

INFORME DE GESTION 4º TRIMESTRE 2021

CRIANZA DE VALOR PP

Here is part of the tradeoff with diversification. You must be diversified enough to survive bad times or bad luck, so that skill and good process can have the chance to pay off over the long term.

Joel Greenblatt

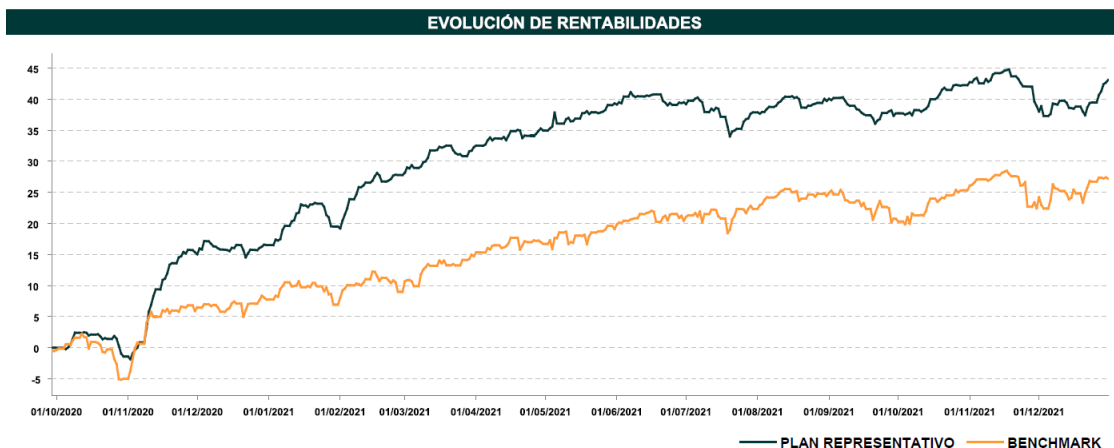
1. Resumen ejecutivo

El trimestre ha estado marcado por las tensiones inflacionistas en la economía, justo en contraposición con la nueva variante del Covid (Ómicron) y la necesidad de volver a cerrar parcialmente algunas economías.

Las Bolsas se mueven por 2 variables básicas, la primera es el crecimiento de beneficios y la segunda el múltiplo que se aplican a esos beneficios (en esta parte es donde impactan las expectativas futuras de los inversores, describo algo más en el apartado 6). Para la primera parte, la previsión para 2022 se basa en los siguientes datos: el PIB mundial debería aumentar cerca del 4.5% (EEUU al 3.7%, Europa al 4.3% y China al 5.4%) con una inflación contralada en torno del 3-4%; en cuanto a expectativas de crecimiento de beneficios, estarían alrededor del 8-10%; con todo esto las Bolsas, con ligeras subidas de tipos de interés, deberían subir entre el 0% y el 10% => el Eurostoxx 600 debería dar una rentabilidad cercana al 13% (incluyendo dividendos), superior al 6% del SP500 con las mismas métricas.

La segunda parte es la que no podemos prever, la expansión o contracción de múltiplos dependerán de muchos factores, entre ellos si hay subidas de los tipos de interés con fuerza en EEUU, menor crecimiento mundial por nuevas variantes del coronavirus etc..., en cualquier caso, no parece que haya muchas razones para una expansión adicional de múltiplos. Con los movimientos de los últimos días el PER de la Bolsa de EEUU es de 21x vs su media de 20 años de 15.5x, en los demás mercados desarrollados el PER está en 15x vs una media de 20 años de 14x. Por tanto, el primer factor marcaría probablemente el mejor de los casos posibles y la segunda invita a tener algo de precaución.

El valor liquidativo de nuestro fondo de pensiones ha subido un 3.6% en el trimestre y un 22.81% en el año 2021. 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).

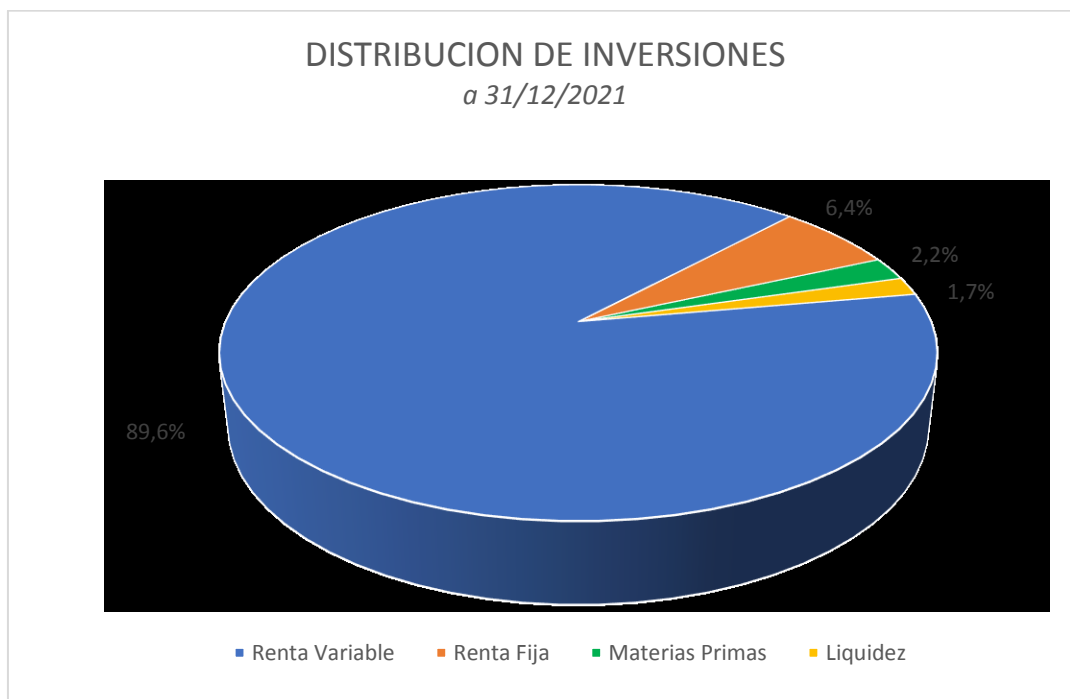


Si analizamos la rentabilidad y la volatilidad, vemos que a un año le hemos sacado 478 puntos básicos (equivalente al 4.78%) de *alpha* a nuestra referencia con una volatilidad bastante menor (315 puntos básicos menor) y eso a pesar de tener un componente mayor de Renta Variable que su referencia. Como avisamos hace medio año, la velocidad inicial era difícil de mantener, aún así estamos satisfechos con la evolución de este año pasado y vemos perspectivas positivas a largo plazo para nuestro fondo.

AHORROPENSION CIENTO ONCE, F.P.		31/12/2021						
ANÁLISIS RENTABILIDAD - VOLATILIDAD								
	1 MES	3 MESES	6 MESES	1 AÑO	YTD	2 AÑOS	3 AÑOS	5 AÑOS
Rentabilidad								
PLAN REPRESENTATIVO	3,03%	3,91%	2,59%	22,81%	22,81%	-	-	-
BENCHMARK	3,89%	5,34%	5,63%	18,03%	18,03%	-	-	-
Volatilidad								
PLAN REPRESENTATIVO	9,25%	7,76%	7,29%	7,40%	7,40%	-	-	-
BENCHMARK	13,33%	11,81%	11,23%	10,55%	10,55%	-	-	-
Ratio de Sharpe								
PLAN REPRESENTATIVO	4,80	2,22	0,80	3,17	3,17	-	-	-
BENCHMARK	4,48	2,01	1,08	1,77	1,77	-	-	-

Plan Representativo: CRIANZA DE VALOR, PP

La composición de la cartera al final del período era como sigue: Renta Variable un 89.6%, Renta Fija un 6.4%, Materias Primas un 2.2% (aunque a través de acciones) y Liquidez un 1.7% (un poco elevado, como suele ser habitual, por entradas de capital a final de año para aprovechar las ventajas fiscales, capital que hemos reinvertido a principios de 2022).



CRIANZA DE VALOR cotiza a las siguientes magnitudes según datos de Morningstar: ratio PER 10.9x (un 65% del mercado, lo que significa que la cartera es un 35% más barata que el mercado europeo, nuestra referencia), P/Valor Contable 1.4x (un 56% del mercado), P/Cash Flow 4.4x (un 45% vs mercado) y rentabilidad por dividendo del 1.9% (al 96%); mientras el crecimiento de beneficios a largo plazo es del 12.6% (un 92% del mercado). Eso significa, que nuestra cartera está entre un tercio y la mitad de barata que el mercado, pero renunciando sólo a un 8% del crecimiento de beneficios del mercado. Me parece un buen *trade-off*, especialmente teniendo en cuenta la solidez de los procesos inversores de los gestores que tenemos actualmente en cartera.

2. Evolución de la cartera de inversión

El valor de nuestra cartera ha crecido un 22.81% en el año 2021. Los valores de la cartera han rendido como sigue:

	ANUAL
<i>La Muza sicav:</i>	+38.0%
<i>Palm Harbour Capital:</i>	+37.6%
<i>Trea RV Europea:</i>	+27.9%
<i>Abaco Global Opportunities:</i>	+27.4%
<i>Equam Incometric:</i>	+24.4%
<i>Crianza de Valor FP:</i>	+22.8%
<i>Avantage Fund</i>	+22.4%
<i>Fairfax India:</i>	+20.0% (el USD restó 6.6%)
<i>Protea Nao Sust. AM:</i>	+17.9%
<i>BB Biotech:</i>	+13.3% (el CHF sumó 5.0%)
<i>Lift RVMixta:</i>	+ 9.1%
<i>Aurora Investment Trust:</i>	+ 6.8% (la libra GBP restó 6.7%)
<i>Buy&Hold Deuda:</i>	+ 5.1%
<i>Franco Nevada Corp:</i>	+ 5.0% (desde noviembre)
<i>Pareto Nordic Credit:</i>	+ 1.1% (desde mayo)

3. Comentario sobre los valores de la cartera

3.1 El mejor valor de la cartera ha sido La Muza Sicav ya que se ha revalorizado un 38%. Durante el trimestre los mayores contribuidores a la *performance* han sido Atalaya Mining, OHLA, Gestamp, Maire Tecnimont e IPCO, los mayores detractores Repsol, Dufry, Azkoyen, Katek y hGears. Durante el trimestre han aumentado peso en Altri, Almagro Capital, Atalaya Mining, CAF, Dufry, Miquel y Costas y OHLA; han dado entrada a posiciones nuevas en Elecnor y Singular People. Por parte de las ventas, han vendido completamente la posición de Caixabank y Covestro; han reducido en Indra, Acerinox, Daimler, Danieli, Maire Tecnimont, Nabaltec y Qualitas.

Durante el año se ha unido un analista más al equipo de análisis, para reforzar las capacidades analíticas de la gestora. A finales de 2021 empezaron a tomar algunas coberturas contra vaivenes del mercado sobre el 20% de su cartera. En cuanto a la previsión del año, seguirán pendientes del posible impacto de la inflación, tipos de interés, problemas en las cadenas de suministro y la evolución de la pandemia.

3.2 Palm Harbour Capital, ha sido el segundo mejor valor del podio con un crecimiento del 37.6%. Durante el trimestre los mejores valores han sido la japonesa C. Uyemura (la compañía ha subido estimaciones para este año), IGT (después de su día del inversor), OVS, Avid Technology y Ringmetall (por un fuerte ciclo de químicas y del acero). Las peores posiciones han sido una empresa de credit scoring brasileña por un cambio en su política de inversiones y una compañía de medios de pago de Hong Kong por temas de seguridad de datos, en ambos casos el gestor está decidiendo que hacer con las posiciones en un futuro cercano, por ello ha pedido que no digamos los nombres de estas empresas en el corto plazo.

Este año ha entrado un nuevo analista (Konstantinos Kontos) con el gestor, Peter Smith, para ayudarle con las valoraciones de potenciales inversiones y el seguimiento de la cartera. En cuanto a actividad han estado poco activos excepto en algunos "*valuation trades*" (cuando algún valor ha subido o bajado con fuerza, pero sin ninguna explicación clara) que le ha reportado algo de *alpha*.

3.3 Trea RV Europea, se ha llevado la medalla de bronce al revalorizarse un 27.9%. Las empresas que más han contribuido en el año han sido Atalaya Mining (+4.2% de contribución), ASM Internacional (+3.5%, presentaron un objetivo de doblar ventas de 2020 a 2025) y Laboratorios Rovi (+2.8%), mientras las que más han detruido han sido Grifols (-1.1%), Philips (-0.7%, por retrasos de suministro y también de pedidos de clientes

de sus aparatos de apnea *Dreamstation*) y Valeo (-0.5%). Todas ellas siguen en cartera por unas perspectivas muy positivas para los años que viene.

Para el año que viene la cartera está bien preparada para los escenarios más probables, un 36% son empresas de tipo *compounder* (tipo AAK o Clasquin), un 22% *stable earners*, un 18% *quality cyclicals* (tipo Cie Automotive), un 15% *deep cyclicals* (tipo Atalaya Mining) y un 7% otros. La cartera ahora mismo estaría a un PER 2023 de 17x con un ROCE del 28% y una deuda neta/ebitda de 1.2x.

3.4 Abaco Global Opportunities le sigue por poco a la posición anterior, alcanzando una rentabilidad del 27.4%. Durante el último trimestre las mejores posiciones han sido ICL, Atalaya Mining y Gestamp, mientras que las peores han sido Ulker Biskuvi (exposición a Turquía), Grifols y Foxtons Group (exposición a real estate de Londres). En el trimestre han aprovechado la buena evolución de algunas de las compañías de cartera para vender las que tienen menos potencial alcista y comprar las que se han quedado rezagadas, así han reducido peso en International Petroleum Company, Teekay Corporation, Aryzta, Cie Automotive y han aumentado peso en Gestamp, AB Inbev, Galp, Dassault Aviation entre otras. Han deshecho completamente su posición en Rieter Holdings. Por otro lado, han iniciado posiciones nuevas en Minas Buenaventura, Brodrene Hartmann y Cementos Pacasmayo.

Para este año 2022, esperan una fuerte reflación de la mano de la supresión de restricciones por parte de los gobiernos y menores incertidumbres sobre la pandemia. Esperan que la inflación continúe fuerte al menos hasta mediados de año y que luego ceda algo, pero sin llegar a los niveles esperados por los Bancos Centrales. En cuanto a los riesgos para este año, el mayor problema son las altas valoraciones en ciertos sectores, especialmente en la Bolsa de EEUU, y en posibles nuevas variantes de Covid que fuesen más contagiosas y mortíferas.

3.5 Equam Incometric, ha aumentado su valor un 24.4% durante el año. Durante el 4º trimestre los mejores valores han sido Intertrust (lanzada una opa por parte de un competidor), Vivo Energies (por una opa por parte de una empresa de capital riesgo) y Orsero, mientras que los peores valores han sido KIX Energy, Expro y Rieter.

Este último trimestre del año, Equam ha invertido en Academedia (empresa sueca parecida a una empresa anterior que tuvieron en cartera: International Engelska Skolan, pero más diversificada) los fondos que han reciclado de las ventas de Técnicas Reunidas (debilitamiento del balance y posible ampliación de capital) y de la italiana Tas Group (oferta de un inversor financiero).

Para este año ven una inflación más permanente de lo que inicialmente defendían los Bancos Centrales, por tanto, se darán pasos hacia una normalización de tipos de interés que podría, aunque con volatilidad, ser un buen catalizador para reducir la divergencia de valoración en su estilo de inversión. En cualquier caso, sus carteras están bien preparadas para un entorno inflacionario por su poder de fijación de precios o su capacidad de trasladar la inflación a sus clientes.

3.6 Avantage Fund se ha revalorizado un 22.4% el año pasado. Durante el último trimestre los mejores valores fueron Renta-4 (+3.0% de contribución), Tesla (+2.5%) y Rovi (+1.6%), mientras los detractores fueron Robinhood (-1.4%), Ence (-1.0%) y Palantir (-0.3%). Durante la segunda mitad del año 21, Avantage salió de Barón de Ley (por la OPA de exclusión), Gestamp (miedo a que pudiese pasar un "Barón de Ley"), La Doria (por la venta de los principales directivos) y Walgreens Boots; en agosto se amortizó el único bono que Avantage tenía en cartera un bono Tesla en dólares americanos. Esos fondos han sido utilizados para comprar Craneware (software de gestión de servicios hospitalarios en EEUU), Robinhood (broker online gratuito en EEUU) y Block (la antigua Square, líder en sistemas de pagos en EEUU).

Por las expectativas de subidas de tipos, sobre todo en EEUU, gran parte de los valores con mayor crecimiento de sus ventas han sufrido fuertes caídas de sus cotizaciones en los últimos meses. Esta bajada se debe a que cotizaban a múltiplos muy elevados y ante la expectativa de mayores tipos de interés, los inversores dan más valor a los flujos de caja más cercanos en el tiempo y menos a las compañías que tardarán más tiempo en generar el grueso de sus beneficios. Por ello están encontrando oportunidades a precios más interesantes que hace unos pocos meses.

3.7 Fairfax India consiguió revalorizarse un 20% a pesar de que el Euro-dólar nos restase un 6.6%, la revalorización de ese 20% estuvo en línea con la revalorización del valor en libras de la empresa que creció un 20% en 2021. Las ganancias en libras (no realizadas) han aumentado en 439 millones de USD por el aumento de precios de IIFL Finance, Fairchem Organics, IIFL Wealth, IIFL Securities, CSB Bank y 5paisa. La empresa también vendió participaciones con beneficios de 227 millones de dólares.

En noviembre invirtieron 30mn de dólares US en un 51% de Maxop, empresa de forja de aluminio y componentes para el sector automotriz e industrial, Fairfax invertirá otros 35mn de dólares por un 16% adicional de la empresa siempre cuando alcance ciertos objetivos de rentabilidad en la segunda mitad de 2022.

Finalmente, sobre la recompra de acciones, en 2021 cancelaron 7 millones de acciones compradas a un precio de 14,90; durante 2021 se han recomprado 1.7 millones de acciones a 12.61\$ que serán canceladas este año. Durante 2022 llevan compradas 1.4 millones de acciones compradas a 12.88\$.

Fairfax India cotiza a un valor contable de 19.65\$ por acción que compara muy bien contra un precio de la acción ligeramente por encima de los 12 dólares, por tanto, cotiza a 0.6x P/BV con un crecimiento del valor en libras histórico superior al 10%.

3.8 Protea NAO Sustainable AM, ha crecido un 17.9% en el año. Los mejores valores del último trimestre han sido SSAB (acerera sueca que va por delante de sus competidores en usar hidrógeno en vez de carbón para reducir el óxido del hierro), Yara y Michelin; los peores valores han sido SMA Solar, Stora Enso y Atos (ésta última no es capaz de estabilizar su caída en márgenes y la reestructuración está durando demasiado, por ello han vendido).

En cuanto a movimientos de cartera han acudido a la OPA sobre Reno de Medici y han vendido Atos (comentado anteriormente) y esos fondos los han dedicado a comprar Roche y Novartis ya que, aparte de estar a valoraciones atractivas de per se, la operación de la venta por parte de Novartis de su participación en Roche permite a ambas empresas aflorar más valor y dedicarse a comprar autocartera, hacer adquisiciones que no deberían afectar a sus balances significativamente.

Para el año que viene esperan una mayor volatilidad por la retirada de estímulos monetarios, especialmente por la Reserva Federal americana. Sus movimientos reflejan también este punto de vista.

3.9 BB Biotech subió un 13.3% en Euros este año pasado mientras que el NAV (valor neto de activos) cayó un 7.8%, nosotros hemos bajado ligeramente el peso en BB Biotech por esta razón y ahora después de la normalización de valoraciones volvemos a subir ligeramente el peso.

Durante el último trimestre los gestores han estado ajustando posiciones, tomando beneficios en Intra-Cellular (al recibir la aprobación de la FDA para su medicamento para la bipolaridad: Caplyta), también han estado comprando y vendiendo acciones de Moderna aprovechando la volatilidad de la acción. Por el lado de las compras han incluido los sectores oncológicos (Relay Therapeutics, MacroGenics y Fate Therapeutics) y en genética medicinal (Wave Life Sciences, Generation Bio e Ionis).

Los gestores creen que a nivel mundial se seguirá con estrategias de vacunación global para combatir el Covid (creen que puede ser prematuro esperar que ómicron sea la última variante "severa" del virus). Las valoraciones de empresas biotecnológicas de tamaño mediano han caído a niveles atractivos y están estudiando volver a dar entrada algunas de las empresas que conocen. En los próximos 2 años se lanzarán bastantes medicamentos que se enfocarán en modificar el RNA del paciente, el mayor riesgo está en las elecciones de EEUU a finales de 2022 (midterm elections).

3.10 Lift RV Mixta, se ha comportado bastante en línea con las expectativas que teníamos para un fondo defensivo creciendo un 9.1% en el año. Durante el trimestre los mejores valores han sido Talgo (+1,7% de contribución), Teekay LNG (+0.4%) y Miquel y Costas (+0.3%), mientras los peores han sido Grifols (-0.5%), Babcock International (-0.3%) y Fresenius (-0.2%). En la cartera han registrado pocos movimientos, básicamente han reinvertido los fondos que han conseguido por la opa que se le lanzó a Teekay LNG durante el trimestre.

El mercado les ha permitido ir comprando buenas acciones de empresas más grandes a la vez que podían desinvertir de empresas más pequeñas. Mantienen coberturas del 40% de renta variable (22.9% en Europa y 17.1% en EEUU). La cartera actual cotiza a un PER de 10.7x y un P/CF de 8x.

3.11 Aurora Investment Trust, aunque la acción subió un 13.5%, el valor liquidativo del Trust creció un 19.1% (algo más que el índice FTSE), ambos valores se aminoraron por el impacto de la depreciación de la libra (Aurora cotiza al mayor descuento histórico sobre el NAV desde 2016 y el fondo Phoenix puntualmente está comprando acciones de Aurora para aprovechar este hecho). El equipo de Gary Channon había comprado una cobertura (una *put* corta sobre la libra esterlina) por si subían los tipos de interés, y, de hecho, ha sido esta cobertura la que ha supuesto la mitad de la subida del NAV del Trust este año multiplicando por 11 veces su valor. Otros valores que lo han hecho bien han sido Barratt Developments y Frasers Group. En cuanto a actividad han seguido vendiendo acciones de Vesuvius y comprando acciones de RHI Magnesita que estiman que tiene perspectivas muy favorables a largo plazo.

Como hecho relevante para Aurora tenemos que finalmente Castelnu Group cotiza (con muchos retrasos por las diferentes oleadas del Covid), representa un 13% de la cartera de Aurora y la mayor posición de Castelnu es la funeraria Dignity plc. El equipo de Gary Channon estima que la inflación será más persistente y que los tipos de interés seguirán subiendo.

3.12 Buy&Hold Deuda, ha tenido un buen desempeño. El fondo se ha revalorizado un 5.1% este año, lo que aporta valor y reduce la volatilidad total de la cartera. Los mejores valores de este año han sido Mulhacen (+36.6%), TAP (+34.8% tras la aprobación de las ayudas de la UE por 2900 millones de Euros), Teekay Corporation (+33.6%) y Tullow Oil (+30%). Los peores fueron Sidecu (-6.9%), Vivion (-2%), Trafigura (-0.4%) y Hoteles Turísticos (-0.2%), además estas fueron las únicas posiciones que tuvieron rendimientos negativos este año. La cartera está actualmente compuesta de 52 bonos con una duración neta de 1.4 años y una rentabilidad promedio del 3.5%. Las principales posiciones están en el sector bancario con Unicredit, Intesa SanPaolo, Ibercaja, Abanca, Grenke, BBVA y Santander, fuera de banco además tienen exposición a Carnival, IAG y TEVA.

El gestor cree que lo más destacado aparte de los mensajes de subidas de tipos para este año y el que viene por parte de la Fed, es la quiebra de la inmobiliaria china Evergrande, que no pudo hacer frente a su deuda de 300mil millones de dólares, lo que está enfriando el mercado inmobiliario chino y afectando a multitud de promotoras locales.

3.13 Pareto Nordic Credit, desde su incorporación en mayo del año pasado ha añadido un 1.1% de rentabilidad con una volatilidad bajísima. Las mejores posiciones del año fueron Cidron Romanov Ltd 2026, Odfjell Floating 2023 y Nortura Step up subordinated; las peores fueron Desenio Holdings Floating 2024, Care Bidco Floating 2021 y Link Mobility 2025. En el último trimestre han usado los fondos de bonos que vencían para reinvertir en bonos de empresas conocidas y participaron en la nueva emisión de Alandsbanken.

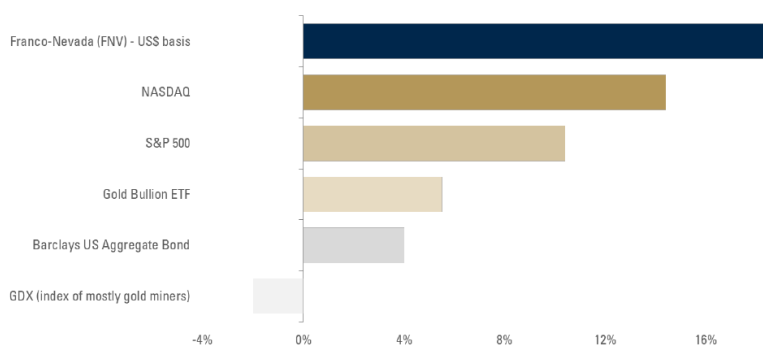
El fondo al tener una duración de crédito muy corta y poca sensibilidad a los tipos de interés está bien posicionado para posibles subidas de tipos de interés y casi cualquier escenario adverso para los mercados, usamos este fondo como una “póliza de seguro”.

4. Inversiones nuevas en el trimestre

4.1 Franco Nevada Corporation:

Franco Nevada (FN) es una empresa que se dedica a financiar a mineras a cambio de *royalties* (regalías, es un porcentaje del mineral que produce una mina, la regalía otorga un derecho sobre la mina) y *streams* (es un porcentaje de la producción o de los ingresos de una mina, no hay derecho sobre el activo). Pierre Lassonde y Seymour Schulich iniciaron su andadura en los años 80, estos mineros financiaron un proyecto de metales preciosos con un contrato de regalía con un éxito muy superior a lo esperado (estos proyectos eran comunes en el sector del petróleo, pero no en el de la minería de metales preciosos), a partir de ese momento se dedicaron

Compounded Average Annual Total Returns Since FNV Inception^{1,3,4}



a ese negocio. En 2001 se fusionaron con Newmont Mining después de componer sus ingresos al 35% anual, y a finales de 2007, Newmont quiso desinvertir en este negocio otra vez y los fundadores consiguieron orquestar una salida a Bolsa (OPV), desde entonces han sido capaces de crecer sus retornos al 20% anual, número muy respetable si lo comparamos con los índices americanos o cualquier ETF de oro como podemos ver en este gráfico.

La empresa financia sobre todo la minería de metales preciosos y, sólo con un punto de vista oportunista, financia otras industrias mineras (como el gas natural *shale* en EEUU en los últimos 2 años o en el sector del cobre en 2014-15). El punto fuerte de FN es el análisis de la geología de los activos, desde su creación hace 4 décadas, no se han equivocado nunca con la geología, aunque si se han equivocado en el tiempo que pudiese necesitar un activo en alcanzar la explotación prevista.

Actualmente la empresa, que cuenta con tan sólo 35 empleados a tiempo completo, tiene unas reservas de 18 años de vida que le proporcionan unos ingresos estables para ese tiempo. Adicionalmente como reciben royalties y streams, están perfectamente apalancados a una posible subida de precios de materias primas (cobertura contra la inflación) ya que sus costes fijos son ínfimos. Como no tienen deuda y si ingresos a largo plazo, son capaces de financiar proyectos interesantes cuando el ciclo minero se vuelve negativo (compran barato) y cuando el ciclo se vuelve positivo, son las mineras las que invierten para extender la vida útil de las minas y FN se beneficia del capex de las mineras sin tener que invertir por sí misma.

Aunque el equipo gestor no tiene un gran porcentaje de acciones en la empresa (total de 200 millones de dólares), considero que si están bien alineados y además casi todos llevan desde la OPV en la empresa. Muchos analistas piensan en esta empresa como si fuese una empresa minera, pero a mí me parece más bien una mezcla de gestora de activos e infraestructuras, que resulta estar en el sector minero. Por esta razón estamos con un equipo gestor excelente, con una capacidad de asignación de activos fuera de lo común (confirmada por nuestras entrevistas al equipo gestor y por nuestra red de contactos en EEUU) y en un sector que nos permitirá cubrirnos de la inflación monetaria.

4.2 Myinvestor Value FI

Gestionado por D. Carlos Val-Carreres con más de 20 años de experiencia inversora, desde el hedge fund BBVA&Partners, pasando por Lierde Sicav (2002-2019), Value Strategy Fund (2019-2020), hasta lanzar su propio proyecto con Myinvestor en la actualidad. Conozco a Carlos desde hace casi una década y siempre me ha gustado su forma de ver las inversiones, desde entonces intercambiamos opiniones e ideas de inversión con regularidad.

Carlos Val-Carreres ha desarrollado un método propio para valorar las empresas, lo llama TRoTE (*Tangible Return on Tangible Equity*), lo que utiliza para calcular el potencial de creación de valor de los candidatos a entrar en su cartera, lo que luego complementa por seguridad con un modelo DCF (*Discounted Cash Flow*). Sus carteras son bastante concentradas, no quiere tener más de 25-30 valores, siempre con un mínimo del 3% (para tener convicción en sus apuestas) y un máximo del 5%, este máximo es por seguridad, para que un error no cueste demasiado tiempo en superar.

Esta cartera del Myinvestor Value es de renta variable global de mercados desarrollados, aunque principalmente invierte en Europa (su círculo de competencia) y está cotizando a un ratio PER de 11.2, un P/VC de 1.9x y una rentabilidad por dividendo del 3.1%. La cartera está invertida actualmente al 85%. Las estimaciones de creación de valor de su cartera para los próximos años (2022-25) son del 14% anual.

El gestor está invirtiendo ahora mismo su cartera en donde han entrado por primera vez un par de empresas de EEUU, el resto hasta los 26 valores actuales son empresas europeas con claro predominio de empresas del Norte de Europa y unas pocas españolas.

La inclusión de este fondo nos añadirá una cartera diferente con un enfoque en la creación de valor de las empresas elegidas. Si quieren más información sobre este fondo pueden pinchar en el link del fondo (<https://myinvestor.es/inversion/fondos-inversion/detalle/myinvestor-value/>) o seguir el siguiente enlace de Morningstar: <https://www.morningstar.es/es/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F00001CVXR>.

5. Desinversiones en el trimestre

5.1 ETF plata Wisdomtree: hemos preferido cambiar nuestra exposición a la plata (a la que vemos cierto potencial) por Franco Nevada, ya que la primera es un ETF de gestión pasiva y la segunda un *empresón* excelentemente gestionado que nos da apalancamiento no sólo a los metales preciosos, sino también a la capacidad de generación de valor a largo plazo de la empresa. No hay color, de ahí el cambio.

6. Perspectivas económicas

Este trimestre se ha caracterizado por la aparición de la variante Ómicron del Covid, el porqué de este nombre es un poco curioso y lo dejamos para que cada uno reflexione en el sentido que estime. Las variantes van siendo nombradas con las letras del alfabeto griego, la anterior variante conocida, la Mu de origen ecuatoriano y colombiano, no llegó a implantarse. La letra siguiente es la Nu (que suena a *new* en inglés, por ello la OMS no quiso liar a la gente), luego va la Xi (¡ahí va!, el nombre del jefe de estado chino, eso es políticamente incorrecto) y luego la ómicron... las siguientes letras son Pi (vaya con los círculos), Rho, Sigma, Tau, Épsilon, Phi, Chi, Psi y Omega...a ver a cuál llegamos. En cualquier caso, la variante Ómicron es más contagiosa que las anteriores (si no lo fuese no podría casi ni aparecer) pero parece que bastante menos letal, lo que permitiría que acabe conviviendo con el ser humano como muchos otros virus que conviven con nosotros, cruzamos los dedos para que los países que están optando por esta vía (principalmente europeos) consigan sus objetivos.

El experimento sociológico de la vacunación ha ido avanzando con algunos países ya con la 4ª dosis (Israel). En los países desarrollados donde la vacunación ha avanzado menos, han tenido que volver a cerrar las economías parcialmente para atajar los casos de Covid (sobre todo la variante delta que sigue siendo bastante mortífera), en los países más vacunados como España podemos ir algo más despacio. En cualquier caso, parece que la tercera dosis de refuerzo va a hacerse disponible (si no obligatoria) para toda la población y potencialmente más refuerzos en el futuro que protejan de nuevas variantes. El gran reto sigue siendo conseguir que los países en vías de desarrollo se vacunen suficientemente para conseguir la inmunidad de grupo a nivel mundial.

Finalmente, los Bancos Centrales están viendo que la inflación se les puede escapar de las manos (en resumen, se ha asentado en las expectativas de los agentes económicos) y, por tanto, a mediados de diciembre la Fed finalmente anunció el *tapering* y subidas de tipos de interés para 2022 y 2023 (3 movimientos al alza cada uno de estos años). También el Banco Central Europeo ha anunciado el final de las compras extraordinarias de activos para principios de 2022, pero de subidas de tipos de interés todavía no hay nada oficial (aunque si un tono más *hawkish*). Un ejemplo claro es el Bank of England, que subió en diciembre los tipos de interés al 0.5% y además dejará de reinvertir los bonos que vayan venciendo, lo que debería reducir el balance del Banco en unas 38mil millones de libras esterlinas en 2022 (no han dicho nada todavía de ventas directas de bonos).

La gran esperanza es que los Bancos Centrales a nivel mundial, sean capaces de controlar la inflación sin descarrilar el crecimiento económico, no sabemos si serán capaces o no. En cualquier caso, si repasamos la evolución histórica de las Bolsas durante el último gran período inflacionista (la década de los años 70, ver gráfico inferior), en el largo plazo la Renta Variable americana fue capaz de mantener el poder adquisitivo de los inversores, aunque con bastante volatilidad en el camino. Eso sí, las estrategias de Renta Variable de corte **Value** fueron capaces de batir a la inflación de una forma muy importante, eso nos permite estar bastante tranquilos en términos de mantener nuestro poder adquisitivo a largo plazo en nuestro fondo de pensiones, Crianza de Valor.

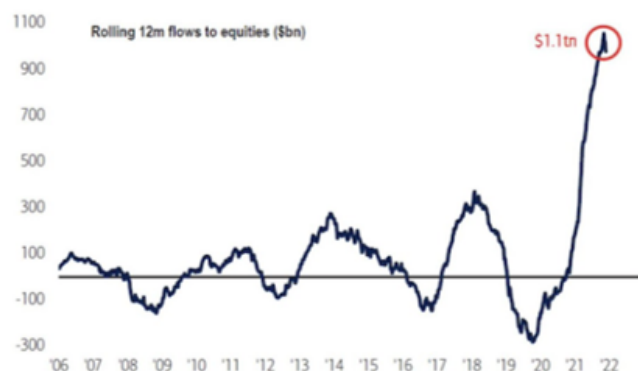
EXHIBIT 10: EQUITIES DURING THE HIGH INFLATION ERA



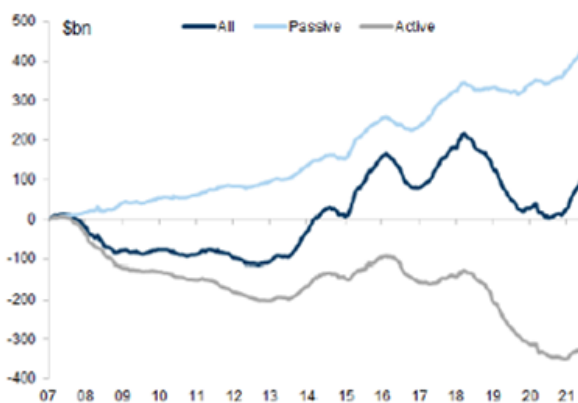
Mercados financieros:

Las Bolsas han reaccionado positivamente a los movimientos, de momento tímidos, de los Bancos Centrales para luchar contra la inflación; la lectura positiva viene de la preferencia a que vayan actuando antes de que la inflación se les vaya de las manos. Por otro lado, la mayoría de Bancos Centrales tienen que contraponer la gran responsabilidad que tienen ellos en la masiva entrada de dinero en fondos de Renta Variable a nivel mundial por la represión financiera (los anglosajones tienen un acrónimo muy significativo, **TINA: There Is No Alternative**), en el gráfico siguiente vemos que, en 2021, a nivel mundial, entró más dinero en fondos de Renta Variable que en los 19 años anteriores ¡sumados! Eso nos da una idea que cierta parte de la población que tiene ahorros en Bolsa y, quizás por su perfil de riesgo y sus conocimientos financieros, no debería estar en estos mercados. Esta situación implica un riesgo elevado de correcciones y pánicos en los inversores menos duchos, especialmente los invertidos en gestión pasiva (gráfico de la derecha, vemos que la gestión activa ha perdido un peso muy importante a nivel mundial a favor de la gestión pasiva; ya escribimos algo en ese sentido en nuestro blog: <https://value-spain.com/es/gran-lustro/>)

Chart 6: Inflow to equities exceeds combined inflow of past 19 years
Rolling 12m flows to equities (\$bn)



Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR



Source: EPFR, Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research

El siguiente par de gráficos nos indica que gran parte de esa entrada de dinero desde 2005 **NO** ha ido dirigida ni a Bolsas europeas ni al Reino Unido, por tanto, nuestro posicionamiento en Renta Variable europea y británica

está muy poco sobrecomprada, quizás incluso sobrevendida, esto nos permite tener un potencial alcista muy importante en el medio y largo plazo.

Exhibit 8: Since 2005, UK equity focused funds have seen \$81bn of outflows

Long term cumulative charts of flows into UK equity focused funds (bn USD)

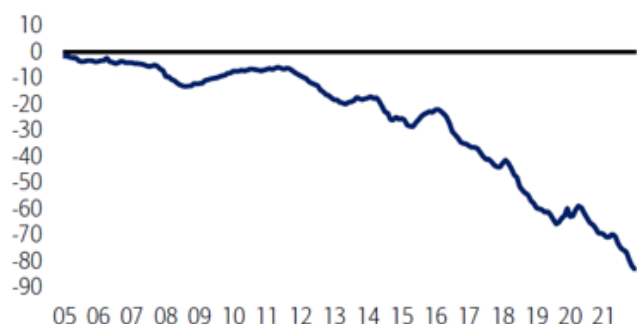
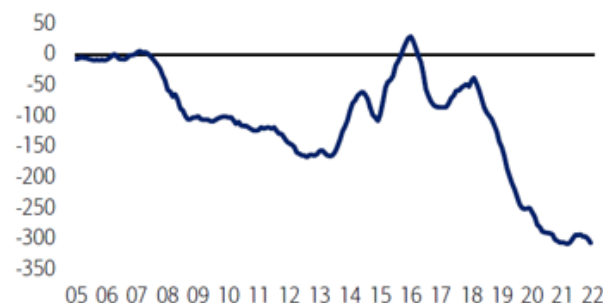


Exhibit 4: Since 2005, European equity funds have seen a net \$299bn of outflows

Long-term cumulative charts of flows into European equity focused funds (bn USD)

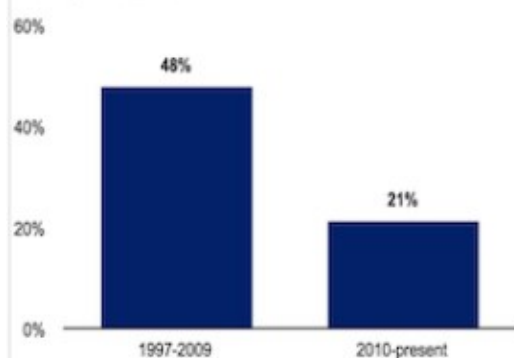


Crecimiento esperado de las Bolsas para 2022

En situaciones normales (sin represión financiera), el crecimiento de beneficios es lo que explica casi la mitad de los movimientos de las Bolsas, pero desde la Gran Crisis Financiera de 2009, gracias a la intervención de los Bancos Centrales esta correlación ha bajado al 21%, mientras que la expansión del balance de los Bancos Centrales desde 2010 ahora causa el 52% de los movimientos bursátiles (cuando antes NO existía). En el gráfico inferior vemos el ejemplo del índice SP500. Por tanto, una normalización de las políticas monetarias debería devolver a un punto principal lo que de toda la vida se ha llamado *análisis fundamental*, remito a lo escrito en el resumen ejecutivo.

Exhibit 99: Earnings explained -50% of market returns pre-GFC, but just 21% of post-GFC returns

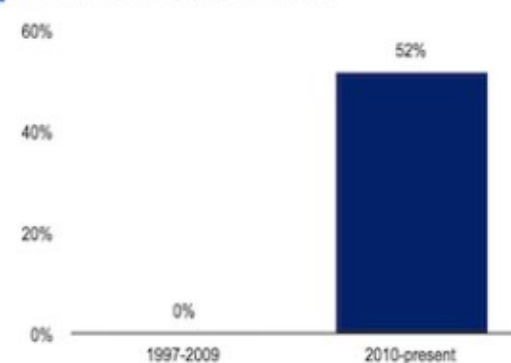
R-sq of S&P 500 fwd EPS YoY vs. S&P 500 price returns on a monthly basis (May 1997-present)



Source: FactSet, BofA US Equity & Quant Strategy

Exhibit 100: 52% of non-earnings driven market cap changes were explained by Fed balance sheet expansion since GFC

R-sq of Fed balance sheet YoY vs. YoY change in S&P 500 market cap that is not driven by earnings (May 1997-present)



Source: FactSet, BofA US Equity & Quant Strategy

Atentamente

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

ANEXO

There is nothing noble about being superior to your fellow man; true nobility is being superior to your former self.

Ernest Hemingway

Adjunto unos links con entrevistas con los diferentes gestores que están incluidos en el vehículo y también conmigo para que puedan conocer mejor la forma de pensar de cada uno de ellos.

Fondo Pensiones Crianza de valor:

- <https://lorisretirement.com/2021/12/16/la-inflacion/>
- https://www.hispanidad.com/economia/existirán-pensiones-públicas-pero-serán-mínimas_12027407_102.html
- <https://www.rankia.com/blog/erre/4951091-entrevista-christian-freischutz-valuespana>

Trea Asset Management:

- https://www-hispanidad-com.cdn.ampproject.org/c/s/www.hispanidad.com/economia/no-se-puede-hacer-es-endeudarse-comprarse-ferrari-ni-endeudarse-abrir-cerrar-zanjas_12028318_102_amp.html
- <https://treaam.com/noticias/carta-xavier-brun-resumen-2020/>

Pareto Asset Management:

- <https://paretoam.com/en/news/extrapolation-and-learning/>

NAO Sustainable Asset Management:

- https://www.abc.es/espana/comunidad-valenciana/abci-pilar-lloret-2022-ahorro-no-debe-motivo-para-perder-sueno-202112241359_noticia.html?ref=https%3A%2F%2Fwww.abc.es%2Fespana%2Fcomunidad-valenciana%2Fabci-pilar-lloret-2022-ahorro-no-debe-motivo-para-perder-sueno-202112241359_noticia.html

Myinvestor Value FI:

- <https://myinvestor.es/data/pdf/legal/lanzamiento-myinvestor-value.pdf>

Lonvia Capital:

- <https://www.expansion.com/encuentros/francisco-rodriguez-dachille/2021/10/01/index.html>

Lift Asset Management:

- https://www.hispanidad.com/economia/con-14-anos-me-frustraba-bolsa-no-estuviese-abierta-fines-semana_12030384_102.html

La Muza Sicav:

- https://www.hispanidad.com/economia/inflacion-estimulos-tipos-interes-bajos-combinacion-peligrosa-puede-dar-disgustos-parte-mas-debil-sociedad_12027291_102.html

Franco Nevada Corp:

- <https://www.theassay.com/kevin-mcelligott-interview/>

Equam Capital:

- https://www.hispanidad.com/economia/los-tipos-bajos-son-fruto-presion-gobiernos-financiar-su-alto-endeudamiento_12027848_102.html
- <https://intereconomia.com/noticia/tertulia-de-mercados-que-podemos-esperar-de-los-mercados-en-la-recta-final-del-ano-20211108-0909/>

BB Biotech:

- <https://www.bbbiotech.ch/securedl/sdl-eyJ0eXAiOiJKV1QiLCJhbGciOiJIUzI1NiJ9.eyJpYXQiOiJlE2NDA2Mjg1OTEsmV4cCI6MTk1NjA3NDk5MCwidXNlciI6NCwiZ3JvdXBzIjpibMCwtMiwXSwiZmlsZSI6ImZpbGVhZG1pblwvdXNlcl91cGxvYWRCeL2ZpbGVzXC9iYmJpb3RIY2hcl2RlXC9wZGZcl0FydGlrZWxclzlwMjFcl01LX0JJT05fT25rb2xvZ2lIX0VOLnBkZiIsInBhZ2UiOiJExNDJ9.I PffBQP90 VK0yF rAX nUFFa7EqjuDLktDuhb43w/MK BION Onkologie EN.pdf>

Aurora Investment Trust (carta a los accionistas de Dignity plc):

- <https://www.phoenixassetmanagement.com/news/36/>

Avantage Capital:

- https://www.hispanidad.com/economia/se-roba-accionistas-cuando-sueldos-de-directivos-son-desorbitados_12026888_102.html
- https://blogs.elconfidencial.com/mercados/rumbo-inversor/2021-12-23/pagamos-deuda-publica-inflacion_3348415/

Abaco Capital Asset Management:

- https://www.hispanidad.com/economia/encontramos-muy-buenas-ideas-en-empresas-ciclicas-en-companias-con-exposicion-paises-emergentes_12028121_102.html
- <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/11518864/12/21/Pablo-Gonzalez-Abaco-Capital-Ahora-vienen-meses-dificiles-pero-son-una-oportunidad-de-compra.html>