vistry y en Nobia.

3.7 Pareto Nordic Cross Credit aportó un 0.4%. Los mejores valores del trimestre fueron Viaplay floating, Grondtvedt 26/29, Ellos Holding y Norske Skog floating; los peores Grondtvedt 24/27, Arion Bank perpetual y Swedavia perpetual. No han hecho muchos cambios en la cartera, ha subido ligeramente el peso de bonos corporativos del 52.5% al 53.7%. El *yield-to-maturity* está en el 3.85%.

3.8 EDM Renta empata con el anterior y un +0.4%. Sin grandes novedades en el trimestre ya que la cartera es principalmente de pagarés a muy corto plazo.

3.9 BB Biotech que casi empata (-0.1%). Durante el trimestre ha pagado un dividendo equivalente al 2.7% del valor de la inversión a precios de mercado. En 2025 el NAV aumentó un 26.5% en francos suizos, han aumentado la propuesta de dividendo en un 25%. El sector pinta cada vez mejor, las grandes farmacéuticas se encuentran con expiraciones de patentes, *patent cliff*, por 200mil millones de dólares hasta 2030, y las biotecnológicas son la solución a esa falta de *pipeline*, especialmente aquellas en las que está invertida BB Biotech (mid caps en fases avanzadas de investigación, bastantes resultados comerciales y regulatorios para este año)

Como ejemplo aparte de las 2 compañías compradas por farmacéuticas poco después de entrar en cartera (Avidity por Novartis y Amicus por BioMarin), Revolution Medicines está a punto de revelar los datos de fase 3 para un bloqueador de la proteína KRAS mutante, que tiene aplicaciones en tumores sólidos (muy difíciles de tratar actualmente) incluyendo cáncer de páncreas y de pulmón. Otras compañías con resultados esperados son Wave Life Sciences, Ionis Pharma.

Adicionalmente la compañía tiene autorización para recomprar hasta el 10% de sus acciones durante los próximos 3 años.

3.10 BH Deuda se depreció ligeramente, un 0.3%. Los mejores valores fueron Renault 2029 floating, Santander 2038 floating y Carrefour 2028; los peores Rumanía 2028, Athene 2028 e Italia 2029. Este trimestre los gestores

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.

han aumentado el peso en bonos con cupón flotante hasta el 20% de la cartera para reducir riesgo, a la vez la duración de la cartera se ha reducido de 2.2 años a 1.7 años.

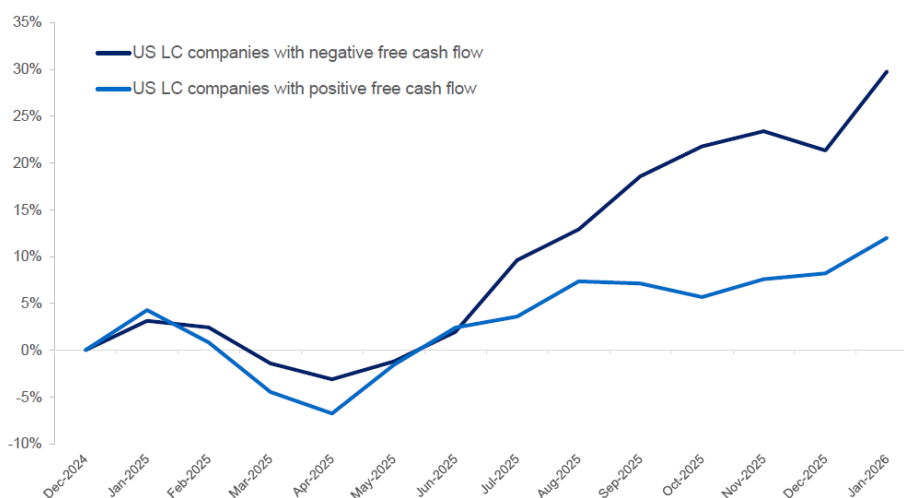
El mercado de renta fija ha tenido en el mes de marzo la mayor caída desde el 2022, afectando proporcionalmente más a los bonos a corto, ya que la previsible subida de la inflación y recorte del crecimiento ha provocado un fuerte aumento de los tipos a corto y medio plazo y un menor aumento en los tipos a largo plazo, por lo que se ha producido un aplanamiento de la curva, aunque no se ha llegado a producir una inversión de la curva de tipos, lo que indicaría que el mercado descuenta una recesión económica. Lo bueno es que la *average yield* de la cartera ha aumentado hasta casi el 4%.

3.11 Palm Harbour Capital bajó un 0.5% en el período. Los mejores valores fueron Vitzrocell (fabricante de baterías de litio surcoreano), Var Energi y Danieli Risparmio; los peores valores tuvieron como protagonistas a Ibstock (productor de ladrillos inglés), Esprinet y Converge.

3.12 AQR Sustainable Premia cayó un 1.0% en el trimestre. Como siempre nos comentan como se comportaron los 3 estilos en los que invierten: el estilo *value* fue el que más contribuyó durante el trimestre, el segmento *momentum* aportó ligeramente y lo que restó fue el sesgo *defensive* debido a que las empresas de mayor calidad fueron algo más flojas.

Vuelven a insistir en que estamos viviendo un período de *junk rally* (subida de empresas de menor calidad) que por definición siempre es finito, quizás tenga algo que ver con la mayor participación de inversores minoristas (en el gráfico que sigue vemos como se los valores con Free Cash Flow negativo, que son un 10% del total, están subiendo más que los demás).

Cumulative Average Performance of Stocks With Positive vs. Negative Free Cash Flow
December 31, 2024 – January 29, 2026



3.13 Myinvestor Value se ha dejado un 3.2%. Los mejores valores fueron Verbio, Vallourec y SBO; los peores Easyjet, Reply y Syensqo. En cuanto a movimientos han vendido Bekaert, Fugro, K+S, Sorigin, SBO, Vallourec, Vesuvius, Verbio, BIC y Metsa Board; con el efectivo han entrado en Billerud, DeLonghi, Duerr, Electrolux, Interpump y Jungheinrich entre otros.

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 Equam Incometric cayó un 4.2% básicamente por la debilidad del sector industrial sobre todo europeo, la debilidad del sector automoción y además la situación económica en Reino Unido. Los mejores valores fueron TGS Nopec, KLX Energy Services y Expro, los peores Verisure, Takkt y DFS Furniture.

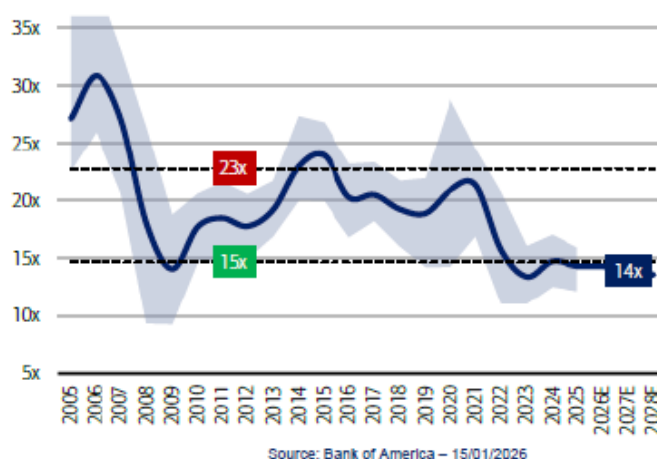
Han dado entrada a 3 nuevas compañías en la cartera: Edenred (líder mundial en servicios de fidelización de empleados como cheques restaurante), DCC plc (distribucion y venta de combustibles y gases licuados) y Verisure (la antigua Securitas Direct).

3.15 Berkshire Hathaway restó un 4.7%. Berkshire ha conseguido paralizar por ahora la separación de Kraft Heinz a la que se oponían. En el exterior han firmado un acuerdo con Tokio Marine Holdings que incluye la compra del 2.5% de la empresa japonesa por 1800 millones de dólares. También hemos sabido que Apple ha logrado conquistar un 20% de cuota mundial de *smartphones* en 2025.

Han cobrado los siguientes dividendos relevantes durante el trimestre: 231 millones de USD de Chevron, 230mn de Occidental Petroleum, 145mn de Bank of America, 130mn Kraft Heinz, 124mn de American Express y 62mn de Apple. Por otro lado, Berkshire ha reiniciado la recompra de acciones propias a 1.45x Price/book value.

3.16 El siguiente en el ranking ha sido DPAM Real Estate con una caída del 4.9% por tener una duración de activos muy larga (la mayor de la cartera) y no le sentó muy bien las turbulencias financiero-económicas durante este trimestre. Las participadas por el fondo de media siguen haciendo crecer su NAV (valor neto de activos) al 4-5% esperado. No ha habido grandes cambios en las participadas en cartera.

Annual average, peak and trough P/E ratio of European listed real estate



3.17 Fairfax India restó un 7.2%. Durante el trimestre sólo han publicado los resultados de 2025, el beneficio neto fue de 410 millones de dólares (3.05 dólares por acción) vs las pérdidas del año anterior, el valor en libras aumentó un 9.4%. Aparte del movimiento en Bolsa de las acciones cotizadas, han entrado dividendos de Seven Islands (34,4 millones) y Jaynix (8.1 millones) aparte de intereses de bonos de la India (6 millones). Han seguido recomprando acciones en la compañía durante todo el año, que ha terminado con 134,7 millones de acciones en circulación.

3.18 Aurora UK Alpha se dejó un 15.1%. El mejor valor ha sido la cartera europea (Huginn Fund) mientras los peores valores fueron Barratt Redrow, Ryanair y Burberry. Han bajado el peso en Lloyds Bank para aumentarlo en Barratt Redrow por los movimientos relativos (Barrat ya es la 2ª mayor posición de Phoenix), ya que Lloyds cotiza a 2 veces valor en libras mientras Barrat a 0.6x incluyendo la caja que tiene.

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 Ninguna

6. Perspectivas

Lo primero es recomendarles un texto de Stephen Miran de 2024 que habla de la reestructuración del Sistema Global de Comercio y que la Administración Trump parece estar siguiendo al menos en parte: https://www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf. Es interesante para poner en contexto las razones del cambio económico de Trump y su administración desde el inicio de su mandato.

Economía

A pesar del shock de oferta en el sector del petróleo, vamos a intentar mirar más a largo plazo para situarnos aproximadamente donde estamos y que es lo que habría que esperar a largo plazo. Vemos 2 períodos: a) 1960-1990 y el segundo b) 1990-2020

En el primer período tuvimos un crecimiento en EEUU bastante importante con el PIB real creciendo al 3.2% por un fuerte crecimiento de productividad (+2.1% anual); pero esta productividad no llegó casi a los beneficios empresariales (shocks de petróleo que resuenan actualmente otra vez, sindicatos potentes, inflación alta y tipos de interés a 10 años altos que subieron de 1962 del 4% al 12% en 1980 y alcanzaron un pico del 15% en 1981, después empezaron a bajar despacio hasta el 8.5% en 1990). El crecimiento real de beneficios empresariales fue básicamente nulo. Las ganancias para los inversores vinieron de la rentabilidad por dividendos que fue del 3.5% anual.

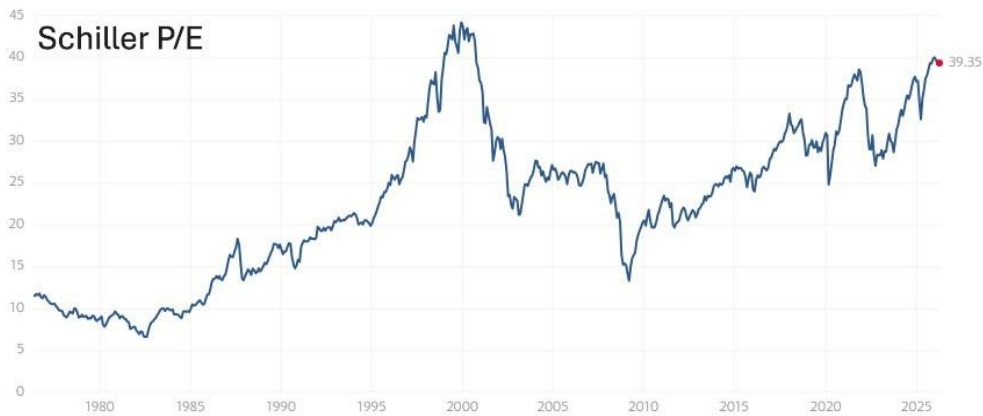
El segundo período de 3 décadas desde 1990 tuvimos un crecimiento del PIB real menor (2.6%) con productividades creciendo algo menos del 2% anual. Los tipos de interés fueron bajando consistentemente hasta el mínimo histórico de 2020 con el covid (llegaron al 0.9% y en muchos países europeos fueron negativos). Lo que si ha pasado es que los márgenes empresariales se dispararon del 5.5% al 13.5% (globalización, menores impuestos, nuevos negocios *asset light* como software y plataformas). Los dividendos cayeron al 1.9% anual pero el ratio PE Schiller subió desde 17x a más de 30x (ver gráfico inferior).

Ahora estamos en un momento complejo visto desde este prisma. Lo primero el ratio PE Schiller sigue desorbitado a 39x (por tanto, como punto de partida, los mercados se compran “caros” de entrada). Los tipos de interés han vuelto a subir hacia el 4-5% en respuesta a mayores tensiones inflacionistas; estamos en procesos claros de des globalización y también tenemos un shock petrolífero (y de materias primas selectas como las “tierras raras” necesarias para las economías digitales). Lo que tendremos que seguir es la evolución de la inflación y de la deuda pública (disparada), la productividad de la economía digital (¿nos salvará la Inteligencia Artificial?), los impuestos (supongo que todo el mundo sabe que hay que reparar las deudas), los beneficios empresariales y los dividendos.

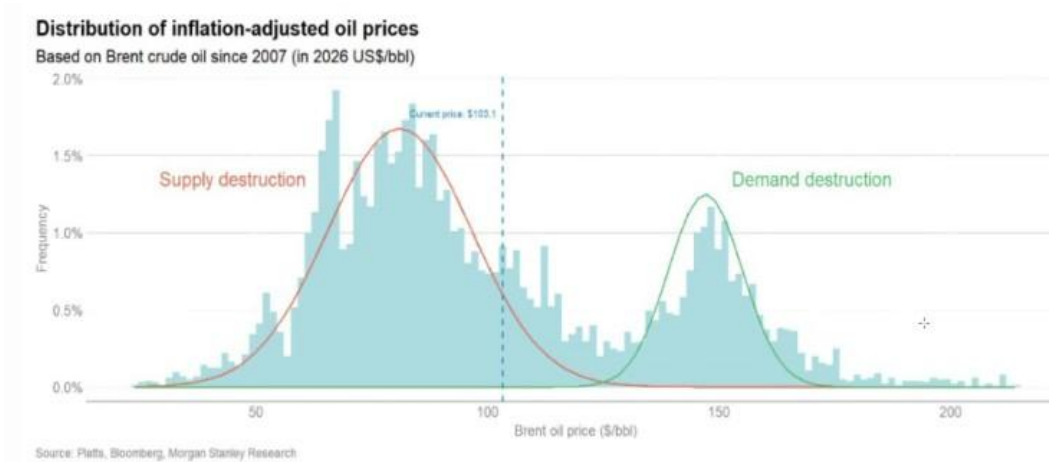
DISCLAIMER:

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.



Respecto del shock de petróleo, estamos en una situación interesante (ver el gráfico inferior), si los precios del petróleo se mantienen consistentemente altos en el entorno de los 150 dólares por barril (los precios de los futuros del Brent están lejos, pero los precios para entrega de producto físico en Oriente Medio SI está a esos niveles), entraremos en una fase de recesión mundial (destrucción de demanda) hasta que los precios se puedan equilibrar...por otro lado si los precios del crudo bajasen mucho, habría menos incentivos a producir en los pozos con costes de extracción más altos (destrucción de oferta).



Otra novedad interesante es la siguiente, es la primera ocasión en décadas en las que el bono japonés a largo plazo (40 años) ha subido su rentabilidad con fuerza (el precio ha caído) y se acerca al 4.2%, cada vez más cerca del bono a 30 años de EEUU (4.9%), lo que puede dar lugar a fuertes movimientos de activos en las partes largas de las curvas de tipos por parte de Japón, el mayor tenedor de deuda de EEUU del mundo.

Mercados

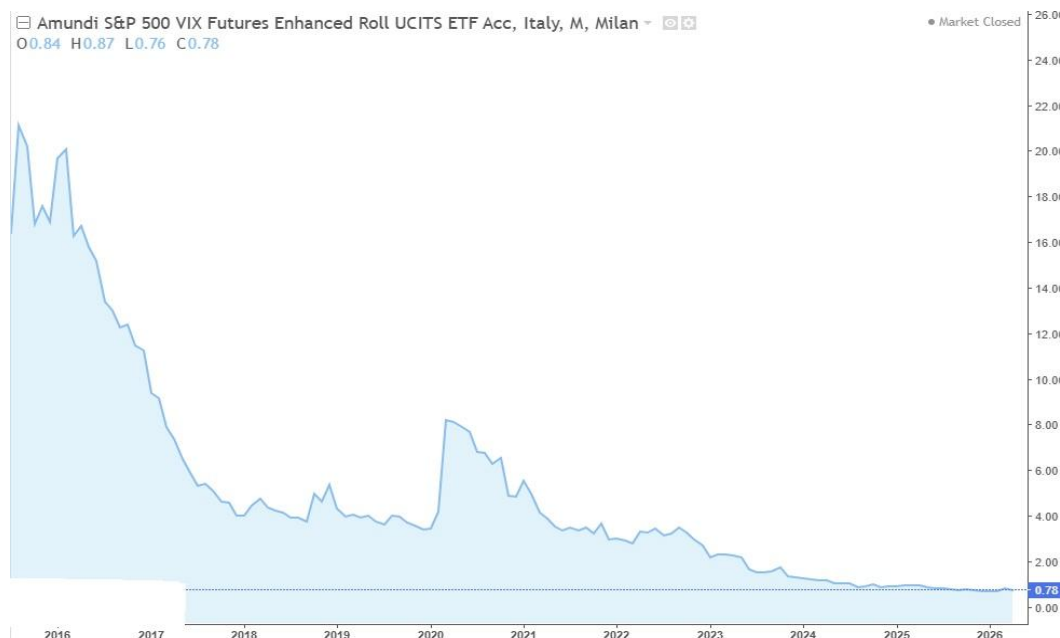
Para el índice SP500 el PER esperado de 2026 es de 20.4x, para 2028 es de 16.2x (crecimiento de beneficios del 26% esperado para 2025-28) y para 2030 es de 13.9x (crecimiento beneficios del 47%). Para el índice Eurostoxx 600 el PER esperado 2026 es de 15.1x, para 2028 es de 12.3x (crecimiento de beneficios del 23% para el mismo período) y para 2030 se esperan 10.6x (crecimiento del 43%).

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 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.

Durante los años pasados hemos visto a muchos operadores ganando “dinero fácil” con *levered short-volatility trades* (operaciones de venta apalancada de volatilidad, cobrando primas a cambio). Estas estrategias funcionaban siempre que el futuro no sea muy diferente del pasado y del presente (son estrategias *momentum*). Estas operaciones todavía se hacen en gran cantidad y es lo que explica la razón de que los mercados no han caído más con el cierre del Estrecho de Hormuz (especialmente el mercado EEUU que tiene mayor porcentaje de este tipo de operaciones), en el gráfico inferior vemos que la volatilidad ponderada a muy corto y a medio plazo medido por este ETF no ha hecho más que caer desde el año 2016.



Asset allocation

Por todo lo descrito anteriormente sigo pensando que para las próximas décadas hay que estar invertido preferentemente en Bolsa (para poder superar a la inflación), sobre todo en mercados más baratos como Europa, con estrategias *value* que permitirán batir a los índices en general y también centrados en empresas de nicho como suelen ser las *small-mid caps*. Añadiendo a esto puntualmente habrá estrategias tácticas de Renta Fija y Materias Primas que permitan reducir la volatilidad de la cartera y darnos algunos puntos más de rentabilidad.

Geopolítica

Mi lectura del ataque de EEUU a Irán después de la intervención en Venezuela es doble: primero que el Estrecho de Hormuz es probablemente el punto más crítico a nivel mundial para el flujo de petróleo, derivados y otros elementos críticos para el crecimiento global (como si fuese la arteria aorta del cuerpo humano), si el régimen teocrático iraní hubiese sido capaz de tener un arma nuclear podría haber chantajeado al mundo entero (ahora que no tienen más que unos pocos misiles y minas han paralizado el paso de unos 20 millones de barriles de petróleo diario, imagínese con armas atómicas). Hay algunas formas de parcialmente compensar el problema (Arabia Saudí tiene cierta capacidad de aumentar las exportaciones de petróleo a través de sus oleoductos que dan al mar Rojo, pero eso compensa un millón de barriles diarios; Irak ha recommenzado a exportar petróleo kurdo a través de Turquía, eso añade como mucho otro millón de barriles diarios... eso nos da un 10% de lo recortado). A bastante corto plazo veremos más inversiones en oleoductos y gaseoductos que saquen producto por fuera del

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.

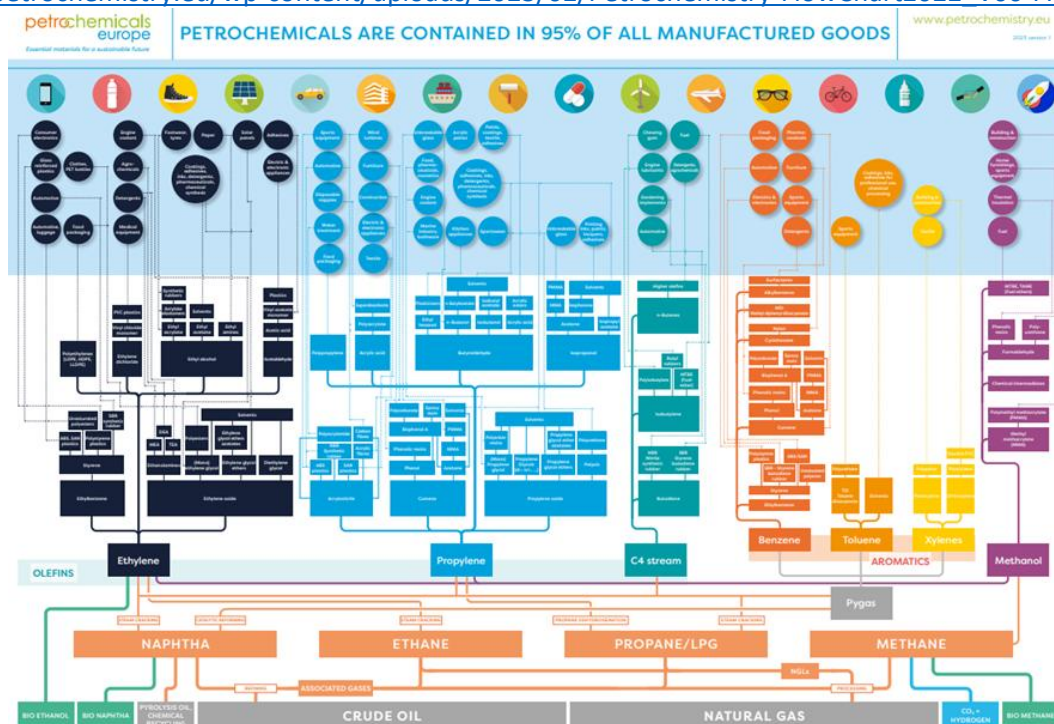
En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables,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

Estrecho, eso sí, tardarán años en estar operativos. Además, hay otras materias primas muy relevantes que cruzan el Estrecho diariamente, entre ellos el Helio (gas necesario para enfriar los procesos productivos de microchips) del cual Qatar produce un tercio a nivel mundial (tiene el mayor depósito de helio recuperable del mundo que se extrae junto con el gas natural) y finalmente también fluyen fertilizantes necesarios para la agricultura.

La segunda lectura es que EEUU está intentando volver a controlar dos de los mayores mercados con reservas de petróleo que hasta hace poco iban a China entre otros (Venezuela e Irán). El gran problema para los próximos años, según la AIE (Agencia Internacional de la Energía) es que la demanda de petróleo y derivados seguirá fuerte durante bastantes más años de lo esperado y que los campos existentes tienen una tasa de declino cercana al 8% (que se reduce al 5.9% por mejoras tecnológicas p.ej. *infill* o *secondary recovery*). Además, entre el año 2000 y el 2010 se descubrieron unos 30mil millones de barriles de petróleo por año mientras que desde 2020 a hoy sólo se han descubierto 7mil millones (la demanda anual global es de 35mil millones de barriles antes de la IA). Quizás de ahí venga la prisa de EEUU en conseguir una paz entre Rusia y Ucrania, que por la cabezonería rusa no termina de fraguarse.

Dejo un gráfico de la importancia de las sustancias petroquímicas en los productos en la actualidad, también pueden verlo en la página web correspondiente que sigue:

https://www.petrochemistry.eu/wp-content/uploads/2023/02/Petrochemistry-FlowChart2022_V06-FINAL.pdf



Lo más importante ahora mismo ya no es el cese de las hostilidades en sí, sino como se estructurará el equilibrio en la zona para las próximas décadas. ¿Perderá influencia el régimen teocrático y por tanto Rusia y China en la zona? ¿Tendremos por fin paz en Oriente Medio si al final cambia el régimen?

En mi punto de vista cuando se alcance un alto el fuego y vuelvan a transitar los petroleros y metaneros desde el Golfo Pérsico, los productores mundiales necesitarán de tres a seis meses para reponer inventarios. Por tanto, el shock inflacionista durará al menos 6 meses desde la reapertura REAL del Estrecho. Agárrense que vienen curvas.

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.

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.