



COMENTARIO AGOSTO 2025

VERANO HASTA EL FINAL

Estimado inversor,

Agosto no ha dado tregua, ni en lo que respecta al calor (al menos en Valencia), ni en lo que respecta al mercado y, por supuesto, en lo que respecta a Trump. De hecho, este año hemos tenido, tal vez, más noticias de calado de las que suele ser habitual en estas fechas; tres frentes que marcan la rentrée para la recta final del año: la independencia de la FED, el enredo político francés y los aranceles en EE. UU. tras el varapalo judicial. ¿Nuestra lectura? Más ruido que música y episodios de volatilidad en general, pero sin alterar lo esencial, que son la trayectoria de la economía y los beneficios empresariales. A continuación, qué ha pasado y qué esperamos.

Empecemos por los aranceles USA. El 29 de agosto, un tribunal federal de apelaciones declaró ilegales la mayoría de los aranceles de Trump, pero mantuvo su vigencia hasta el 14 de octubre para permitir un recurso urgente al Supremo (que la Administración ya ha solicitado). En la práctica, nada cambia a corto plazo: los aranceles siguen aplicándose mientras continúa la batalla legal. ¿Impacto? Volatilidad táctica en cadenas globales, ajustes de inventarios y decisiones de compras más que cambios de inversión; sin efecto estructural en márgenes si no hay retirada efectiva. Para nosotros, ruido: Nuestro discurso no cambia y tenemos que seguir centrados en compañías que hayan hecho los deberes, con cadenas y producción local en USA y sin un impacto relevante en sus costes en caso de seguir los aranceles.

Francia (elecciones... o no). El primer ministro François Bayrou ha ligado su continuidad a un voto de confianza el 8 de septiembre, tras presentar un ajuste de ~€44.000 M para 2026, necesario para controlar el déficit fiscal que en 2024 ya se situó en 5,8% del PIB frente al 3% como objetivo a cumplir en la Unión Europea. Si pierde (la opción más probable), tocará rehacer apoyos y gabinete; si gana, vendrá negociación dura con un parlamento muy fragmentado, no un giro macro inminente. En cualquier caso, esto no es nuevo, tras las elecciones al parlamento europeo del pasado año ya vimos una debacle en el mercado de renta variable francés que posteriormente se fue normalizando. Sinceramente, Francia ya ha vivido con un desgobierno durante este tiempo y esto no va a hacer que descarrilen las cuentas de sus empresas, muchas de ellas con negocios globales. Por supuesto, hay que evitar las empresas con una cuenta de resultados más doméstica y vigilar la prima de riesgo (TIR del bono francés vs bono alemán) pero, por lo pronto, vemos un impacto acotado que puede traer incluso oportunidades en caso de fuertes caídas.

Vamos ahora al tema difícil y de mayor calado que tenemos sobre la mesa, sobre todo porque puede ir para largo y extenderse varios meses en el tiempo. En el último mes o mes y medio se ha puesto en cuestionamiento la independencia de la FED ante la posibilidad de que el presidente de EE. UU pueda manipular nombramientos en masa dentro de esta institución para modificar los tipos de interés a su antojo. Si bien este tema nos puede inquietar algo más por la volatilidad que pueda dar tanto a los mercados de acciones como a los bonos, pensamos que el impacto real también es limitado. ¿Por qué? Trump sí tiene margen para moldear la Fed en los próximos meses, pero no carta blanca. Con un Senado

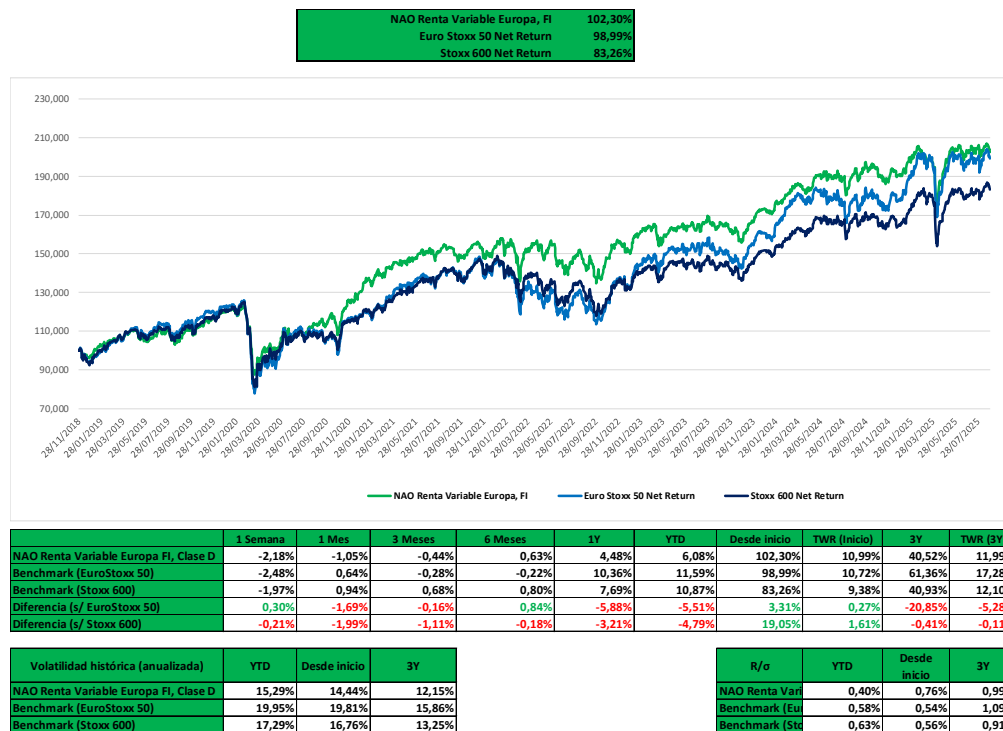
53–47, puede confirmar con relativa facilidad a sus nominados para cubrir vacantes: tras la salida de Adriana Kugler el 8 de agosto, la Casa Blanca propuso a Stephen Miran; si además prosperara en los tribunales la destitución “por causa” de Lisa Cook —hoy impugnada y objeto de una investigación penal del DOJ—, la Junta de 7 miembros podría inclinarse a su favor. Aun así, hay límites: la ley exige “causa” para cesar a un gobernador y el caso Cook definirá ese listón; y aunque logre mayoría en la Junta, el FOMC lo componen también cinco presidentes de bancos regionales que el presidente no nombra directamente. Mirando un poco más allá, en mayo de 2026 termina el mandato de Powell como presidente (seguiría como gobernador hasta 2028), y Trump podrá proponer a su sustituto, que requiere confirmación separada del Senado. Conclusión práctica: capacidad de presión, sí; control absoluto, no. Para cartera, más ruido que cambio de fundamentales.

Dicho todo esto, ¿Qué tenemos más y qué esperar en el corto plazo? Por ahora los analistas esperan una bajada de 25 p.b. en la próxima reunión de la FED, ahora en septiembre y, aunque ya en teoría descontada por el mercado, debería allanar el camino para los inversores en los próximos meses.

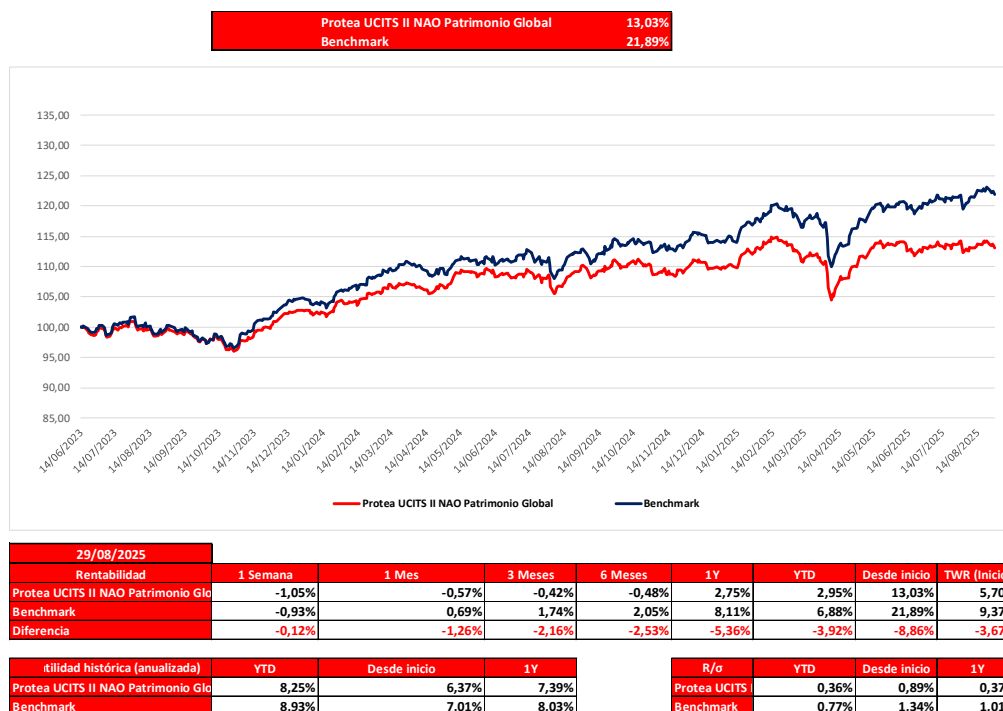
EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE AL BENCHMARK

Agosto ha estado marcado por la escasez de noticias empresariales. Si bien podría parecer que esto es un punto a favor de la tranquilidad, no ha sido así. El mercado estadounidense ha sobresalido de nuevo frente al mercado europeo; así, el S&P 500 se apreciaba casi un 2% en el mes mientras que el Euro Stoxx 50 apenas subía un 0.6%. Hay que mencionar además que mientras los mercados americanos siguen haciendo máximos, en Europa a los índices le está costando llegar a ellos; las compañías financieras han tenido un buen comportamiento en general durante todo el año, al igual que todas aquellas ligadas a defensa, muchos otros sectores continúan acusando la incertidumbre.

En este contexto, la cartera de nuestros fondos de renta variable no se ha comportado bien este mes, ha tenido una caída del 1% frente a un benchmark que se aprecia ligeramente. En el año, NAO sube un 6% frente al 11.6% del índice, aunque con una menor volatilidad (15,3% frente al 20% aproximadamente del índice de referencia). ¿Qué es lo que nos está fallando durante este año y durante este último mes? La menor ponderación en el sector bancario, el cual se ha apreciado en torno al 45% durante 2025 y un 9% durante el verano, junto con la ausencia de posiciones en el sector defensa. Además de ello, y como comentaremos en el próximo apartado más detalladamente, empresas ligadas a comunicación, marketing o software han sufrido especialmente durante agosto (es el caso de Wolters Kluwer, Sopra, Publicis, SAP) por la amenaza que pueda suponer la IA, al igual que otras posiciones en compañías francesas (Vinci, Axa, Saint Gobain, Schneider) debido a la inestabilidad del gobierno. Esperamos, no obstante que el mercado sepa reconocer en los próximos meses que estos miedos son infundados y que estas compañías mejoren en cotización.



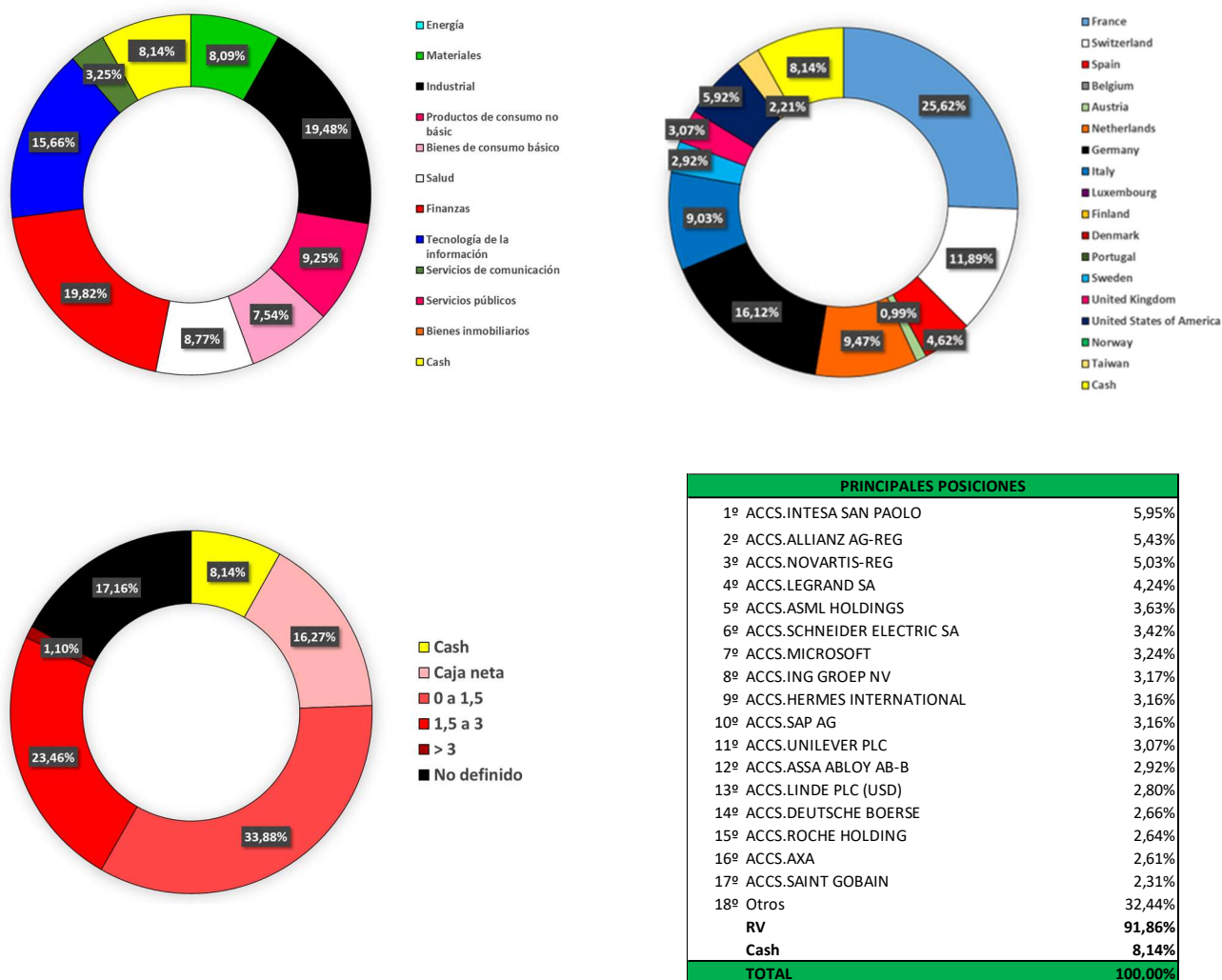
En cuanto a NAO Patrimonio Global, el comportamiento ha sido parecido en lo que respecta a la cartera de renta variable, habiendo caído un 0.57% frente a la subida de 0.69% del índice de referencia. En el año, la revalorización es del 2.95% frente al 6.88% del índice. Uno de los aspectos que más ha impactado negativamente ha sido la divisa, principalmente el dólar.



ESTRUCTURA DE CARTERA Y OPERACIONES EN EL MES

Las carteras de nuestros fondos de renta variable han terminado el mes con una exposición cercana al 92%, sin cambios prácticamente respecto del mes anterior. Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes han cambiado muy ligeramente: Intesa San Paolo, Allianz, Novartis, Legrand y ASML. El fondo contaba con 37 posiciones tras la venta en julio de Infineon.

Por sectores, las mayores ponderaciones en la cartera se encontraban en los sectores Industrial, Financiero (bancos, seguros y bolsas) y Tecnología, y el endeudamiento financiero neto de las compañías se mantenía extremadamente bajo, con una media de x0,76 veces EBITDA.



UN VERANO INTERESANTE**PILAR LLORET MARTÍNEZ**

Los veranos se suelen mover al son de la volatilidad. Con menos gente operando y pocas noticias, las cotizaciones reaccionan a veces con más ruido que fundamento. Este agosto no ha sido la excepción. En términos generales, los índices han tenido un comportamiento que podríamos calificar de razonable según iban saliendo datos y titulares, pero por valores y sectores la película ha sido mucho más desigual; mientras los bancos en bloque se han revalorizado cerca del 10 % durante julio y agosto, otros sectores claramente a la zaga. Dos focos han afectado a nuestra cartera que es preciso explicar: la retórica arancelaria en EE. UU. sobre el sector farma y la narrativa de disrupción por IA (información, consultoría y marketing). A continuación, explicamos de forma sencilla qué hay detrás de ambos frentes y cuál es nuestra lectura.

Arranquemos por farma. En las últimas semanas los titulares han sonado más fuerte que los hechos: se ha hablado de aranceles “gigantes” a los fármacos importados en Estados Unidos y eso ha golpeado a las suizas Roche y Novartis, ambas en cartera. Mientras tanto, además de presentar una primera mitad de año sólida, las dos han asegurado inventarios, acelerado inversión en suelo estadounidense y abierto vías para manejar un eventual arancel. Mucho ruido y, de momento, poco impacto real.

¿Qué está pasando exactamente? Estados Unidos ha abierto una investigación “Sección 232” con calendario: informe técnico a finales de diciembre y decisión final antes de marzo de 2026. En paralelo, la Casa Blanca ha deslizado la posibilidad de un “arancel pequeño” como primer paso y ha pedido a las farmacéuticas propuestas para abaratar precios en los programas públicos. Incertidumbre, y el mercado castiga la incertidumbre.

¿Dónde estamos hoy? Puede llegar un arancel inicial, probablemente de un dígito, en las próximas semanas, pero la cifra definitiva tardará meses. Europa ha encarrilado un límite de hasta el 15 % si finalmente se aplican aranceles; Suiza negocia su propio encaje. El sector salud lo ha notado en bolsa y, dentro de él, las suizas más que la media.

Nuestro escenario más plausible es un desenlace de término medio: un arancel testimonial —del 0 % al 15 %— acompañado de compromisos de inversión industrial en Estados Unidos y de descuentos moderados en los precios netos que paga el sistema público. El impacto estimado: erosión de márgenes limitada y, sobre todo, despeje de la incertidumbre que presiona las valoraciones.

¿Cómo se han preparado Roche y Novartis? Han hecho los deberes. Novartis ha anunciado un plan de inversión en nuevas plantas y ampliaciones en Estados Unidos por unos 23.000 millones de dólares para producir allí en tres a cuatro años. Roche, por su parte, ha comunicado inversiones por aproximadamente 50.000 millones de dólares para ampliar capacidad (biológicos, diagnósticos y pequeña molécula) y valora fórmulas comerciales que reduzcan el precio neto sin tocar el precio de lista. Ambas reforzaron inventarios para cubrir 2025 y parte de 2026.

Un detalle que suele pasar desapercibido: los aranceles se aplican sobre el coste de fabricación que pasa por aduana, no sobre el precio final. En farma, ese coste ronda, orientativamente, una cuarta parte

de la venta. Por eso, un arancel del 10 % se parece más a un 2–3 % de las ventas y uno del 15 % a un 3–4 %. Si la Administración exigiera rebajas del 8–12 % en precios netos para los programas públicos, sería más caro a corto plazo que un arancel del 10 %, pero compraría algo valiosísimo: estabilidad y visibilidad. Además, repercutir un arancel subiendo precios no funciona bien en Estados Unidos por penalizaciones y descuentos automáticos.

¿Qué vigilamos? Tres hitos: la cifra del arancel inicial (si es ≤ 10 % sería un respiro), las propuestas de precios antes del 29 de septiembre y, ya entre final de año y comienzos de 2026, el informe y la decisión final (que incluso podrían suspender o modular el arancel). Nuestra tesis no cambia: la 232 es más palanca para atraer inversión y lograr descuentos acotados que un arancel duro y permanente. Con onshoring, inventarios y opciones comerciales, Roche y Novartis han preparado el terreno. Mantenemos ambas posiciones.

Pasemos ahora a Wolters Kluwer. Este verano el mercado ha castigado a varias empresas de “información y servicios profesionales”. Al principio no había noticias negativas concretas; después, varios brókeres y analistas lo justificaron con el miedo a que la IA desintermedie sus modelos. En publicidad y marketing, Publicis ha navegado un entorno volátil pese a reafirmar crecimiento orgánico cercano al 5 % y ganar cuentas relevantes; en software y consultoría tecnológica, nombres como SAP y otras europeas sufrieron ventas por dudas sobre riesgos y valoraciones ligadas a la IA; y, dentro de datos y analítica, Wolters Kluwer y RELX se vieron arrastradas por el shock de Gartner. Agosto, con poco volumen, amplifica movimientos más de narrativa que de fundamentales.

¿Por qué cae más de un 20 % Wolters Kluwer? Entre finales de junio y mediados de agosto, la acción pasó de aproximadamente 142 € a mínimos intradía próximos a 112 € (más de –20 % en pocas semanas). La presión vendedora se intensificó tras el 6 de agosto, cuando Gartner recortó guía y el mercado extrapoló sin matiz el riesgo de “IA que sustituye conocimiento”. En ese mismo periodo, Wolters siguió ejecutando su programa de recompra (1.000 millones de euros en 2025), comprando en torno a 132 € y luego alrededor de 118 €: señal de confianza.

¿Qué dijo Gartner y por qué no es lo mismo que Wolters Kluwer? El 5 de agosto, Gartner rebajó su previsión de ingresos para 2025 en 100 millones de dólares (ciclos de venta más largos, menor gasto federal en EE. UU. y ruido arancelario). Su división de “insights” creció 3,3 % a tipos de cambio constantes. El mercado interpretó que la IA podía sustituir marcos y recomendaciones de alto nivel... y vendió. Wolters, en cambio, publicó el 30 de julio un H1 2025 sólido: +6 % a tipos constantes, 84 % de ingresos recurrentes (+7 % orgánico), +15 % en software cloud de suscripción y márgenes al alza. Mostró avances concretos en IA integrada en flujos de trabajo (salud, fiscal, legal, cumplimiento). No es lo mismo vender “opinión” que vender software que ejecuta procesos regulados con datos propios y trazabilidad.

La extrapolación desde Gartner a Wolters es débil. Gartner vive más de “insights” y asesoramiento (más elásticos al ciclo); Wolters vende software + datos propietarios que se integran en tareas críticas (auditoría, reporting, clínica, tributación), con costes de cambio altos y exigencia de registro de

evidencias. En un entorno de prudencia presupuestaria, se recorta antes el “consejo” discrecional que un módulo que valida una auditoría o un informe regulatorio. Además, la IA en Wolters se apoya en contenido propio verificado y aporta decisión asistida dentro del workflow: refuerza su ventaja competitiva.

Mantenemos la posición por cuatro razones: fundamentales firmes (más peso de suscripciones digitales, doble dígito en nube y márgenes al alza); la IA es palanca de valor, no riesgo estructural; alta adhesión del cliente y visibilidad (84 % de ingresos recurrentes y productos “críticos”); y gestión de capital disciplinada (recompras y foco en el portfolio). No obstante, no somos complacientes y vigilaremos en los próximos trimestres las métricas más sensibles (contratos ganados, crecimiento orgánico en unidades donde la IA pueda robarles cuota de mercado).

Como comentario general en torno a varias compañías que han sufrido en cartera por este tema, el miedo a la disrupción de la IA ha salpicado a agencias, consultoría tecnológica y software, pero vemos más sentimiento que destrucción real de valor hoy. En varios casos, son las propias compañías las que explican que la IA está tirando de la demanda. El mensaje clave es que estas caídas responden sobre todo a contagio de narrativa tras el recorte de previsiones de Gartner y a la volatilidad típica de agosto, pero vemos los fundamentales de estas empresas aún intactos.

Como siempre, finalizamos este comentario recordando que nuestros canales de comunicación están abiertos para todos ustedes siempre que lo necesiten.

Gracias nuevamente por confiar en nosotros.

Atentamente,

Departamento de Inversiones de NAO SAM