



COMENTARIO OCTUBRE 2025

Estimado inversor,

Octubre ha traído consigo un notable cambio de narrativa, un alivio palpable en los mercados que, sin embargo, debe ser interpretado con cautela y distinción. La tensión acumulada durante el tercer trimestre se disipó gracias a dos catalizadores principales. El primero fue una grata sorpresa en la inflación estadounidense, cuyo dato general se moderó hasta el +3,0% interanual. El segundo, consecuencia directa del primero, fue la decisión de la Reserva Federal. El 29 de octubre, el banco central ejecutó su segundo recorte del año, situando los tipos de interés en el rango 3,75%-4,00%. La reacción del mercado de renta fija fue inmediata: los rendimientos de los bonos cayeron (el T-Note a 10 años se relajó hasta la zona del 4,1%, su nivel más bajo en ocho meses) y, lo que es más importante, la curva de tipos recuperó su pendiente. El diferencial entre el bono a 2 y 10 años se amplió hasta los +60 puntos básicos, una señal clásica que el mercado lee como un alejamiento del fantasma de la recesión.

En Estados Unidos, este cóctel de desinflación y política monetaria más laxa alimentó un *rally* bursátil que, no obstante, fue muy selectivo. El S&P 500 avanzó un +2,7% (cerrando en 6.840 puntos) y el Nasdaq 100 un robusto +4,7%, pero el liderazgo estuvo férreamente concentrado en los gigantes tecnológicos. Una temporada de resultados que superó las expectativas (un 83% de las compañías batió previsiones) aportó el combustible fundamental. La ironía del mes fue que la Fed tomó esta decisión de aliviar la política monetaria prácticamente "a ciegas". El país vivió el *shutdown* administrativo más largo de su historia (36 días), lo que supuso un apagón estadístico que congeló la publicación de datos clave como el empleo o el PIB del tercer trimestre. Pese a la falta de datos oficiales, el sector privado (un ISM de servicios sorprendentemente fuerte en 52,4) y los buenos balances corporativos bastaron para sostener el optimismo. Con todo, el presidente Powell moderó la euforia, enfriando las apuestas sobre un recorte adicional en diciembre y dejando claro que el banco central no ha firmado una capitulación incondicional.

Cruzando el Atlántico, la eurozona demostró una resiliencia superior a la esperada. El PIB del tercer trimestre (+0,2%) evitó la contracción gracias al vigor de Francia y España, que compensaron el estancamiento de Alemania e Italia. Con la inflación general orbitando el objetivo (2,1%), el BCE mantuvo cómodamente su pausa, con el tipo de depósito en el 2%. La verdadera preocupación en Fráncfort, sin embargo, es una inflación subyacente que se muestra pegajosa y se resiste a bajar del 2,4%. Esta sensación de "fin de ciclo" monetario provocó un bienvenido *rally* en la deuda europea. El Bund alemán a 10 años vio caer su rendimiento unos 30 puntos básicos, hasta el 2,63%, y las primas de riesgo periféricas se estrecharon notablemente, con el diferencial entre el bono italiano y el alemán (BTP-Bund) en mínimos de dos años, sobre los 75-80 puntos básicos.

En Asia, la actividad fue frenética y dominada por dos grandes noticias. La primera, una tregua táctica en la guerra comercial: Estados Unidos y China alcanzaron un principio de acuerdo que implica una rebaja de ciertos aranceles a cambio de que Pekín posponga restricciones a la exportación de minerales raros. Un alivio que impulsó al yuan y a las bolsas asiáticas. La segunda, y más espectacular, fue la explosión del mercado japonés. La victoria de Sanae Takaichi como nueva primera ministra, con una

plataforma basada en estímulos fiscales masivos y el apoyo tácito a la política ultra-laxa del Banco de Japón, desató un *rally* histórico: el Nikkei 225 se disparó un +16,7% en el mes. La factura de esta fiesta, como es habitual, la pagó la divisa: el yen se hundió hasta las 154 unidades por dólar.

Este reajuste global de políticas y expectativas tuvo su reflejo directo en el resto de los activos. El dólar cedió terreno (el índice DXY retrocedió a la zona de 99), permitiendo al euro consolidarse sobre el nivel de 1,16 dólares. En materias primas, la divergencia fue total: el petróleo Brent cayó un 4% (hasta 64 dólares) por temores de exceso de oferta, mientras el oro brilló con luz propia. Beneficiado por la caída de los tipos reales, el metal precioso llegó a marcar un récord histórico intradía por encima de 4.300 dólares la onza, cerrando el mes en torno a los 4.000 dólares.

De cara a noviembre, el mercado encara el tramo final del año con un optimismo cauto. La música de los bancos centrales es más amable y los riesgos de cola, como la guerra comercial, se han atenuado. Sin embargo, persisten focos de ruido: la solución al *shutdown* en EE.UU. es solo temporal, la inflación subyacente sigue siendo un reto y el presupuesto del Reino Unido (el 26/11) añadirá otra variable a la ecuación fiscal europea.

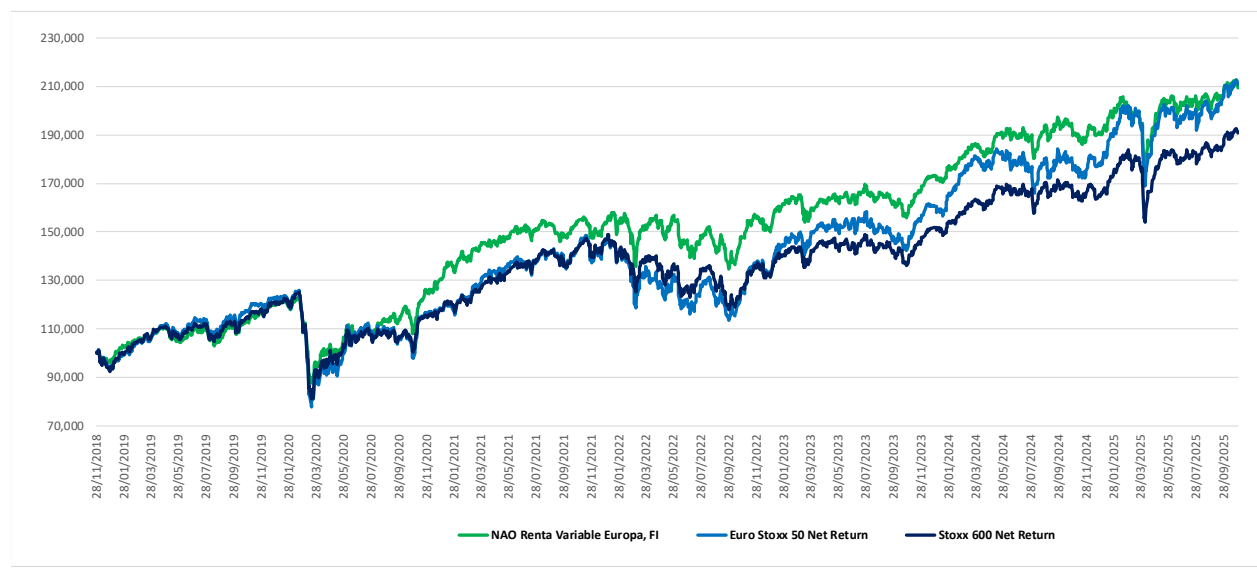
EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE AL BENCHMARK

Octubre dejó un balance constructivo en los mercados desarrollados, con subidas tanto en EE. UU. como en Europa en plena arrancada de la temporada de resultados. En EE. UU., el S&P 500 ganó 2,3 % (TR) y el Nasdaq Composite 4,8 % (TR), apoyados por unas primeras publicaciones razonablemente positivas. Además, la Fed recortó 25 pb y anunció el fin del QT desde el 1 de diciembre, lo que ayudó a estabilizar el coste de capital sin que el mercado entrara en euforia. En Europa, el STOXX 600 avanzó 2,6 % (TR) y el Euro Stoxx 50 2,5 %, con el BCE manteniendo tipos y un tono de mercado constructivo.

La tasa de sorpresas en la temporada de resultados fue buena, aunque la magnitud quedó por debajo de la media reciente; con ello, las estimaciones de BPA a 12 meses apenas se ajustaron: ligero alza en EE. UU. (empujada por tecnología y financieras) y casi planas en Europa. En clave sectorial europea (STOXX 600), destacaron los sectores de servicios públicos, materias primas y energía, con salud y tecnología también en positivo, mientras que automoción, medios de comunicación, seguros y química mostraron un tono más débil. Fuera de nuestro foco principal, Japón brilló con un avance extremadamente acusado del Nikkei 225 (+16,6%), apoyado por el rally tecnológico ligado a la IA, la debilidad del yen y a las expectativas de estímulo con el nuevo liderazgo político bajo los mandos de la nueva primera ministra, Sanae Takaichi.

Fecha 31/10/2025

NAO Renta Variable Europa, FI	109,31%
Euro Stoxx 50 Net Return	110,89%
Stoxx 600 Net Return	90,81%



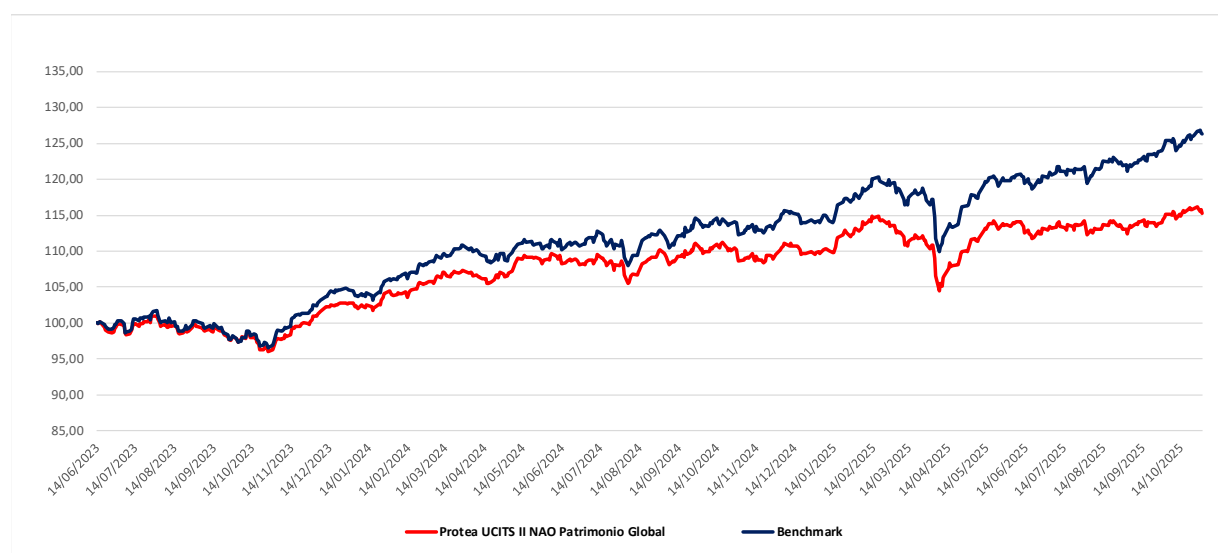
	1 Semana	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	YTD	Desde inicio	TWR (Inicio)	3Y	TWR (3Y)
NAO Renta Variable Europa FI, Clase D	-1,23%	0,95%	2,37%	7,88%	10,44%	9,76%	109,31%	11,25%	41,70%	12,31%
Benchmark (EuroStoxx 50)	-0,16%	2,50%	6,65%	11,28%	20,11%	18,26%	110,89%	11,37%	68,52%	18,98%
Benchmark (Stoxx 600)	-0,64%	2,56%	5,10%	9,88%	16,20%	15,44%	90,81%	9,77%	50,20%	14,51%
Diferencia (s/ EuroStoxx 50)	-1,07%	-1,55%	-4,28%	-3,39%	-9,67%	-8,50%	-1,58%	-0,12%	-26,81%	-6,67%
Diferencia (s/ Stoxx 600)	-0,59%	-1,62%	-2,73%	-2,00%	-5,76%	-5,68%	18,50%	1,48%	-8,50%	-2,20%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Renta Variable Europa FI, Clase D	15,29%	14,44%	11,65%
Benchmark (EuroStoxx 50)	19,95%	19,81%	15,51%
Benchmark (Stoxx 600)	17,29%	16,76%	12,82%

R/σ	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Renta Vari	0,64%	0,78%	1,06%
Benchmark (Eur	0,92%	0,57%	1,22%
Benchmark (Sto	0,89%	0,58%	1,13%

En este contexto, NAO Renta Variable Europa, FI sumó en el mes un 0.95% de revalorización, no obstante, por debajo del índice de referencia (+2,50%). Pesaron en el lado negativo, la tesorería (que no sumó) junto a la debilidad de algunas compañías (Wolters Kluwer, Deutsche Telekom y Saint Gobain, a pesar de sus buenos resultados trimestrales). En la parte positiva, destacamos el gran comportamiento de LVMH, Sandoz, las compañías industriales Assa Abloy, Buzzi, Andritz y Prysmian o los valores tecnológicos (TSM, Broadcom y ASML).

El fondo cierra el mes de octubre con una rentabilidad del +109,31% desde inicio, similar al +110,89% del índice, pero asumiendo un riesgo significativamente inferior (14,44% vs 19,81%). Seguimos manteniendo nuestro compromiso de obtener un retorno rentabilidad riesgo mejor que los mercados. En este sentido, destacar que estamos viendo una gran polarización de la rentabilidad hacia un número de temáticas cada vez más limitadas, banca, tecnología y defensa principalmente. Es importante no perder de vista la necesidad de mantener una cartera diversificada y evitar las concentraciones en estos sectores.



31/10/2025								
Rentabilidad	1 Semana	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	YTD	Desde inicio	TWR (Inicio)
Protea UCITS II NAO Patrimonio Glo	-0,56%	0,87%	1,42%	4,51%	6,14%	5,01%	15,29%	6,15%
Benchmark	0,11%	1,58%	4,30%	8,46%	12,42%	10,71%	26,26%	10,28%
Diferencia	-0,67%	-0,70%	-2,89%	-3,95%	-6,28%	-5,70%	-10,97%	-4,13%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	1Y
Protea UCITS II NAO Patrimonio Glo	8,25%	6,37%	7,65%
Benchmark	8,93%	7,01%	8,28%

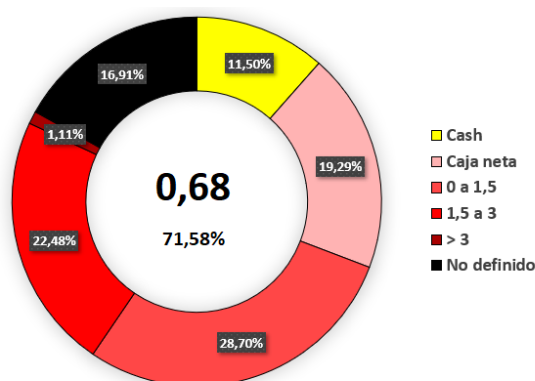
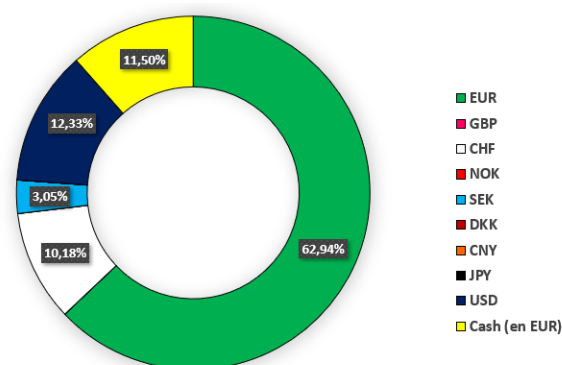
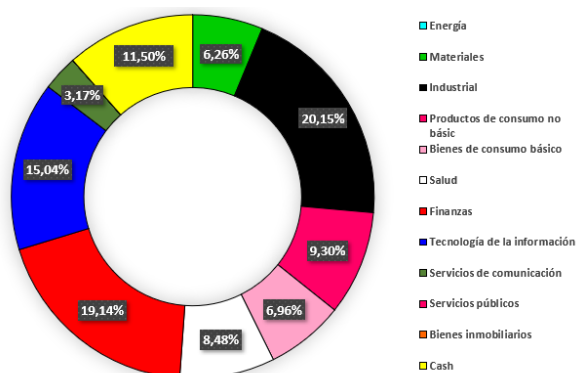
R/σ	YTD	Desde inicio	1Y
Protea UCITS II NA	0,61%	0,97%	0,80%
Benchmark	1,20%	1,47%	1,50%

Por su parte, Protea UCITS II – NAO Patrimonio Global mantuvo un desempeño marcado por cuestiones similares a las de sus hermanos de renta variable y registraba un +0,87% de subida frente al +1,58% del índice de referencia, manteniendo al mismo tiempo una volatilidad consistentemente inferior en concordancia con su objetivo de generar rentabilidad para un inversor conservador que desea exponerse moderadamente a los activos de riesgo.

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 89%, algo inferior respecto del mes anterior. Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes han cambiado muy ligeramente: Intesa San Paolo, Allianz, Novartis, Schneider Electric y Legrand. El fondo contaba con 38 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 x0,68 veces EBITDA.



PRINCIPALES POSICIONES		
1º	ACCS.INTESA SAN PAOLO	5,98%
2º	ACCS.ALLIANZ AG-REG	5,06%
3º	ACCS.NOVARTIS-REG	4,82%
4º	ACCS.SCHNEIDER ELECTRIC SA	3,62%
5º	ACCS.LEGRAND SA	3,34%
6º	ACCS.ING GROEP NV	3,26%
7º	ACCS.MICROSOFT	3,23%
8º	ACCS.HERMES INTERNATIONAL	3,11%
9º	ACCS.ASSA ABLOY AB-B	3,05%
10º	ACCS.ASML HOLDINGS	3,04%
11º	ACCS.SAP AG	2,94%
12º	ACCS.UNILEVER PLC	2,89%
13º	ACCS.AXA	2,61%
14º	ACCS.KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE	2,58%
15º	ACCS.ROCHE HOLDING	2,56%
16º	ACCS.LINDE PLC (USD)	2,39%
17º	ACCS.VINCI SA	2,38%
18º	Otros	31,65%
	RV	88,50%
	Cash	11,50%
TOTAL		100,00%

Venta de Sopra steria y Viscofan

Durante el mes de octubre decidimos vender las posiciones que manteníamos en Sopra y Viscofan. No nos cabe duda de que se trata de dos compañías de gran calidad, financieramente sólidas y

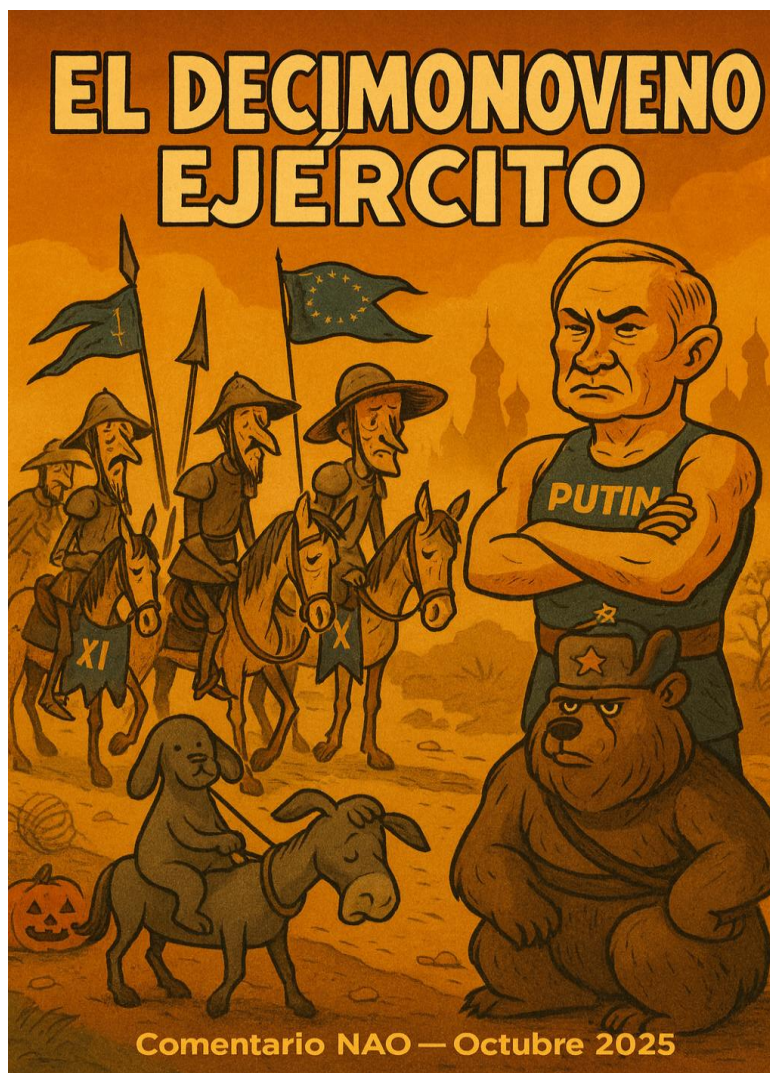
adecuadamente posicionadas dentro de dos frentes de negocio interesantes a medio y largo plazo. No obstante, actualmente se encuentran sujetas a incertidumbre por diferentes causas específicas que afectan a su negocio y consideramos que les puede costar un tiempo contrarrestar el sentimiento negativo de mercado que se cierne sobre sus cotizaciones bursátiles.

En el caso de Sopra, se han evidenciado serios problemas de liderazgo tras la salida de su CEO en medio de unas perspectivas de negocio débiles como consecuencia de retrasos en el programa de defensa británico y un legislativo francés fragmentado, inestable, y con necesidad de recortar presupuestos.

Viscofan, por su parte, enfrenta un riesgo reputacional derivado de un reportaje que atacaba directamente los procesos operativos y de calidad de su planta de Danville (Illinois). La falta de contundencia en la respuesta de la compañía y su impopularidad respecto a otros valores más grandes posicionados en temáticas de mayor tracción nos dejan poca visibilidad para evaluar cuánto tiempo le llevará recuperar la confianza de los inversores.

INVERTIR CON TURBULENCIAS

PILAR LLORET



En los últimos días la UE ha vuelto a anunciar un nuevo paquete de sanciones contra Rusia, el decimonoveno desde que comenzó la guerra. La frase manida atribuida a Albert Einstein dice que *“locura es seguir haciendo lo mismo y esperar resultados diferentes”*. No creemos que en Bruselas haya locos ni ingenuos; más bien, muchas decisiones se explican por incentivos políticos, por el peso del populismo o por el miedo a la opinión pública y la necesidad de mostrar unidad. Sea como fuere, y sin entrar a juzgar la dimensión moral —ni minimizar el sufrimiento que la guerra causa— conviene distinguir dos planos: el de la tragedia humana y el de su traducción a la economía y los mercados.

Porque, por duro que resulte, una cosa es el dolor humano, que es incalculable, y otra su impacto agregado sobre la actividad económica, que suele amortiguarse con el tiempo. Las economías, las empresas y las personas tienden a adaptarse, reinventarse y salir adelante. En ese contexto, a lo largo de este año muchos partícipes nos han preguntado por los riesgos geopolíticos —Ucrania, los aranceles,

los cambios en EE. UU.— e incluso por escenarios extremos como un impago de la deuda americana. Nuestra respuesta es sencilla: no podemos gestionar una cartera como si los eventos de cola tuviesen probabilidad del 100 %. Si orientáramos todo a lo excepcional, dejaríamos de invertir y la inflación erosionaría el ahorro. Nuestro modo de proteger el patrimonio no es huir del mercado, sino permanecer invertidos en negocios que sobreviven y prosperan “pase lo que pase”: compañías con ventajas competitivas, poder de precios, balances sólidos y generación de caja. A esto sumamos liquidez táctica para aprovechar oportunidades cuando el mercado se abarata por sobrereacciones.

Desde que NAO vio la luz en 2018 hemos atravesado varios temporales: la pandemia, la subida de tipos más rápida en décadas, la guerra de Ucrania, la vuelta de los aranceles al discurso político... y, aun así, las buenas empresas han creado riqueza. Por eso nuestro fondo ha más que doblado su valor en el periodo, con una volatilidad menor que la del mercado. Si hubiéramos gestionado en base a excepciones —tratando cada titular como el fin del mundo— hoy tendríamos menos patrimonio real tras descontar la inflación y habríamos perdido varias de las mejores jornadas bursátiles, que históricamente se concentran tras los sustos.

Las emociones —pánico en las caídas, euforia en las subidas— son malas consejeras. Como recordaba Benjamin Graham, “en el corto plazo el mercado es una máquina de votar; en el largo, una máquina de pesar”. Para no caer en trampas emocionales proponemos una guía sencilla: darse un margen antes de actuar (evitar decisiones en caliente), revisar los fondos que tenemos y, dentro de ellos, las compañías en cartera y las razones por las que están ahí, hablar con el gestor para entender su visión y escenarios, comparar con situaciones análogas del pasado (pandemia, inicio de la guerra, subidas de tipos) y cómo se absorbieron con el tiempo; y, si aun así algo no nos deja dormir, ajustar la posición de forma ordenada, no por impulso, manteniendo la disciplina del plan a largo plazo.

No se trata de negar los riesgos —los analizamos, los integramos en escenarios y dimensionamos las posiciones—, sino de asignarles el peso que merecen. Nuestra responsabilidad es preservar y hacer crecer el ahorro en el tiempo, no adivinar el próximo titular. Por eso preferimos empresas de calidad, diversificadas, con deuda contenida y capacidad de trasladar costes, acompañadas de una pequeña reserva de liquidez para actuar cuando el mercado ofrece precios atractivos. No podemos asegurar que los buenos negocios no caigan en las sobrereacciones del mercado, pero sí garantizar que, con disciplina y calidad, terminaremos recuperándonos.

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