

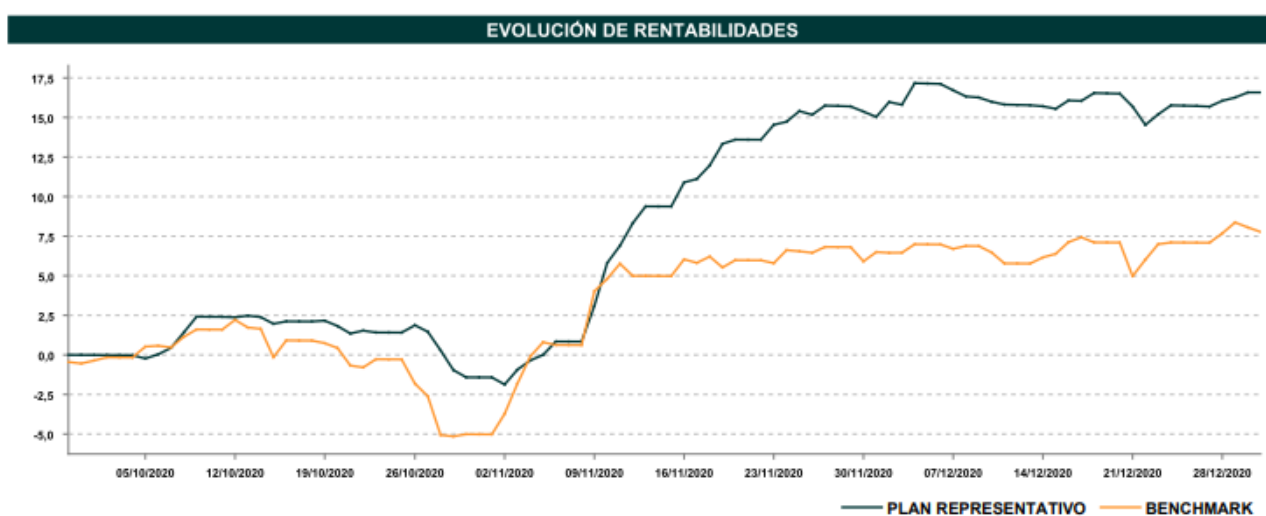
INFORME DE GESTION 4º TRIMESTRE 2020

CRIANZA DE VALOR PP

1. Resumen ejecutivo

El fondo se lanzó oficialmente el 28 de septiembre de 2020, pero sólo a principios de octubre se pudo invertir en los distintos activos seleccionados (desglosados en la carta de introducción, que se puede leer en nuestro blog www.value-spain.com/blog/). Por ello este informe trimestral también es nuestro informe anual.

El valor liquidativo del fondo ha subido un 16.6% en el trimestre. Aunque no nos comparamos 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, se podría tomar una referencia que es la mezcla de un 85% del Eurostoxx 600 y un 15% del EONIA (ver gráfico adjunto).



La composición de la cartera al final del período era como sigue: Renta Variable casi un 80%, Renta Fija un 13%, Materias Primas un 1% y Liquidez un 5%; la liquidez ha sido mayor de lo esperado por entradas de nuevos partícipes a última hora aprovechando que era el último año para aportar hasta 8000 euros a los planes de pensiones.

Inversiones a 31/12/2020

	Descripción
	Liquidez
	Materias Primas
	Renta Fija
	Renta Variable

Mostrar 1 de 1 500



2. Evolución de la cartera de inversión

El valor de nuestra cartera ha crecido un 16.6% en el trimestre, el hecho más destacado del período ha sido cuando los productores de vacunas Pfizer-BioNtech y Moderna han anunciado la tasa de efectividad de sus vacunas (situándose por encima del 95% en ambos casos). Eso ha provocado que el mercado, que estaba muy sobreponderado de los valores que se beneficiaban del Covid (tecnología, teletrabajo, salud) y muy infra ponderado en valores cíclicos, volviese a centrarse más en los valores que se habían quedado atrás y rebalancearon las carteras. Sigo pensando que, aunque con cierta volatilidad futura, las vacunaciones seguirán adelante y ayudarán a que las economías mundiales en general (con España en el furgón de cola) se vayan normalizando durante el segundo semestre de este año. Si vemos que el coste de tomar coberturas de la cartera baja, iremos tomando coberturas ante posibles imprevistos. Los valores de la cartera han rendido como sigue:

<i>Aurora Investment Trust:</i>	+38.2%
<i>Fairfax India:</i>	+33.2%
<i>La Muza sicav:</i>	+30.5%
<i>Abaco Global Opportunities:</i>	+24.1%
<i>Palm Harbour Capital:</i>	+22.6%
<i>Equam Incometric:</i>	+18.3%
<i>Protea Nao Sust. AM:</i>	+14.7%
<i>Trea RV Europea:</i>	+14.5%
<i>Buy&Hold Deuda:</i>	+6.2%
<i>Lift RVMixta:</i>	+2.0%
<i>BB Biotech:</i>	+0.3%
<i>ETF physical gold:</i>	-5.7%

3. Comentario sobre los valores de la cartera

3.1 El mejor valor de la cartera ha sido Aurora Investment Trust que ha tenido que hacer frente a los estragos económicos de la pandemia y adicionalmente a las exigencias del Brexit. El valor ha subido un 38.2% en el trimestre y hemos tenido que reducir algo su posición para ceñirnos al límite legal de inversión del 10% de nuestra cartera. Gary Channon y su equipo nos siguen pareciendo unos gestores excepcionales y seguiremos invertidos con ellos durante mucho tiempo si nada cambia. En cuanto a su cartera los mejores valores han sido Hornby y Ryanair, mientras los peores han sido Lloyds Bank y Easyjet, no han rotado la cartera porque no han encontrado acciones que conociesen lo suficientemente bien y que tuviesen un binomio riesgo/beneficio mejor que los valores que tenían en su cartera. El equipo de Gary prevé que una vez que las vacunaciones a nivel mundial hayan pasado su cénit, los efectos de los estímulos económicos van a tener un impacto muy positivo, especialmente en el mercado británico al desaparecer la incertidumbre del Brexit.

Respecto a la temática ESG están incorporando un marco estructurado en su proceso de inversión, sobre todo lo que quieren es poner en contacto a las empresas que tienen en cartera con sus inversores más activos en cuanto a esta temática y por tanto facilitar las mejoras a todos los niveles.

3.2 Fairfax India Holdings, el segundo mejor valor de la cartera ha subido un 33.2% medido en Euros. No ha tenido grandes noticias durante el trimestre y a finales del tercer trimestre tenían 185 millones de dólares EEUU en liquidez para potenciales compras o inversiones. Realmente lo que ha impulsado la acción ha sido el anuncio de las vacunas, India está siendo muy castigada por el Covid y los avances en cuanto a vacunación y ver la "luz al final del túnel" ha supuesto volver a mejorar las expectativas de crecimiento de la economía del país. Mantenemos la confianza en el equipo y la capacidad de Prem Watsa para rentabilizar su exposición a la India.

3.3 La Muza Sicav, ha sido el tercer mejor componente de la cartera con una revalorización del 30.5% en el trimestre. Las mayores contribuciones a la rentabilidad del trimestre han sido Repsol (en parte vía acciones y en parte vía opciones), Qualitas, Atalaya Mining y Sacyr, mientras que los detractores han sido Navigator, Iberpapel y Danieli. Han aumentado algo su exposición a Repsol, Maire Tecnimont, Ence y Almirall mientras

que han vendido Grupo México, TCM y Barco; reduciendo además Bankiter, Rovi, Qualitas y Meliá. Para este año esperan que, a partir de verano, cuando la campaña de vacunación haya llegado a una mayor parte de la población y con los programas de estímulo en EEUU y en Europa, deberíamos ver una normalización de la economía y de la confianza de los consumidores. La lección más importante que han aprendido es que hay que hacer bien los deberes siempre para cuando se producen eventos inesperados, si hemos hecho bien los deberes y con suficiente paciencia, cosecharemos buenos resultados en el largo plazo. Sigue viendo potencial en el espectro de *value* respecto del *growth*. Nos gusta mucho esta gestora y seguiremos invertidos con ellos.

3.4 Abaco Global Opportunities, con un desempeño de +24.1% en el trimestre se ha visto beneficiado por un primer movimiento de rotación de los mercados de áreas defensivas a áreas más cíclicas de la economía. Los mejores valores han sido Lloyds Bank y Gestamp, mientras los peores han sido Teekay Corp y Compañía de Minas Buenaventura. Este trimestre se ha aprovechado para incorporar a Grifols y a Ferrovial en sus carteras y reforzar empresas que ya tenían en cartera como Prosegur, Galp, LSL o Ibersol.

Su visión es similar a la que tenían el año pasado, la llegada (gradual) de las vacunas, la reducción de las incertidumbres por el Brexit y las elecciones americanas, deberían hacer que las economías mundiales se recuperen para el segundo semestre del año. Por ello su cartera cíclica, pero de alta calidad debería verse bien recompensada. Para ellos la incertidumbre actual se combate centrándose mucho en cada una de las empresas, sus perspectivas y como se podrían ver afectadas con diferentes escenarios. Creemos que es una gestora muy interesante para tener en cartera con el objetivo de tener exposición a una recuperación cíclica.

3.5 Palm Harbour Capital también ha tenido un trimestre muy positivo (+22.6%) terminando el año casi en positivo, sus mejores posiciones han sido RHI Magnesita (el mercado de acero ha recuperado con fuerza y la compañía ha reiniciado los pagos de dividendos), Befesa MA (mejoras importantes en el tratamiento de residuos del zinc) mientras que la peor posición ha sido Bayer (profit warning justo después de los resultados del tercer trimestre).

Este año tan complejo les ha hecho enfatizar más todavía la importancia del análisis fundamental, que invertir en compañías de gran calidad con una posición competitiva robusta es mejor que intentar adivinar el futuro, ya que es difícil ver de dónde vendrá el próximo “susto”. También se han dado cuenta que, aunque en general está muy bien tener un accionista familiar de referencia, hay que vigilar que trate bien a los accionistas minoritarios (p.ej. en Danieli Risparmio el accionista principal quería comprar las acciones preferentes a precios muy por debajo de su valor *justo*). Seguimos creyendo firmemente que Palm Harbour añade valor a la cartera, tanto por metodología, como por valores diferenciales en los que están invertidos.

3.6 Equam Incometric, ha tenido un desempeño positivo en el trimestre de un +18.3%. Sus mejores valores han sido Franks International, TI Fluids y KLX Energy Services, mientras los peores han sido Hornbach, Eurnav y Origin Enterprises. Adicionalmente, los accionistas principales están lanzando ofertas de adquisición sobre 2 posiciones del fondo: Hunter Douglas e International Engelska Skolan, en el segundo caso ya han aceptado la oferta y en el primer caso están decidiendo todavía si aceptar o no. En cualquier caso, el potencial alcista sigue intacto. De hecho, más de la mitad de sus empresas van a tener resultados iguales o mejores en 2020 que el año anterior, a pesar del coronavirus. En cuanto a actividad en sus fondos en el trimestre han deshecho la posición de International Engelska Skolan y han vendido un poco de acciones de las posiciones de su cartera que mejor lo han hecho (Brodrene Hartmann y Smart Metering) para comprar de las que se habían comportado peor (Mondadori, Prosegur Cash, Takkt).

Un hecho que les ha llamado mucho la atención es la falta de OPA competitivas, ven cada vez menos “guerras de opas” entre los potenciales compradores, por tanto, las primas alcanzadas para los accionistas minoritarios son cada vez menores. Nos sigue gustando mucho su enfoque de gestión y mantenemos el fondo en cartera.

3.7 Protea NAO Sustainable AM, ha crecido un 14.7% basado sobre todo en SMA Solar, Bloom Energy Corp, Publicis y Boskalis; los peores valores han sido Michelin, Inditex y Unilever. En el cuarto trimestre han subido peso en Capgemini, Publicis y Michelin, mientras han bajado el peso en Rightmove, Henkel y Unilever. Las

perspectivas para el año que viene son buenas ya que las temáticas de reciclaje y eficiencia energética siguen ganando en visibilidad. Han aprendido que la mejor forma de evitar la incertidumbre es invertir en empresas con crecimiento estructural y con visibilidad sobre éste; a todo ello coadyuva aplicar los criterios de sostenibilidad que han mantenido la volatilidad de las empresas más baja durante todo el año.

NAO es un fondo que ha nacido con los principios ASG en su ADN, siguen mejorando el análisis de esta temática junto a su proveedor ClarityAI. Están trabajando en mejorar la comunicación del impacto medioambiental con las empresas cotizadas y con sus clientes. Estamos muy cómodos con este fondo ya que aporta un enfoque diferencial a la cartera y además es punta de lanza de la mejora ASG.

3.8 TREA Renta Variable Europea, se ha revalorizado un 14.5% el último trimestre del año pasado. Sus mejores posiciones han sido FlatexDegiro, Atalya Mining y ASM International, mientras las peores han sido Ipsen y Draegerwerk. La cartera sigue igual de diversificada que siempre con nuevas incorporaciones como AAK, Alstom y Sika; por el lado de las ventas destacan CAF (cambiadas por Alstom), Grieg Seafood y Akka Technology. La lección más importante del año para el gestor es que hay que fijarse mucho en la capacidad de reinversión de las empresas con retornos aceptables, eso les permite que el tiempo sea su aliado y no su enemigo. La previsión para el año es volátil para la renta variable y muy compleja para la economía real, especialmente la parte del consumo que ha quedado muy tocada en el Sur de Europa. Adicionalmente algunas tendencias se han ido acelerando, aparte de la conocida digitalización, como la bajada de costes gracias a la innovación que puede impactar al coste del vehículo eléctrico o a la descodificación del ADN. Este fondo nos sigue pareciendo fundamental como *fondo de armario* en una cartera de fondos, especialmente porque el proceso inversor sigue mejorando y nos gusta cada día más.

3.9 Buy&Hold Deuda ha mostrado sus cualidades defensivas, razón por la que entró en nuestras carteras, es un fondo de renta fija con una duración de 3 años que nos ha dado un 6% de rentabilidad en un trimestre. Los bonos que fueron mejor fueron líneas aéreas, petroleras y banca; las peores en el sector Construcción, aunque no llegaron a restar beneficios. Actualmente la cartera da una yield del 3.5% bruta y tiene un vencimiento medio en mayo de 2023. En el trimestre han estado vendiendo bonos que han subido mucho y los han reemplazado por otros con mejores perspectivas como Grenke o Core State.

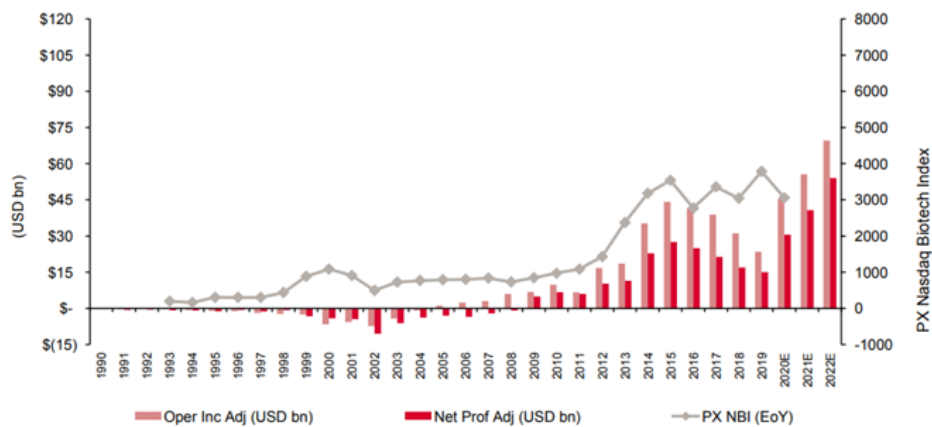
Para Rafael Valera este año ha sido el más abrupto que ha vivido nunca, le ha llevado a aumentar la diversificación y la moderación tomando posiciones. Seguimos manteniendo este fondo defensivo en cartera para seguir con una yield razonable y reducir la volatilidad de la cartera en general.

3.10 Lift Renta Variable Mixta, ha sido el fondo menos alcista de los seleccionados (exceptuando los incorporados durante el período), aun así, ha cumplido con creces lo que esperábamos de él, es un fondo con un perfil de riesgo y volatilidad moderada que nos complementa bien la cartera. Los mejores valores del fondo han sido Talgo, Miquel y Costas y el bono Arysza en Francos Suizos, los peores han sido FIPP, Bayer y Atlas Mara. El movimiento principal en la cartera ha sido que han ido reduciendo el peso de Vetoquinol porque va llegando a su precio objetivo. El equipo de gestión este año con la incertidumbre reinante se ha dado cuenta que lo más importante es hacer bien el trabajo de analizar las empresas y seleccionar a aquellas más sólidas y con buenas perspectivas a largo plazo, que puedan sobrevivir a distintos tipos de escenarios de mercados. Siguen optimistas con su cartera, pero creen que los mercados en general están sobrevalorados, por ello tienen la cartera casi totalmente cubierta.

4. Inversiones nuevas en el trimestre

4.1 BB Biotech, dimos entrada a principios de diciembre a esta empresa suiza que invierte en empresas de biotecnología en fase de crecimiento fuerte, con el objetivo de capitalizar el potencial de crecimiento de esas empresas y luego al cabo de unos años vender su participación. Aun entrando justo a finales de año ha añadido un poco de valor (+0.3%) a la cartera de inversión.

Profitability and Performance of US Biotech Companies (NBI)



Cuando hablamos de biotecnología, muchos pensamos en las típicas empresas *start-up* que todavía no son rentables, nada más lejos de la realidad. Si nos fijamos en el gráfico adjunto, veremos que el sector de biotecnología en EEUU ha estado en pérdidas hasta finales de la década del 2000, a partir de 2009 el sector ha entrado en beneficio neto recurrentemente. Las perspectivas futuras del sector son muy buenas por varias razones: a) envejecimiento (=más enfermedades crónicas) de la población mundial, especialmente la más pudiente y b) aumento de la cobertura y acceso a la Sanidad en muchos países emergentes. La biotecnología como tal, es la entrada a la medicina personalizada de la mano de las (no tan) nuevas tecnologías como terapias celulares, terapias genéticas y terapias de RNA.

BB Biotech fue fundada en 1993, capitaliza unos 3300 millones de francos suizos y tiene un equipo altamente especializado de una decena de médicos-gestores de diferentes especialidades que eligen la combinación de empresas más atractivas a largo plazo. El Consejo de Administración también tiene una gran experiencia en medicina y además en el sector del *Private Equity*. El crecimiento del valor de los activos desde inicio en 1993 ha sido de un 14.1% anual medido en dólares EEUU. Actualmente están enfocados en oncología, medicinas para enfermedades raras (*orphan drugs*), enfermedades del Sistema Nervioso Central y patologías metabólicas y cardiovasculares.

Llevo siguiendo la empresa desde hace una década y sigue teniendo unas perspectivas de crecimiento a largo plazo muy interesantes, suelen evitar la deuda y encima están recomprando acciones actualmente. A largo plazo deberíamos esperar una rentabilidad superior al 12% anual siempre y cuando no cambie nada en la empresa. El ejemplo quizás más representativo de BB Biotech es que están invertidos en Moderna (la empresa conocida por fabricar la vacuna contra el Covid, pero realmente lo que hace es, con una tecnología ya probada desde hace más de una década en vacunas contra el cáncer, cambiar la secuencia genética del RNA para conseguir los objetivos deseados a nivel intracelular; el potencial de aplicaciones es muy grande para los años venideros, como p.ej. aplicaciones para el Zika, el Papilomavirus Humano, el Citomegalovirus o el Virus Respiratorio Sincitial....

4.2 ETF de oro físico de Wisdomtree, hemos entrado en un ETF respaldado por oro físico basado en Suiza a finales de octubre como primer paso para incorporar una cobertura barata en nuestra cartera ante un posible aumento de la volatilidad de los mercados y sobre todo ante la impresión de dinero *fiat* por parte de los Estados. Los balances de los Bancos Centrales del Mundo han crecido de una forma brutal en respuesta al parón económico mundial derivado del impacto del coronavirus, obviamente a más dinero en circulación (sin respaldo de nada), más devaluación del valor de las monedas. A largo plazo todo activo reconocido por la población mundial como depósito de valor y que no crezca casi nada en términos de oferta (el oro), debe subir de precio en relación a las monedas *fiat* que se están imprimiendo: dólares, euros, libras...

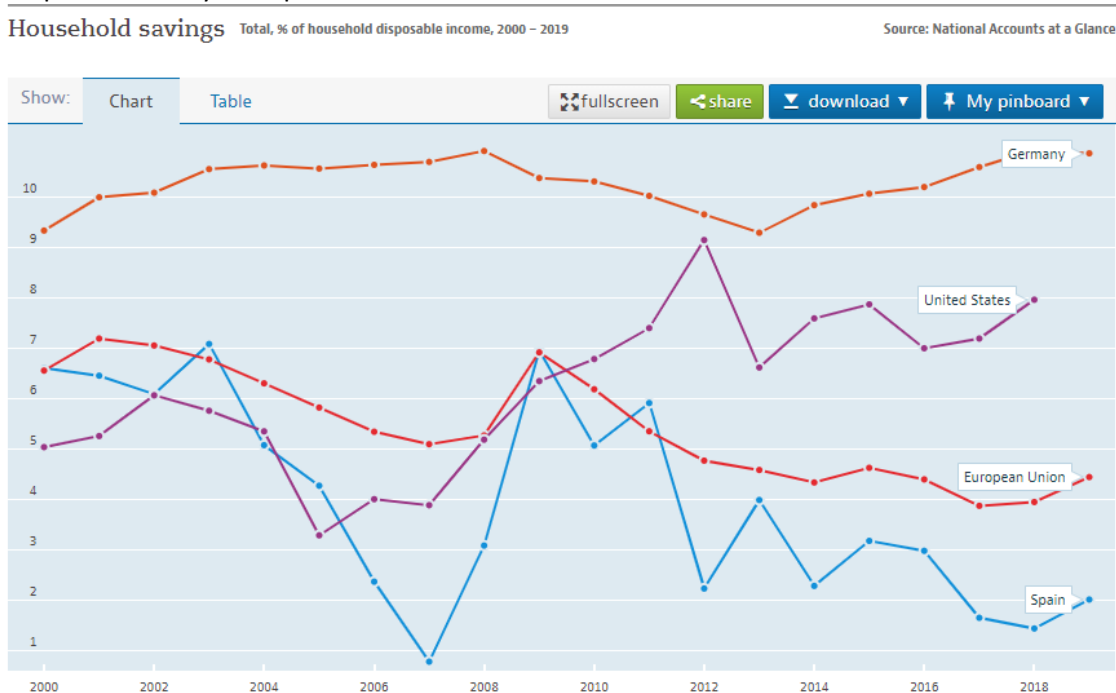
5. Desinversiones en el trimestre

Ninguna

6. Perspectivas

Si miramos a nuestro alrededor, es muy posible que nos sintamos muy pesimistas. Con 2021 recién empezado, los embates de la tercera ola del Covid-19 (que parece que se acercan a los niveles de la 1ª ola) y los consiguientes toques de queda y cierres perimetrales, la situación económica anémica en España y la vacunación que va muy despacio (a 27 de enero de 2021 llevábamos vacunado al 2.47% de la población respecto del objetivo del 70% para verano...). En cualquier caso, estamos viendo los problemas probablemente desde uno de los países peor situados. Vamos a intentar dar una visión a [vista de águila](#).

Macroeconomía: las economías mundiales no van tan mal como la española. China incluso está creciendo y en muchos países las tasas de ahorro de las familias están en máximos de las últimas 2 décadas. Si vemos el gráfico de la tasa de ahorro de las familias desde el año 2000-2019 nos da una idea de donde estábamos, lo que no se ve porque los datos de la OCDE todavía no lo reflejan son las tasas (provisionales) de ahorro de 2020, todas se saldrían del gráfico hacia arriba: en EEUU la tasa se disparó al 16.1%, en Alemania al 16.6%, en la Unión Europea al 14.3% y en España al 14.2%.



Las razones de este salto en la tasa de ahorro de las familias son dobles: a) al estar encerrados en casa y no poder ir de vacaciones, no hay tanto en lo que gastar (sobre todo en experiencias) y b) miedo al futuro económico por la fuerte incertidumbre, por ello el salto en España es espectacular al subir la tasa de ahorro en 12 puntos porcentuales (aún quedando por detrás de Alemania, ese país es mucho más ahorrador en términos generales).

En el momento que la vacunación alcance la suficiente población para llegar a la famosa *herd immunity*, la vida se normalizará rápidamente y todos esos ahorros embalsados volverán a ser gastados en la economía. Todo va a depender de la velocidad de las vacunaciones y las mutaciones del virus dichoso.

Mercados financieros: están en una clara encrucijada entre: 1) estímulos y 2) inflación.

Por el lado de los estímulos financieros, la recuperación en V de las Bolsas parece totalmente lógica, los programas de estímulo financiero han sido tremendamente rápidos y más profundos que en la *Gran Crisis Financiera* (GCF) de 2008-09, de hecho, en la GCF, los tipos de interés se bajaron gradualmente un total de 7 veces y en muchas áreas geográficas los estímulos tardaron en llegar. Ahora con la pandemia, todos los Bancos Centrales actuaron con mucha celeridad y casi al unísono. En la GCF en la mayoría del mundo las autoridades fiscales estuvieron ejerciendo políticas fiscales austeras, parece ahora que en todo el mundo (excepto España),

esto ha cambiado y también se están dando estímulos fiscales. Por esta razón, desde la GCF, los tipos de interés no han hecho más que bajar, ahora que ya están prácticamente a cero, no se pueden bajar más y es el turno de las políticas fiscales. Parece claro también que no habrá retirada de estímulos (*tapering* en inglés) hasta que la inflación no suba al 2%.

Por otro lado, está el miedo a la inflación. Con tipos de interés al 0%, los Estados en modo expansivo y el consumidor que puede que vuelva a gastar una vez que pueda volver a salir a hacer vida pseudo-normal; el miedo realmente es que las inflaciones se desboquen. En el corto plazo, la capacidad productiva sigue ahí y es relativamente fácil reiniciar muchas fábricas para que vuelvan a rendir al máximo; también la desintermediación. Pero a medio plazo si es posible que la inflación se pueda disparar (especialmente si la humanidad reedita la locura de los años 20 de hace un siglo), la forma de controlar la inflación es subiendo los tipos de interés, retirando las inyecciones de liquidez y eso en general es negativo para las Bolsas, que están en máximos históricos y con una avalancha de salidas a Bolsa y otras señales de euforia, sobre todo en EEUU.

¿Cuál de los 2 bandos deflación-inflación inclinará la balanza a su favor? Nosotros (ni nadie) no lo sabemos todavía y mucho menos cuando. Lo único que podemos hacer es seguir buscando buenos gestores con buenos procesos de inversión en aquellas áreas que estén más olvidadas por los inversores y, por tanto, donde haya más potencial de revalorización a medio y largo plazo. También buscaremos comprar coberturas de mercado ante fuertes imprevistos, siempre que sean a precios razonables.

7. Seguridad

El fondo de pensiones Crianza de Valor (Ahorropensiones 111 FP) está depositado en Cecabank y gestionado por Caser EGFP (www.caser.es), que es parte del grupo asegurador suizo Helvetia (que tiene una participación del 70% en el grupo Caser). Helvetia (<https://www.helvetia.com/>) es una aseguradora con 160 años de historia, basada en Sankt Gallen, Suiza, es una de las grandes aseguradoras europeas con un balance de 5,8 billones de francos suizos y un ratio de capital SST del 215%. La entrada de Helvetia en Caser a finales de 2019 ha supuesto un reforzamiento del grupo en España al integrar las operaciones que Helvetia ya tenía en España, aun cuando comercialmente las marcas siguen operando por separado.

Atentamente

Christian Freischütz
Ennos Value EAF, S.L. (#228 CNMV)
Asesor del Fondo de Pensiones Crianza de Valor