

INFORME DE GESTION 2º TRIMESTRE 2026

CRIANZA DE VALOR PP

The market can stay irrational much longer than you can stay solvent.

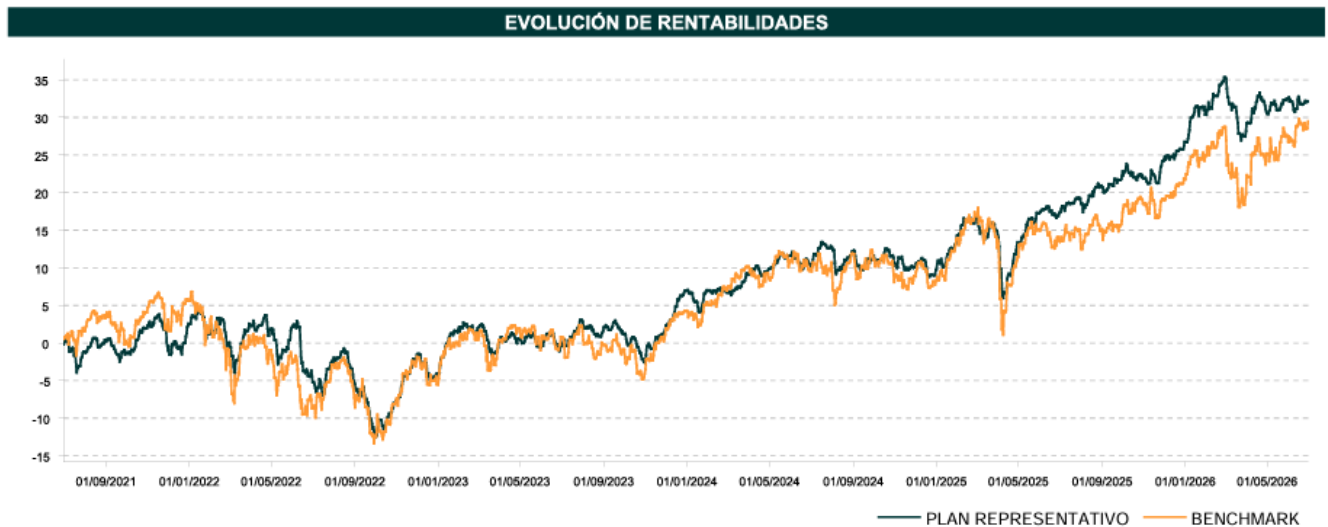
John Maynard Keynes

If you do stupid things and you do concentrated things and you do things that you are not supposed to do in your vehicle, you probably will have a bad ending.

John Zito, Apollo Global Management

1. Resumen ejecutivo

Durante el segundo trimestre de este año el valor liquidativo de nuestro fondo de pensiones ha aumentado un 3.12%. 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 crecido un 8.1% en el trimestre.



DISCLAIMER:

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

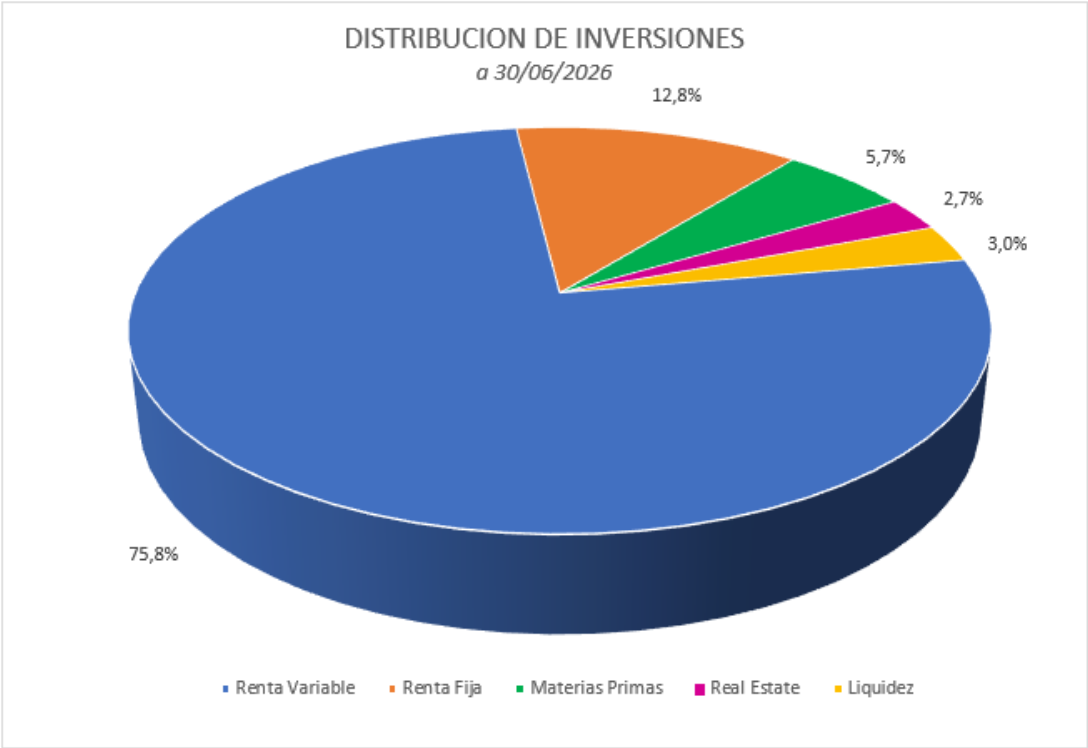
En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables,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

En este trimestre Crianza de Valor ha vuelto a mostrar una volatilidad sensiblemente menor a la de su [benchmark](#), con un 5.47% vs un 12.6% como pueden ver en la tabla siguiente.

AHORROPENSION CIENTO ONCE, F.P.								
30/06/2026								
ANÁLISIS RENTABILIDAD - VOLATILIDAD								
	1 MES	3 MESES	6 MESES	1 AÑO	YTD	2 AÑOS	3 AÑOS	5 AÑOS
Rentabilidad								
PLAN REPRESENTATIVO	-0,24%	3,12%	4,23%	12,62%	4,23%	19,56%	32,65%	32,13%
BENCHMARK	1,51%	8,11%	6,35%	13,94%	6,35%	18,15%	28,48%	29,51%
Volatilidad								
PLAN REPRESENTATIVO	5,05%	5,47%	6,37%	5,65%	6,37%	6,29%	5,80%	6,78%
BENCHMARK	8,76%	12,64%	12,52%	10,48%	12,52%	11,58%	10,60%	11,98%
Ratio de Sharpe								
PLAN REPRESENTATIVO	-0,71	2,30	1,27	2,12	1,27	1,38	1,59	0,75
BENCHMARK	2,30	2,89	1,01	1,27	1,01	0,69	0,76	0,39

Plan Representativo: CRIANZA DE VALOR, PP

La composición de la cartera al final del período era como sigue: Renta Variable un 76%, Renta Fija un 13%, Materias Primas un 6%, Real Estate cotizado un 3% y Liquidez un 3% (en este caso he identificado un nuevo fondo de Renta Variable de pequeñas compañías global y estamos esperando a que terminen de crear una clase en euros para poder entrar, la liquidez debería bajar en los próximos trimestres).



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.

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 10.2x (un 46% más barato que su categoría), a un P/Valor Contable de 1.2x (un 70% más barato), a P/Cash Flow de 6.3x (un 55% más barato) y con una rentabilidad por dividendo del 2.6% (un 100% superior a la categoría). Con esta cartera conseguimos un crecimiento futuro de beneficios a largo plazo del 8.3% que es un 42% menor al mercado (tengamos en cuenta el apartado de worms que veremos un poco más adelante, los analistas están subiendo estimaciones de beneficios a largo plazo bastante agresivamente). Por el lado de Renta Fija la duración combinada de nuestras posiciones es aproximadamente de 1,3 años. Y el Real Estate cotizado está a un 30% de descuento sobre el NAV (valor neto de activos).

Las inversiones han rendido como sigue:

performance	
2ºT	
AQR Sust Premia	14,6%
Fairfax India	14,0%
Myinvestor Value	13,1%
BB Biotech	8,7%
DPAM RE	8,5%
Equam Incometric	7,7%
Aurora UK Alpha	7,4%
Berkshire B	4,4%
Palm Harbour	4,4%
Crianza de Valor FP	3,1%
GAM Cat Bond	1,7%
BH Deuda	1,3%
Pareto Nordic CC	1,2%
Muza Sicav	1,0%
EDM Renta	0,7%
Lift RV Mixta	-0,1%
Abaco RV Global	-1,2%
Cinvest Nogal	-2,0%
Franco Nevada	-14,1%

3. Comentario trimestral sobre los valores de la cartera

3.1 El ganador del trimestre ha sido AQR Sustainable Premia, que ha subido un 14.6%. El mejor factor fue el *defensive* sobre todo en junio, *momentum* ha aportado también y el factor *value* es el que ha estado más flojo dentro de la cartera de unos 250 valores que tienen.

Como llevan comentándonos durante unos trimestres ya, el mercado está impulsado por una asunción de riesgos especulativos alejándose de las valoraciones fundamentales, estas etapas de mercado suelen reflejar un entusiasmo especulativo más que el inicio de una nueva etapa con nuevos líderes de 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.

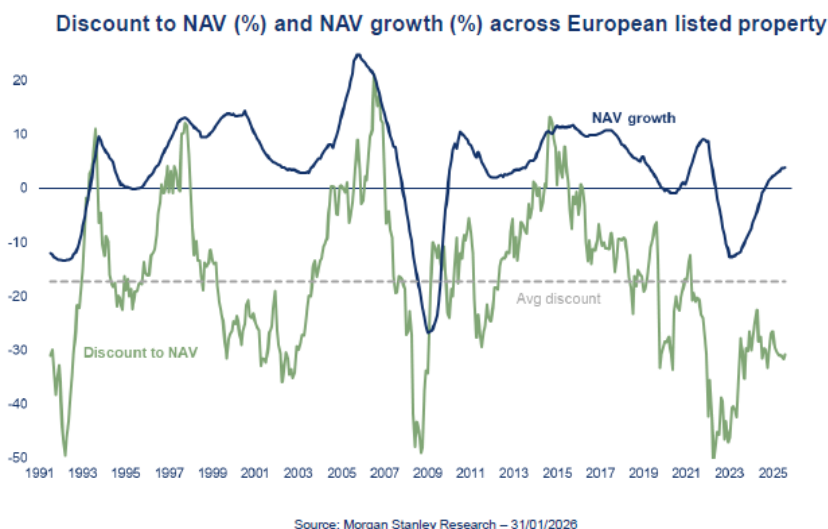
3.2 El segundo del podio fue para Fairfax India aumentando un 14.0%. No ha habido mucha actividad en el trimestre, han acordado acudir a una ampliación de capital en IIFL Capital, del que ya tenían un 30.5%, después de la transacción que tendrá lugar en el último trimestre del año, tendrán un mínimo del 51% de IIFL Capital. Es interesante ver su última presentación: [Fairfax India Presentation](#).

3.3 La medalla de bronce cayó en Myinvestor Value con un más 13.1%. Los mejores valores fueron EasyJet (acercamientos para lanzar una opa), DCC y Aalberts; los peores Douglas, Arbonia y Elior. En cuanto a actividad han vendido Aalberts, Mersen y Bunzl, a cambio han dado entrada a Barratt Redrow, Savills y Trigano. Sigue pensando que estamos en una burbuja especulativa que reventará antes o después; además piensa que el mercado no está valorando las mejoras de productividad de integrar la IA en los negocios tradicionales.

3.4 Después se ha posicionado BB Biotech creciendo un 8.7% trimestral. Durante el trimestre el descuento vs NAV se ha reducido del 10.8% al 6.9% (históricamente ha cotizado con prima a su Valor Neto de Activos).

La compañía entró en 11 nuevas empresas que incluyen: en grandes capitalizaciones Regeneron Pharma (oncología e inmunología), Gilead Sciences (virología y oncología) y Amgen (oncología y enfermedades inflamatorias); en capitalizaciones pequeñas y medias han entrado en Crinetics (sistema endocrino), Enliven (oncología), Vaxcyte (vacunas), Disc Medicine (hematología), Ultragenyx (enfermedades raras), Monte Rosa (oncología) y Oruka (desordenes metabólicos e inflamaciones). También compraron Terns Pharma (obesidad) pero fue opada por Merck el 25 de marzo, poco después de invertir. Vendieron en las distintas opas Amicus y Avidity; redujeron exposición a Revolution Medicines e Ionis, también vendieron Neurocrine, Wave y Maze. Las posiciones en cartera han aumentado desde las 24 posiciones a 30.

3.5 DPAM Real Estate sumó un 8.5% a la cartera. Los mejores subsectores fueron residencias de estudiantes, logísticos y sanitario; lo peor fueron oficinas y residencial. Por países Reino Unido ha destacado (renuncia del primer ministro Stramer) mientras que el norte de Europa flojeó (Escandinavia y Suiza). El mercado de Real Estate cotizado sigue muy dinámico con muchas operaciones de emisión de deuda, compras y ventas de activos e incluso URW compró el 50% de Westfield UTC con una TIR inicial del 5.9% aproximadamente. El crecimiento del Valor de Activos Netos (NAV) está detrás de la ampliación del descuento del sector sobre su NAV.



DISCLAIMER:

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

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

3.6 Le sigue Equam Incometric añadiendo un 7.7%, los mejores valores fueron KLX Energy Services, TGS Nopec y LDC; los peores fueron Headlam, Takkt y Verisure. Poca actividad en cartera durante el trimestre, pero si han recibido 3 opas sobre compañías que tienen en cartera, son Milenium Hotels con una prima del 16%, DCC Energy (oferta todavía provisional) y Edenred (rumores persistentes de oferta por empresas de Private Equity). Siguen viendo mucho potencial alcista en su cartera de small-mid caps, estiman que el potencial es del 120%. Están convencidos de que el mercado de Renta Variable británico es una gran oportunidad de inversión actualmente.

3.7 Aurora UK Alpha aportó un 7.4% al cómputo global. Los mejores valores fueron Lloyds, Wayfair, Ryanair y Frasers, el peor Castelnau Group. En cuanto a actividad han vendido una pequeña posición que habían comprado en BMW cuando empezó la guerra comercial de Trump, pero no están ahora tan seguros que los fabricantes de lujo europeos se puedan defender igual de bien de la competencia china que cuando entraron los fabricantes japoneses; el resultado neto de la operación ha sido de una pérdida de un 6.7% en año y cuarto.

El fondo ha pagado un dividendo del 1.56% durante el trimestre. Lo más relevante ha sido que han hecho públicas sus razones para pedir fuertes recompras de acciones en Barratt Redrow (www.buybarrattback.com) ya que creen que el valor de liquidación es al menos el triple del valor de mercado de la compañía.

3.8 Berkshire Hathaway sumó un 4.4% durante el período. Los resultados operativos han mejorado (ajustado por cambios en divisas, que han restado) un 7.2%, el Ratio Combinado de la parte aseguradora del conglomerado ha sido del 87.8% con un *float* de \$179bn. Mantienen una posición de liquidez de \$380bn y una cartera de inversiones valorada en 288bn. En cuanto a movimientos destacables, han aumentado el peso en Apple otra vez, han invertido \$10bn en Alphabet, han vendido la cartera que gestionaba Todd Combs antes de dejar la compañía por unos \$20bn y finalmente han comprado la promotora inmobiliaria Taylor Morrison por \$2.5bn para poder fusionarla con la unidad que ya tienen: Clayton Homes.

3.9 El mismo resultado que la anterior fue para Palm Harbour Capital, con un más 4.4%. Los mejores valores fueron Watches of Switzerland (compradas el año pasado), Esprinet y Caltagirone; los peores Var Energi (caídas del precio del petróleo), Jardine Matheson y Brightstar Lottery. Poca actividad en el trimestre, están reduciendo posiciones en BW Energy y en Watches of Switzerland y comprando una cementera mexicana con gran exposición al mercado del *fracking* de EEUU.

3.10 GAM Star Cat Bond añadió un 1.7% durante el trimestre. La emisión de Cat Bonds ha seguido fuerte y les ha permitido invertir en una diversa gama de riesgos y emisores. Durante el trimestre no ha habido eventos catastróficos a los que tengan exposición (los terremotos de Venezuela no suelen estar cubiertos).

Lo interesante para este año es el fenómeno meteorológico llamado *El Niño* que suele reducir la gravedad de los huracanes en el Atlántico (aunque es cierto que la superficie del océano está más cálida de lo normal lo que aumenta los riesgos) y aumenta la gravedad en el Pacífico central.

3.11 BH Deuda sumó un 1.3%. Los mejores valores fueron Orano 2028, Cajamar 2029 y Athene 2028; los peores Grenergy 2030, Intesa 2032 y Santander 2038. En cuanto a actividad han reducido bastante el peso de bonos flotantes especialmente de entidades financieras (US Bancorp, JP Morgan, Goldman, Morgan Stanley y BNP) aumentado el peso en bonos con cupón fijo y vencimientos cerca de los 3 años. El fondo tiene una duración de 2 años con una *Yield to Maturity* del 3.8%.

3.12 Pareto Nordic Cross Credit aportó un 1.2%. Los mejores valores fueron SalMar Floating 25/30, DNB Perpetual Floating y Arion Bank 24/34; los peores Hofseth International Floating 25/30 y Viaplay Group Floating. En cuanto a actividad, el verano suele ser calmado, ellos han aumentado el peso en bonos corporativos hasta el 56.4%, siguen cautos con un *Yield-to-Maturity* del 3.6%

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.

3.13 La Muza Sicav creció un 1.0%. los mejores valores fueron Azkoyen, Atalaya Mining, Elecnor y Tubacex mientras los peores valores fueron Rovi, IPCO, las coberturas sobre el índice Eurostoxx y Repsol. En cuanto a actividad han reducido algo las posiciones en Arcelor y en Elecnor para aumentar peso en Savannah Resources, un bono OHL y dar entrada a TSK.

Siguen cautos por el tema de valoraciones bursátiles y siguen con coberturas del 40% de su cartera aparte de tener casi el 10% de su cartera en liquidez.

3.14 EDM Renta aportó un 0.7%. Sin mucho comentario, las partes más cortas de la curva (3 meses) han visto ligeras subidas de tipos (=caída de precios), mientras que a mayor plazo (9-12 meses) han descendido algo.

3.15 Lift RV Mixta se dejó un 0.1%, los mejores valores fueron Tate&Lyle, Nomad Foods y FIPP, los peores Vetoquinol, Alibaba e Inversa Prime. No han realizado cambios relevantes en la cartera durante el trimestre. Siguen buscando empresas infravaloradas que tengan ventajas competitivas y dan como ejemplo Zoetis (empresa veterinaria que ha caído un 70% desde los máximos de 2021).

3.16 El penúltimo valor ha sido Cinvest Nogal minorando un 2.0%. Los mejores valores fueron ThyssenKrupp, Eutelsat y Atalaya Mining; las peores BW Offshore, Diversified Energy, Dynagas LNG y BW Energy. En cuanto a actividad han vendido ThyssenKrupp, SES y Schaeffler para comprar Pluxee, BW Offshore y BMW.

3.17 El peor valor recayó en Franco Nevada, restando 14.1%. Sin que sea una gran novedad, la compañía publicó resultados del trimestre anterior, los precios interanuales del oro subieron un 70%, la plata un 165%, el platino un 128%, el paladio un 79% mientras la energía había caído (veremos la energía subir en el 2º trimestre). Más interesante es el aumento de las unidades vendidas que han aumentado un 8%, junto con las subidas de precios han significado aumentos de ingresos del 77%, ebitda del 84% y beneficio neto del 123%. Durante el trimestre ha pagado un dividendo del 0.14%

Parte de la debilidad de la acción se debe a un tema judicial en Burkina Fasso, Riverstone Karma ha conseguido un veredicto de un juzgado en Burkina Fasso anulando el acuerdo de *streaming* de la mina Karma, Franco Nevada firmó ese acuerdo bajo las leyes de Ontario, Canadá y está actuando para anular ese veredicto y también está estudiando acciones legales contra la empresa matriz de Riverstone Karma, llamada Néré Mining SA (empresa minera de propiedad de accionistas de Burkina Fasso). Aquí el transfondo es que el país busca recuperar parte de su soberanía sobre los recursos naturales de su país. No suele ser buena opción para los países pelearse con las empresas que tienen las capacidades y la financiación para explotar los recursos, pero es el camino que suelen tomar. El resultado es incierto a largo plazo para ambas partes.

Otra parte de la debilidad de la acción es el *risk-off trade* saliendo del oro y similares después del buen desempeño en los trimestres anteriores. Sigue teniendo mucho sentido tener una parte de la cartera en activos reales refugio. Recordemos que la deuda de la Reserva Federal de EEUU ha sobrepasado los 38 billones de dólares (trillion en inglés); que muchos Bancos Centrales siguen aumentando sus reservas de oro (en total han aumentado reservas áureas en más de mil toneladas anuales en los últimos tres años) sin pinta de parar ya que la confianza en activos *fiat* está en decadencia.

4. Inversiones nuevas en el trimestre

4.1 Ninguna.

5. Desinversiones en el trimestre

DISCLAIMER:

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

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

5.1 Ninguna

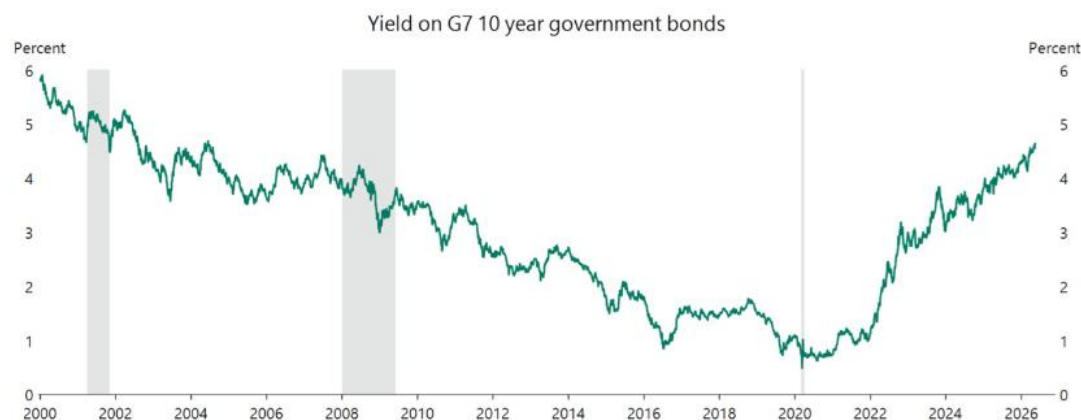
6. Perspectivas

Este trimestre, aprovechando que vamos hacia el verano, he incluido un número elevado de gráficos y más texto que espero que sirva de reflexión y de lectura ahora que tenemos algo más de tiempo.

Economía

Las curvas de tipos de interés están bastante estresadas, sobre todo en las partes largas de las curvas (en todo el G7 p.ej. ver gráfico siguiente).

G7 government bond yields at highest levels since 2004



Note: Maturity is 10 years and higher. Sources: ICE BofAML, Macrobond, Apollo Chief Economist

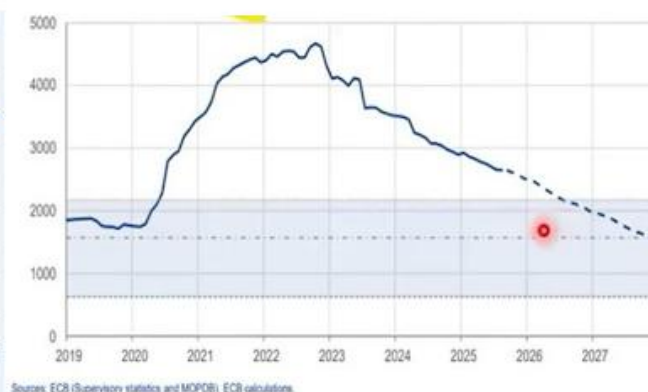
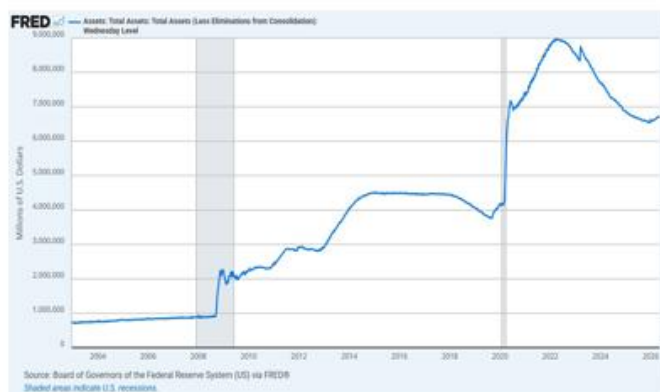
En el extremo corto de la curva, la inflación impulsada por precios de la energía más altos, aranceles y restricciones a la inmigración (mercado laboral fuerte) está resultando más persistente de lo que la Fed esperaba, lo que limita lo agresivamente que puede recortar tipos. En el extremo largo, la trayectoria fiscal es estructuralmente bajista para los bonos (alcista para los tipos). El Tesoro ya está financiando déficits récord casi por completo mediante letras (*T-bills*) para evitar ejercer presión alcista sobre los rendimientos largos, una estrategia que no puede mantenerse indefinidamente. Cuando tenga que aumentar la emisión de notas a largo plazo, la oferta empujará los rendimientos largos al alza, no a la baja. Y en una recesión, el déficit se dispara aún más, requiriendo incluso más emisión justo en el momento en que el apetito del mercado por duración es más flojo.

La implicación para los inversores no es demasiado alentadora, será difícil repetir el manual típico de recesión (conocido como *Fed Put*) —el crecimiento se desacelera, la Fed recorta los tipos, éstos caen y los múltiplos se expanden—que funciona cada vez peor cuanto más tensionado esté el prestatario soberano. Todavía hay algo de margen, pero es cada vez menor. Respecto del *Quantitative Tightening* de estos últimos años, es verdad que el balance de la Fed ha bajado de los 9 billones hasta por debajo de los 7 billones de dólares, pero sigue siendo un 50% mayor que antes del Covid y más de 6 veces superior a la Gran Crisis Financiera (comparativamente vemos que el BCE ha reducido su balance en el mismo importe que EEUU, pero desde un importe más reducido, por tanto el margen de actuación es algo superior, ver gráfico inferior a la izquierda la Fed y derecha el BCE).

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.



Adicionalmente EEUU está en el límite de la [Ley de Ferguson](#), que dice que cuando una gran potencia ve superado su gasto militar en términos de PIB por el gasto de su Deuda, empieza a parecer vulnerable y se cuestiona su autoridad (el gasto militar de EEUU es del 3.4% del PIB y el gasto en deuda del 4% aproximadamente) y ciertamente China le está disputando la hegemonía a EEUU y la guerra con Irán si no es capaz de mantener el Estrecho de Ormuz abierto, será muy cara en términos de reputación.

El petróleo

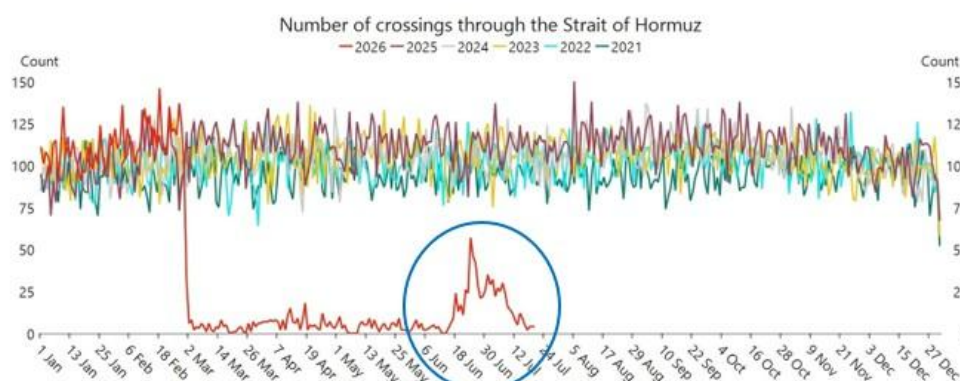
Se ha destruido capacidad de producción de aproximadamente 2.1 millones de barriles diarios en el Golfo Pérsico durante la guerra EEUU-Irán, capacidad que tardará 12-24 meses en volver a producir. Esto beneficiará a China (que ha dejado de importar crudo desde el inicio del cierre del estrecho de Ormuz) y que tiene junto a EEUU capacidad adicional de refino disponible. Los precios del petróleo no han subido más porque varios países de IEA han usado parte de sus reservas estratégicas para evitar justo eso (aunque se estima que tardarán unos 3 años en reconstruir las reservas). Si nos fijamos en las reservas existentes en el sistema antes del inicio de las hostilidades estaba en 65 días de consumo (marzo) y ha ido bajando a 50 días en mayo y se estima que estén en 40 días a finales de junio (tengamos en cuenta que, en el hemisferio norte, que aglutina la mayor parte de la población mundial, es verano y no ha empezado la temporada de calefacción, por tanto, son reservas muy justas; ahora que tenemos un principio de acuerdo entre EEUU e Irán, los barcos que quedaron atrapados están aprovechando para salir (se estima que hay unos 96 millones de barriles atrapados en el Golfo Pérsico, que han empezado a salir pero se han vuelto a estancar una vez que las hostilidades se han reactivado, ver gráfico inferior). En cualquier caso, el planeta necesita reabastecer sus inventarios, incluida la reserva estratégica de la IEA, en un momento en que por el lado de Ucrania está siendo capaz de paralizar la capacidad de refino de Rusia (se estima que el 28% de la capacidad de refino está inutilizada actualmente) y el Kremlin ha impuesto una prohibición de exportar productos refinados (jet fuel y gasolina ya prohibidos y probablemente también gasoil en un futuro cercano) para poder abastecer a su propia población.

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.

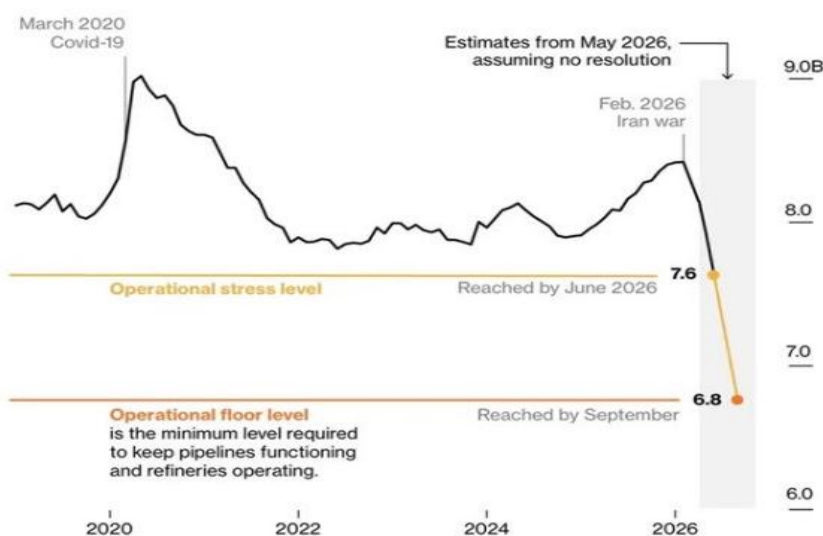
En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables,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

Ship crossings in the Strait of Hormuz



World Oil Inventories Are Falling at a Record Pace

Total visible oil inventories, in billions of barrels



Note: Total visible inventories are drawn from primary storage, and secondary storage such as distributors and wholesalers. Estimated inventories assume no resolution in June, and demand reduction at 5.6 million barrels per day
Sources: JPMorgan Commodities Research using data from Kpler, IEA, EIA, OilChem, PAJ, Singapore, JODI

Otras Materias primas

Por ejemplo el cobre (necesario para la transición energética y para la Inteligencia Artificial), según se estima vamos a necesitar tanto cobre en los próximos 25 años como se ha extraído en los últimos 125 años, pero la *Ley* (que mide cuanto cobre hay por tonelada de roca ha caído del casi 5% en el año 1900 a cerca del 1% en el año 2000 y al 0.5% en el año 2025, para los próximos 25 años se espera que el ratio esté por debajo del 0.25%, por tanto habrá que minar al menos 10 veces más toneladas de roca en los próximos 25 años que en el pasado, necesitaremos pues muchísima más energía y también muchos más insumos contaminantes y también agua, mucha agua.

China ha reducido las exportaciones de Tierras Raras refinadas, y en consecuencia en los últimos doce meses el Terbio (necesario para imanes industriales y turbinas eólicas) ha subido un 350%, el Disprosio un 450%

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.

(motores eléctricos) y el Itrio un 14000%, si 14mil por ciento (imprescindible en semiconductores, defensa e industria aeroespacial) ...montar nuevas plantas de refinado se estima que llevará unos 7 años fuera de China...

Dejo otra tabla con materiales críticos y su evolución futura (riesgo China, riesgo Rusia), vamos que en Occidente tenemos un problema que sólo se puede solucionar con precios altos para incentivar la oferta (producción y refino) ... y como no, eso suena a... INFLACIÓN.

Silver (Ag)Critical deficit Demand 2030-160% Supply capacity-65% Supply meets only 62-70% of 2030 demand. Solar PV alone needs up to 41% of total supply.	Copper (Cu)Critical deficit Demand 2035+30% Supply pipeline-70% 30% shortfall by 2035. 19 Mt cumulative deficit by 2050. Needs ~80 new mines by 2030.	Lithium (Li)Emerging deficit Demand 2035×3-5 current Supply pipeline-62% 38-40% gap by 2035. Demand: 1.2 Mt LCE (2024) → 2.5-3.3 Mt by 2030.
Nickel (Ni)Narrowing gap Demand 2040+100% Supply pipeline-90% Gap narrowing as Indonesia ramps up. Supply could meet baseline demand by 2035 if projects execute.	Graphite (C)Critical deficit Demand×8-25 vs 2020 Supply (ex-China)-20% 8 Mt shortfall by 2040. China controls 95%+ of battery-grade processing.	Uranium (U)Post-2030 deficit Demand 2040+120-200% Existing mines post-2030-50% 67 kt (2024) → 150+ kt by 2040. Existing mines halve post-2030. 10-20 yr lead times.
Antimony (Sb)Active crisis Demand 2030+40% Non-China supply-37% Price up 1,000% since 2020. China export bans Dec 2024. Needs +18 kt/yr new supply.	Tungsten (W)Active crisis Demand steady/growing Non-China supply-25% China controls 75% of supply. Export restrictions 2025. Price +500% in one year.	Titanium (Ti)Geopolitical risk Demand 2030+20-30% Aerospace-grade-65% supply China + Russia control aerospace-grade sponge. Western gap widening as defense demand surges.
Platinum (Pt)Persistent deficit Demand 2025-2028 avg-8 Moz/yr Supply-7.3 Moz/yr ~770 koz/yr deficit through 2028. Above-ground stocks risk depletion by end of 2028.		

Mercados

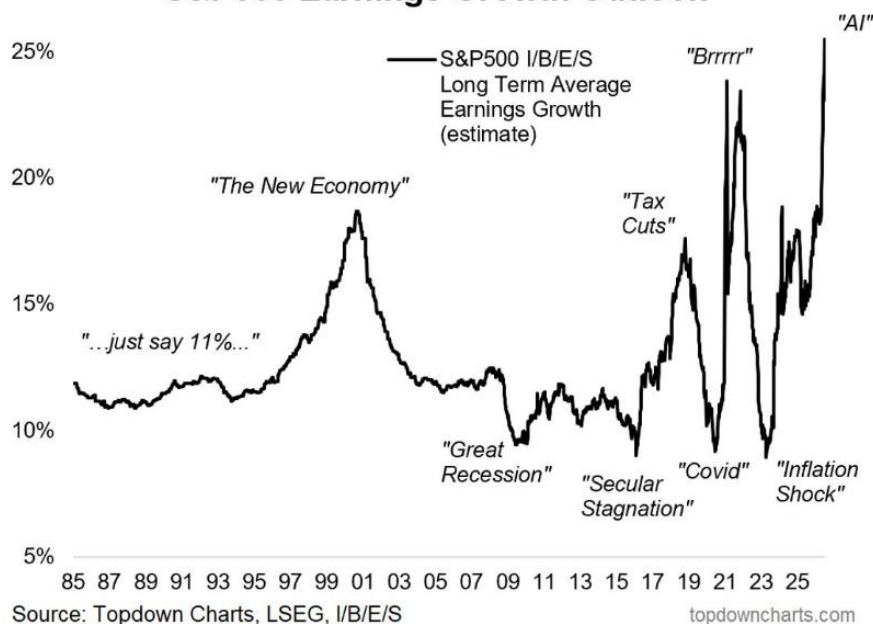
El índice SP500 está cotizando para finales de 2026 a 23.2x beneficios y 15.8x beneficios para 2030e, eso equivale a un crecimiento del 47.1%; mientras tanto el Eurostoxx 600 cotiza a 16.2x beneficios 2026e y 11.4x los esperados para 2030, con un crecimiento esperado del 42.6%. En mi opinión los crecimientos de beneficios son muy agresivas (ver unos párrafos más adelante los [worms](#)). También es ilustrativo el gráfico siguiente sobre las expectativas de crecimiento de los beneficios del índice SP500.

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.

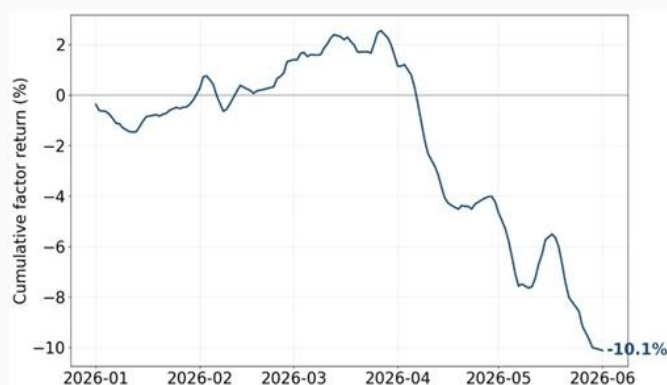
En NINGUN caso la información contenida en el documento puede considerarse asesoramiento, cada persona debe buscar asesoramiento financiero especializado que tenga en cuenta las circunstancias específicas para sí misma. Todos los datos de este documento se han obtenido de fuentes consideradas confiables,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

S&P500 Earnings Growth Outlook



Es curioso que los mercados de bonos si estén anticipando presiones inflacionistas, pero los mercados bursátiles estén en plena euforia... como curiosidad comento que históricamente una estrategia de acciones con baja volatilidad (defensivos) ha batido a la Bolsa, pero en el último rally los inversores están comprando toda la volatilidad y beta que pueden=riesgo.

Figure 1: Low-Volatility Factor YTD 2026



Un ejercicio que los inversores profesionales han hecho históricamente en la Renta Variable es mirar los *worms* o la evolución de los beneficios esperados para cada año por los analistas, normalmente a principios de año son muy optimistas con el año que viene (ya que las casas de análisis tienen que generar negocio y justificar recomendaciones de compra) y con el paso de los meses las expectativas se van ajustando a la baja hacia

DISCLAIMER:

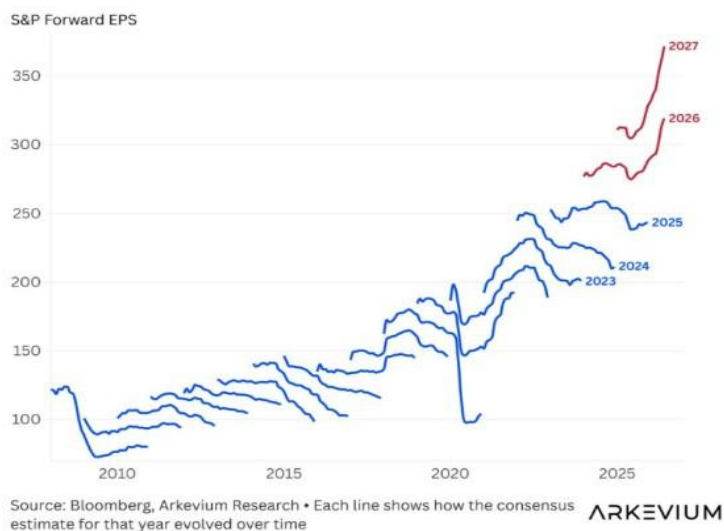
El fondo de pensiones Crianza de Valor FP se gestiona por Caser Pensiones EGFP y Ennos Value EAF solamente actúa como asesor de la gestora para este fondo de pensiones. Por ello, este documento tiene únicamente fines informativos y contiene explicaciones de porque Ennos Value EAF asesora a Crianza de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

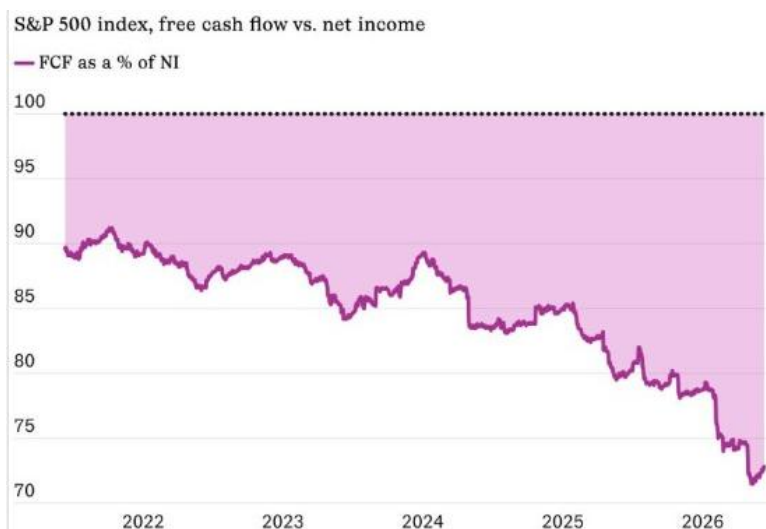
estimaciones más realistas...excepto las expectativas para 2026 y 2027 que no hacen más que subir aceleradamente.

Forecasts Have Never Been This Steep

Analysts expect AI profits to surge through 2027, yet forecasts almost always fade as reality lands.



Si además tenemos en cuenta que el beneficio neto se traduce cada vez en menos Free Cash Flow, o nos creemos que en los próximos años las inversiones van a dar un resultado extraordinario o estamos inflando el globo cada vez más... la experiencia invita a mantener la precaución.



Mercados Privados es otro de los riesgos que los mercados no están contemplando demasiado actualmente. En el segmento [Private Credit](#) los problemas empezaron a manifestarse con el intento de fusión de 2 fondos por parte de la gestora Blue Owl por problemas de liquidez que le obligaron a cancelar las ventanas de liquidez de sus fondos (mucha inversión en empresas de software que pueden ver disrupción por la IA), movimiento seguido por muchas otras gestoras del sector como Blackstone, BlackRock, Morgan Stanley, Cliffwater, Apollo Global, Ares Management, Barings y Carlyle. Recordemos que los activos bajo gestión de este

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.

segmento han pasado de unos 600 mil millones de dólares a 2,6 billones de dólares en los últimos 10 años (y el segmento conjunto *Private* de 4 billones a 9 billones). Estas gestoras han tenido caídas muy importantes en Bolsa durante el cuarto trimestre de 2025 y el primero de 2026 (más del 50% para Blue Owl, 40%os para KKR, Ares y Blackstone y algo menos para Carlyle 30% y Apollo 25%). Recuerden la cita al inicio de la carta.

Como vemos en el gráfico siguiente hay mucho inversor institucional (y últimamente también por inversores minoristas) que han entrado en inversiones alternativas ya que buscan los retornos de Bolsa sin la volatilidad correspondiente (*Private Equity*, recibiremos unos retornos en 5 años con valoraciones mientras tanto que estima la gestora durante ese período) o retornos de Deuda sin su volatilidad (*Private Credit*, la valoraciones también se estiman aunque en principio se recupera la cantidad prestada siempre que no haya quiebras por el camino). Algunos analistas han denominado este efecto de mejorar la rentabilidad ajustada al riesgo (medido por la volatilidad) como *volatility laundering*, equivale a ocultar (lavar) la volatilidad durante un período largo...con tipos de interés a la baja o cercanos a cero eso funciona bien, pero con tipos de interés al alza puede ser un problema importante. La gestora AQR estimó que la volatilidad real de los activos de *Private Equity* (medidos por las empresas de *Private Equity* cotizadas) debe estar entre el 20-25%, superiores a la Renta Variable medida por los índices.

Figure 1: Asset Allocation of US Public Pension Portfolios

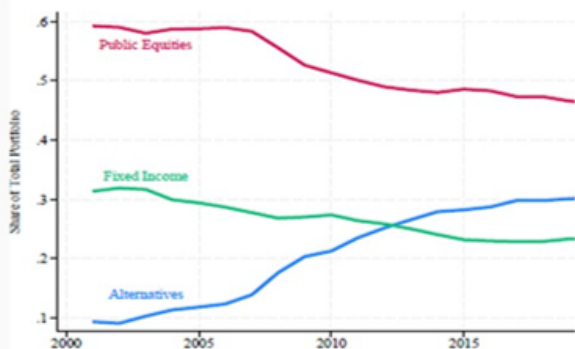
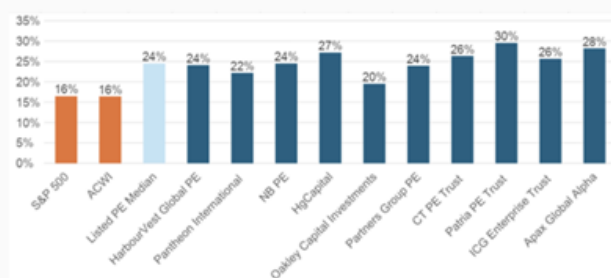


Figure 1: Annualized Volatility Comparison, 2014–2024



Source: Capital IQ

Geopolítica

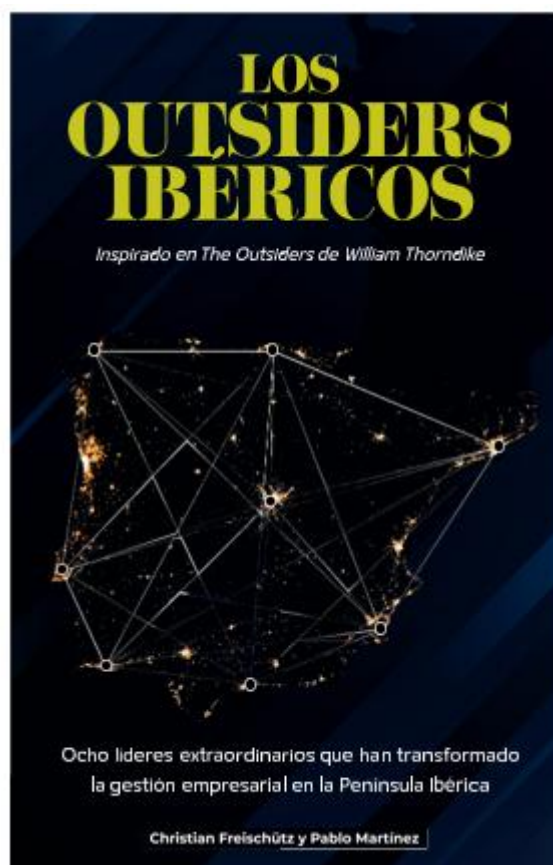
Como decía Charlie Munger: *“I have nothing to add”*. El Estrecho de Ormuz se abrirá en algún momento, pero es difícil que sea un evento lineal (como estamos viendo ahora en este mes de julio). Rusia seguirá sufriendo de su desventaja estratégica al ser un país gigante y muy difícil de defender en su guerra de desgaste con Ucrania (hay un libro muy interesante de Tim Marshall para leer este verano si no lo conocen: *“Prisoners of Geography”*).

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.

Finalmente, si quieren una lectura para este verano, en Ecobook, Casa del Libro, Corte Inglés y Amazon entre otros está el siguiente libro del que tengo el honor de ser codirector:



La entrevista a Jeremy Grantham en Diary of a CEO es muy interesante de ver y escuchar, es sencilla al principio, pero toca temas extremadamente interesantes. Lo pueden ver en YouTube:

<https://www.youtube.com/watch?v=32u5T6lO8qk>.

Feliz verano

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.