



COMENTARIO ENERO 2026

Estimados Inversores,

Enero de 2026 fue un arranque de año de los que el mercado vende como "constructivo" con bolsas arriba, inflación ya domesticada, bancos centrales en pausa y volatilidad contenida. Y, aun así, no fue un mes "plácido" en el sentido profundo; fue un mes que deja una idea muy clara, el apetito por riesgo está ahí, pero el mercado no está pagando por certezas, está pagando por la sensación de que lo peor ya pasó.

En Europa el mes fue un arranque muy limpio, inflación ya en el 2%, BCE en pausa y un mercado que, simplemente, se permite seguir comprando riesgo sin pelearse con la macro. De ahí el resultado, subidas en torno al +3% en el STOXX 600 y máximos históricos otra vez. La rentabilidad estuvo muy condicionada por rotaciones rápidas y por lo sensible que está el mercado a cualquier excusa cuando el punto de partida son valoraciones ya exigentes. En renta fija europea, lo llamativo fue precisamente lo poco que pasó. El bund a 10 años terminó cerca del 2,85% y la periferia siguió sin tensión. Esto es una señal útil porque cuando el crédito está tranquilo, suele ser porque el mercado no está descontando una recesión ni un accidente de financiación inminente.

La macro europea acompañó. La inflación en la eurozona se movió alrededor del 2%, justo en objetivo, y el PIB del 4T creció aproximadamente un +0,3% trimestral, algo mejor de lo previsto. Con esa combinación, el BCE puede permitirse seguir en modo pausa.

En Estados Unidos, enero fue positivo pero menos brillante que Europa con el S&P 500 subiendo alrededor de un +1,4% y marcando nuevos récords (cierre cerca de 6.980). La narrativa dominante siguió siendo la misma, inteligencia artificial como motor de inversión, con las megacaps tecnológicas funcionando como "refugio de crecimiento". El problema de esta narrativa no es que sea falsa, es que es cara cuando todo el mundo ya está de acuerdo, el mercado deja de premiar lo bueno y pasa a castigar lo que no sea excelente.

La Fed mantuvo tipos en el rango 3,50%-3,75% y Powell fue bastante claro, la economía está fuerte y no hay prisa por seguir recortando. El mercado asume que el "pánico inflacionista" ya no manda, pero tampoco espera que la Fed se convierta en una máquina de estímulos a corto plazo.

Donde EE. UU. sí aportó su cuota de espectáculo fue en el frente político. El episodio de las amenazas arancelarias a Europa en el contexto de Groenlandia y el giro posterior en 24 horas fue un manual de "ruido que mueve precios sin añadir información económica real". Y a final de mes llegó la nominación de Kevin Warsh como próximo presidente de la Fed, con una lectura inicial de posible sesgo más duro en política monetaria.

En el resto de mercados, enero fue una mezcla de apoyo y recordatorio de riesgos. El euro se fortaleció cerca de un +1,5% hasta alrededor de 1,19 dólares, máximos de casi cuatro años. El Brent terminó el mes alrededor de 66 dólares, +7% en enero, con un pico intramensual por tensiones con Irán. En gas europeo, el TTF subió con fuerza (aprox. +25%) por frío e inventarios más bajos. El oro acabó

prácticamente plano después de una caída brutal la última sesión del mes y la volatilidad (VIX) cerró en zona baja, alrededor de 16, coherente con un mercado más confiado que asustado.

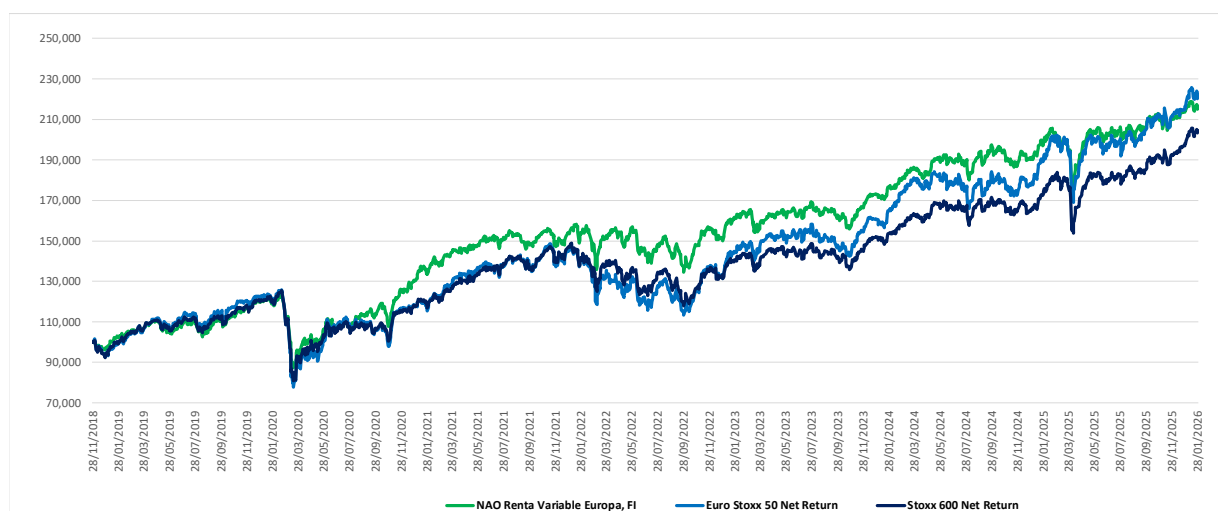
¿Y qué lectura nos deja todo esto para encarar 2026? La parte buena es clara con inflación contenida, bancos centrales sin necesidad de endurecer más y Europa con algo más de pulso relativo frente a EE. UU. La parte incómoda también es clara, las bolsas ya han subido mucho antes de que los beneficios lo certifiquen y la política estadounidense sigue siendo capaz de convertir un mes estable en una montaña rusa de titulares. En este entorno, 2026 no va de adivinar el próximo susto; va de exigir que el crecimiento de beneficios aparezca y de pagar precios razonables por negocios que puedan sostener márgenes y caja incluso si el relato se enfría.

EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE AL BENCHMARK

Enero ha empezado tiñendo de color verde el año bursátil en los principales mercados de capitales, al menos en lo que a la renta variable respecta. Japón ha vuelto a ser líder con un ascenso de casi el +6%, mientras que los índices representativos del mercado europeo se han mantenido también en la parte alta de la tabla, con un Euro Stoxx 50 que sumaba un +2,8% y un Stoxx 600 (índice menos concentrado y que contiene 600 compañías) que se anotaba un +3,25%, demostrando que el impulso ha sido bastante generalizado en las diferentes acciones cotizadas del universo europeo, al contrario de lo que hemos visto durante el año anterior. China y Estados Unidos también tuvieron subidas en el periodo, aunque más moderadas por el orden del +1,8% y el +1,45%. Por sectores, los tickers que mejor se comportaron fueron Recursos básicos, Energía y suministros básicos, Industrial y Banca.

Todo ello en medio de un mes en el que ha resurgido en cierto modo el ruido de la política comercial de Trump junto con las tensiones geopolíticas de Groenlandia e Irán, y con las primeras publicaciones de resultados empresariales saliendo a la palestra.

NAO Renta Variable Europa, FI	116,51%
Euro Stoxx 50 Net Return	122,11%
Stoxx 600 Net Return	104,39%



Rentabilidad	1 Semana	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	YTD	Desde inicio	TWR (Inicio)	3Y	TWR (3Y)
NAO Renta Variable Europa FI, Clase D	0,15%	0,88%	2,52%	4,98%	8,10%	0,96%	116,51%	11,36%	34,29%	10,32%
Benchmark (EuroStoxx 50)	-0,01%	2,71%	4,63%	10,80%	15,32%	2,76%	122,11%	11,76%	53,98%	15,46%
Benchmark (Stoxx 600)	0,44%	3,13%	6,57%	11,75%	16,42%	3,22%	104,39%	10,47%	45,57%	13,32%
Diferencia (s/ EuroStoxx 50)	0,15%	-1,83%	-2,11%	-5,83%	-7,22%	-1,81%	-5,60%	-0,40%	-19,68%	-5,14%
Diferencia (s/ Stoxx 600)	-0,29%	-2,25%	-4,05%	-6,77%	-8,31%	-2,27%	12,12%	0,89%	-11,28%	-3,00%

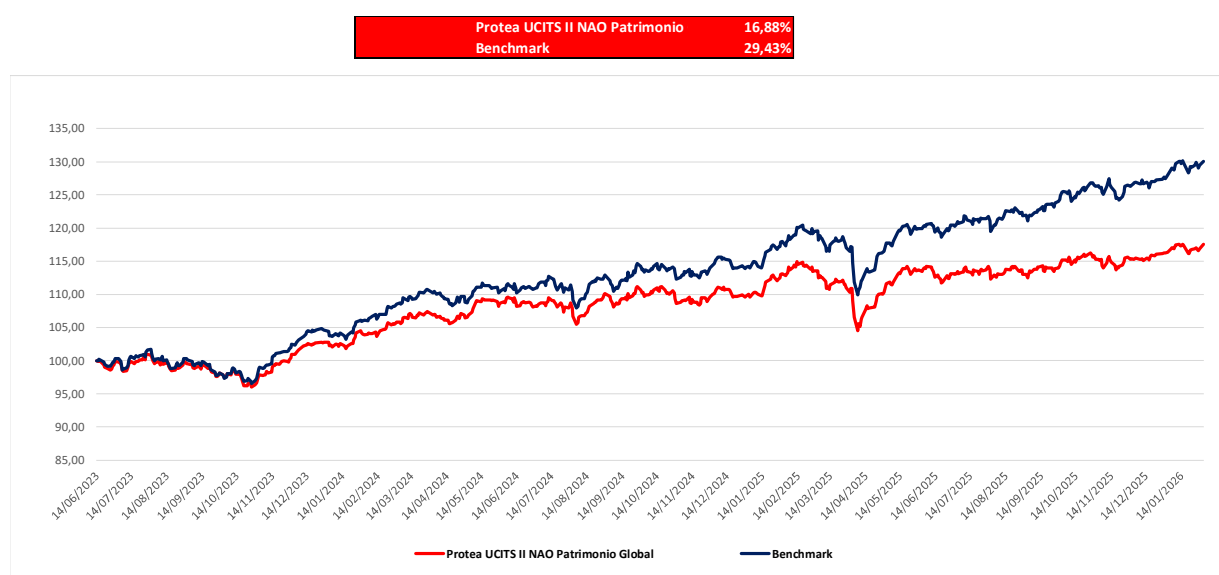
Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Renta Variable Europa FI, Clase D	8,45%	14,15%	11,25%
Benchmark (EuroStoxx 50)	12,90%	19,35%	14,88%
Benchmark (Stoxx 600)	9,29%	16,33%	12,17%

	R/σ	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Renta Vari		0,11%	0,80%	0,92%
Benchmark (Eu)		0,21%	0,61%	1,04%
Benchmark (Sto)		0,35%	0,64%	1,09%

En este contexto, NAO Renta Variable Europa FI ha tenido una revalorización del +0,90% en el mes, notablemente por debajo del +2,71% obtenido por el benchmark. No obstante, eso sí, la volatilidad del fondo se está manteniendo muy baja en el arranque de año: un riesgo asumido del 8,45% vs el 12,90% de dispersión en los retornos que mantiene el índice de referencia. Esto debería permitir al fondo obtener una remuneración por el riesgo asumido muy satisfactoria a medida que las cotizaciones

bursátiles continúen cogiendo inercia alcista, que es lo que estamos viendo al parecer en el inicio del mes posterior.

Con esto, nuestros fondos de renta variable se sitúan en una rentabilidad acumulada del +116,5% en sus 7 años de vida defendiendo una medida de riesgo extraordinariamente controlada (volatilidad del 14,15% frente al 19,35% del benchmark).



30/01/2026								
Rentabilidad	1 Semana	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	YTD	Desde inicio	TWR (Inicio)
Protea UCITS II NAO Patrimonio Global	0,08%	0,51%	0,94%	2,34%	3,46%	0,58%	16,88%	6,10%
Benchmark	0,17%	1,38%	2,33%	6,32%	9,80%	1,54%	29,43%	10,29%
Diferencia	-0,09%	-0,87%	-1,39%	-3,98%	-6,34%	-0,96%	-12,55%	-4,19%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	1Y
Protea UCITS II NAO Patrimonio Global	5,53%	6,18%	7,06%
Benchmark	7,01%	6,85%	7,76%

R/σ	YTD	Desde inicio	1Y
Protea UCITS II NA	0,10%	0,99%	0,49%
Benchmark	0,22%	1,50%	1,26%

Por su parte, Protea UCITS II – NAO Patrimonio Global suscita una lectura muy similar a la de sus hermanos de renta variable: el fondo mixto global consiguió un avance del +0,5% en el mes frente al +1,4% de su índice de referencia, aunque manteniendo una volatilidad notablemente inferior (5,5% vs 7%).

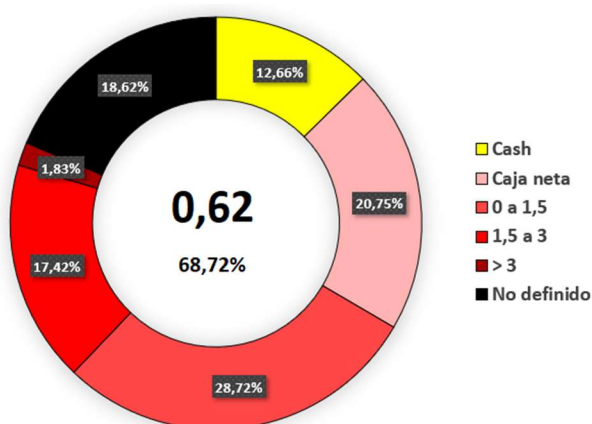
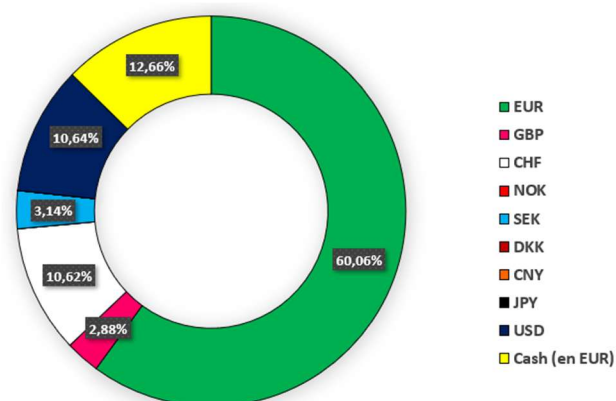
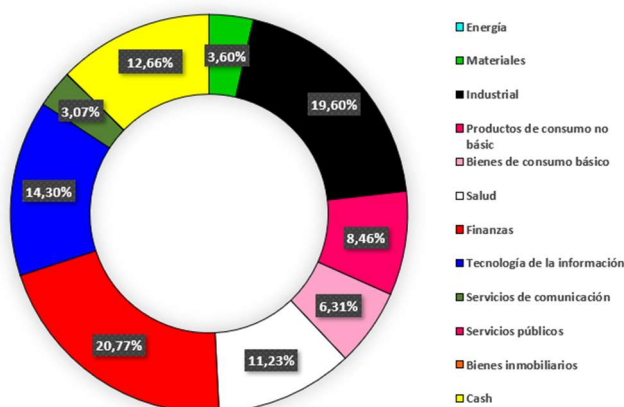
Con ello, en poco más de 2 años de vida, el fondo ha obtenido un retorno acumulado de casi un +17% con una medida de riesgo que se sitúa en el 6% anualizado. Cifras muy adecuadas para una cartera mixta global conservadora, según nuestra opinión.

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 87% tras algunas desinversiones realizadas durante los últimos días. No obstante, y como a continuación explicaremos, hemos realizado operaciones con el arranque de febrero que han dejado las carteras de nuevo en un 90% de exposición a mercado, un nivel que nos deja cómodos a la espera de hallar nuevas oportunidades de inversión, como comentamos a menudo.

Por otro lado, las cinco primeras posiciones de la cartera al cierre del mes fueron: Intesa San Paolo, Novartis, ING, ASML y Roche, y el fondo contaba con 37 posiciones.

Por sectores, las mayores ponderaciones se mantenían en los sectores Financiero (bancos, seguros y bolsas), Industrial y Tecnología, y el endeudamiento financiero neto de las compañías sigue siendo extremadamente bajo, con una ratio media de x0,62 veces EBITDA.



PRINCIPALES POSICIONES	
1º ACCS.INTESA SAN PAOLO	6,27%
2º ACCS.NOVARTIS-REG	4,46%
3º ACCS.ING GROEP NV	4,17%
4º ACCS.ASML HOLDINGS	3,97%
5º ACCS.ROCHE HOLDING	3,46%
6º ACCS.SAINT GOBAIN	3,44%
7º ACCS.ALLIANZ AG-REG	3,41%
8º ACCS.ASSA ABLOY AB-B	3,14%
9º ACCS.ALPHABET INC-CL A	3,10%
10º ACCS.KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE	2,83%
11º ACCS.SCHNEIDER ELECTRIC SA	2,73%
12º ACCS.INDITEX	2,59%
13º ACCS.MICROSOFT	2,58%
14º ACCS.LINDE PLC (USD)	2,52%
15º ACCS.VINCI SA	2,46%
16º ACCS.TAIWAN SEMICONDUCTORS-SP ADR	2,44%
17º ACCS.SAFRAN	2,42%
18º Otros	31,36%
RV	87,34%
Cash	12,66%
TOTAL	100,00%

Últimos movimientos en cartera

Ventas

Durante el mes hemos ajustado exposición en varias compañías de elevada calidad, pero cuya cotización se está viendo dominada por la narrativa en torno a la IA generativa y, en particular, por la percepción de que los avances en agentes y automatización podrían erosionar barreras de entrada en determinados servicios intensivos en conocimiento y software.

En este contexto, hemos cerrado completamente las posiciones en **Publicis** y **Wolters Kluwer**. En ambos casos seguimos reconociendo la solidez de sus modelos de negocio, su capacidad de ejecución y la naturaleza diferencial de los servicios que prestan. Sin embargo, el mercado está trasladando con mucha fuerza un escenario de disrupción acelerada a sus valoraciones: en Publicis, por la posible presión a la baja en costes y diferenciación en el ámbito de marketing, targeting y estrategia de comunicación; en Wolters Kluwer, por la potencial reducción del “coste del conocimiento” en verticales como legal y salud, precisamente donde la compañía aporta valor mediante herramientas especializadas. Nuestra visión es que esta transición no será tan inmediata ni lineal, y que ambas compañías cuentan con ventajas relevantes para incorporar IA en sus productos, ampliar capacidades y, a la vez, optimizar estructuras de costes. De hecho, por el momento no se ha observado un deterioro material de sus cifras ni una revisión significativa a la baja del consenso. Aun así, la cotización está reaccionando de forma muy marcada a una narrativa que, a nuestro juicio, va por delante de la evidencia fundamental. En este entorno, preferimos reducir el riesgo de valoración y de “headline risk” asociado a un mercado especialmente sensible a estos temas, reasignando el capital a oportunidades con mejor asimetría.

También hemos reducido peso en **SAP**. La lógica es similar: ruido bursátil y presión sobre múltiplos por la discusión del impacto de la IA en software empresarial. Consideramos exagerado asumir una sustitución rápida del ecosistema de SAP en grandes corporaciones, donde el ERP es infraestructura crítica sobre la que se construyen procesos operativos, fiscales y contables, con costes de cambio y riesgos de transición elevados. En nuestra lectura, la IA puede convertirse más en un catalizador que en una amenaza inmediata: integraciones con modelos, uso de APIs y automatización de procesos pueden aumentar la utilidad del producto y contribuir a eficiencias tanto para clientes como para la propia compañía. Aun así, y dada la sensibilidad del mercado, optamos por bajar exposición para equilibrar el binomio rentabilidad-riesgo, manteniendo una posición alineada con nuestra convicción estructural.

Por último dentro de este bloque, hemos vendido **Deutsche Börse**, donde percibimos un efecto de narrativa todavía menos fundamentado. La compañía opera infraestructura esencial de mercados en Alemania y otras geografías europeas, tanto en negociación como en datos, en segmentos donde la automatización del trading o el tratamiento de información no elimina la necesidad de una capa primaria y regulada de mercado. En un escenario de creciente digitalización, la relevancia de los “pipes” y de la fuente original de datos debería mantenerse. Sin embargo, la discusión sobre automatización e IA ha incrementado el ruido y la volatilidad percibida, y hemos preferido simplificar exposición y liberar recursos para ideas con catalizadores más visibles.

Finalmente, aunque no guarda relación con lo que hemos comentado para las ventas anteriores, también hemos salido de **Givaudan**. En la actualidad, varios subsegmentos ligados a alimentación y consumo doméstico —incluyendo categorías de “hogar y cuidado personal”— muestran una dinámica más pausada y con menor visibilidad en cuanto a volúmenes y crecimiento orgánico. Dado que en este tipo de compañías el componente de crecimiento orgánico es un elemento clave en la justificación de valoración, preferimos ser prudentes y abandonar la posición, a la espera de un entorno operativo que vuelva a ofrecer mayor claridad sobre la trayectoria de crecimiento. Seguiremos vigilando la compañía de cerca por si esto cambia.

Compras

En el lado de las incorporaciones, hemos reforzado exposición a compañías donde vemos una combinación atractiva de calidad, visibilidad de beneficios y una relación rentabilidad-riesgo más equilibrada en el contexto actual.

En primer lugar, hemos aumentado posición en **ING Groep**. Dentro del universo bancario europeo, ING nos sigue pareciendo una de las franquicias mejor posicionadas por equilibrio de modelo de negocio, disciplina de balance y capacidad de generación de beneficios a lo largo del ciclo. Además, frente a otros bancos europeos, su revalorización bursátil no ha sido tan intensa en relación con la evolución del BPA, lo que nos deja un punto de entrada relativamente más razonable. En un escenario base de estabilidad de tipos y crecimiento moderado en Europa, consideramos que este perfil de banco diversificado encaja bien como exposición financiera en cartera, máxime teniendo en cuenta que mantenemos una presencia contenida del sector (solo dos bancos), buscando diversificación sin elevar de forma excesiva la ciclicidad agregada.

En segundo lugar, hemos incrementado **Safran**, donde vemos un tramo de varios años potencialmente muy favorable por una confluencia de factores estructurales. Por un lado, el déficit de aeronaves es ya palpable y condiciona la capacidad de oferta del sector. Por otro, el tráfico de aviación civil de media distancia continúa expandiéndose, impulsado tanto por la actividad comercial como por la demanda turística. A esto se suma el aumento de presupuestos de defensa en Europa y Estados Unidos, que refuerza el telón de fondo para proveedores estratégicos del sector aeroespacial. Safran es un actor de referencia en motores de aviación, con exposición relevante a Airbus y Boeing (en este último caso vía la joint venture CFM con GE). Esta posición es especialmente interesante porque un ciclo fuerte de entregas de aeronaves tiende a traducirse, con retraso, en una elevada recurrencia de ingresos por “aftermarket” y servicio postventa (mantenimiento, revisiones y reposiciones), lo que aporta visibilidad y calidad de beneficios.

También hemos comprado **Inditex**. Aunque seguimos viendo recorrido estructural en la temática de lujo, lo cierto es que la recuperación del consumo chino está siendo más lenta y errática, afectando tanto a cifras como a sentimiento en parte del segmento. Por ello, hemos preferido concentrarnos en una historia más autosuficiente y menos dependiente de un único driver macro: eficiencia operativa, propuesta de valor calidad-precio-innovación difícil de replicar y una ejecución que se está traduciendo en un crecimiento sólido del BPA. En términos fundamentales, Inditex encaja con nuestro sesgo hacia

“quality”: elevada resiliencia, generación de caja, disciplina de capital y capacidad de adaptación del modelo ante cambios en tendencias y canal.

Por último, hemos reforzado exposición al sector de telecomunicaciones a través de **Deutsche Telekom** y **KPN**. Consideramos que el sector puede comportarse especialmente bien en un horizonte de 3 a 5 años por una mejora clara del perfil de inversión: el grueso del ciclo de capex de despliegue de redes ya está realizado, lo que permite que la generación de caja se refleje de manera más directa en remuneración al accionista y reducción de apalancamiento, con disciplina de capital. Al mismo tiempo, el crecimiento estructural del tráfico de datos y la creciente necesidad de conectividad —impulsada por cloud, centros de datos, IoT e IA— aporta soporte a un crecimiento recurrente y relativamente estable.

Adicionalmente, tanto Deutsche Telekom como KPN destacan dentro del sector por su calidad de activos, un apalancamiento financiero más controlado que la media y una ejecución históricamente disciplinada, evitando dependencias excesivas de eventos puntuales para sostener su valoración. En particular, sus tesis de inversión no descansan en operaciones de M&A transformacionales ni en hitos regulatorios críticos a corto plazo, lo que reduce el riesgo binario y mejora la visibilidad del caso, que en nuestra opinión es clave cuando invertimos en un sector como es el de las telecomunicaciones. En conjunto, vemos en estas posiciones una forma eficiente de añadir defensividad y previsibilidad a la cartera, con potencial de mejora del perfil financiero del sector y una volatilidad generalmente contenida.

LA PRODUCTIVIDAD POR LA IA: DE PROMESA A PROCESO

EUGENI SEGARRA

Durante años la conversación sobre inteligencia artificial e inversión ha girado en torno a dos preguntas casi idénticas que, en la práctica, llevaban a respuestas muy distintas. La primera era la obvia: ¿cuánto dinero se va a gastar en IA? La segunda, la que importa más para quienes ya están invertidos en algo más allá de los chips y los data centers, era mucho más difícil de responder: ¿está cambiando de forma real la manera en que las empresas funcionan? Durante mucho tiempo la respuesta honesta fue un "todavía no se sabe". Eso empieza a cambiar.

Lo que se ve ahora no es una revolución. Es algo más interesante, porque es más concreto. Es una dispersión. Algunas empresas están empezando a mostrar números que no encajan con el relato de que la IA es todavía solo marketing y capex. No son números enormes ni que vayan a reescribir los libros de texto de economía esta temporada, pero son números reales, verificables y, lo más importante, operativos. Hablan de costes por unidad, de expedientes por persona, de niveles de servicio, de tiempo de desarrollo. Son el tipo de métricas que, si se mantienen y se escalan, terminan moviéndose en márgenes.

Walmart es quizás el ejemplo más claro de lo que significa que algo pase de ser un proyecto piloto a ser un hecho operativo. En sus centros de fulfillment llamados next-gen, los costes unitarios ya están un 20% por debajo de los centros manuales comparables, y la empresa dice abiertamente que espera superar el 30% de mejora antes de que termine el año. Ahora bien, sería impreciso llamar a esto "IA pura". Es una combinación de automatización física, software y rediseño de procesos, de la misma forma que cuando se habla de la revolución industrial no se atribuye todo a la máquina de vapor. Lo relevante para un inversor no es la etiqueta tecnológica sino la ecuación económica: menos coste por pedido, menos fricción, y si el porcentaje de pedidos que pasa por esos centros crece, esa mejora entra directamente por márgenes.

En un registro parecido, pero en un sector muy diferente se mueve W. W. Grainger, un distribuidor industrial. Han reportado una mejora de aproximadamente 2,5 puntos porcentuales en lo que ellos llaman "service level", que en su caso significa el porcentaje de ítems que están en stock en la ubicación óptima de envío. No es un número que impresione a primera vista, pero en logística cada punto porcentaje cuenta mucho: menos roturas de stock significa menos envíos de urgencia, que son caros, y más conversión, que es dinero. El efecto no llega al P&L inmediatamente, pero cuando llega, lo hace con apalancamiento.

En banca la historia es algo diferente porque el coste laboral pesa más. Y aquí el ejemplo más revelador no viene de un chatbot ni de una aplicación bonita sino de un proceso que al principio parece burocrático y aburrido: el KYC, la verificación de identidad del cliente. JPMorgan ha explicado que en ese proceso está pasando de gestionar 155.000 expedientes con 3.000 personas a gestionar 230.000 expedientes con una plantilla que va a ser un 20% menor. Si haces la cuenta, eso es un salto de productividad que ronda el 80 o el 90 por ciento. No es glamuroso. No sale en los titulares. Pero si ese mismo patrón se replica en AML, en servicing, en back-office, el ratio de eficiencia de un banco, el cost-

to-income como se dice en el sector, se mueve de forma significativa. Y en banca, donde los costes fijos son enormes, incluso pequeñas mejoras en ese ratio se traducen en aumentos desproporcionados de los beneficios.

El otro dato que vale la pena seguir viene del mundo del software, donde PayPal y FIS han reportado mejoras del 10 al 30 por ciento en el tiempo que sus desarrolladores dedican a tareas de codificación gracias a herramientas de asistencia por IA. Aquí hay que ser un poco más cuidadoso con la interpretación. Reducir el tiempo que un programador necesita para escribir código no es lo mismo que reducir el tiempo que tarda un proyecto en llegar a producción. Si el cuello de botella real está en el diseño, en los tests o en los procesos de compliance, la mejora en la fase de coding se diluye. Pero si la empresa es capaz de mantener esa mejora y la convierte en más releases por trimestre con la misma base de costes, o en menos contratación externa, entonces sí, se convierte en dinero.

La pregunta que muchos se hacen ahora mismo es si todo esto va a mover la productividad agregada del país, del mundo, del PIB. La respuesta más honesta es: todavía no, y probablemente no durante mucho tiempo. Y eso está bien, porque para un inversor esa no es realmente la pregunta relevante. La pregunta relevante es dónde está la dispersión. Si unas empresas bajan sus costes unitarios un 30 por ciento mientras la mayoría todavía está en fase de piloto, esa distancia entre las dos es exactamente de donde viene el retorno. La macro no necesita acelerar para que haya alpha en la micro.

Lo que sí cambia, y es lo más interesante de mirar de ahora en adelante, es de dónde va a venir ese retorno dentro de los mercados. Hasta ahora la narrativa dominante ha sido la del capex: los que construyen los chips, los que construyen los data centers, los que venden las herramientas. Es una narrativa que ha funcionado muy bien para los precios de las acciones de esas empresas. Pero hay otra narrativa que empieza a aparecer en los datos y que el mercado todavía no ha pagado del mismo modo: la de los que usan la IA para bajar sus costes de operación en negocios donde los márgenes son delgados y el coste laboral es alto. Un 1 o un 2 por ciento de mejora en el coste unitario en un negocio donde los márgenes ya estaban en el 3 o el 4 por ciento no es un dato menor. Es un apalancamiento enorme sobre los beneficios. Y esas empresas, por definición, son las más baratas y las menos conocidas.

En Europa la tesis tiene un matiz propio. Los bancos europeos, por ejemplo, encajan bastante bien en ese perfil: costes laborales elevados, operaciones repetitivas, mucho dato disponible, valoraciones que siguen siendo bajas a pesar de años de revisiones positivas de beneficios. Si los mismos patrones que se están viendo en JPMorgan con el KYC se van a ver, digamos, en BNP Paribas o en ING con sus procesos de compliance, el efecto sobre los márgenes podría ser relevante. Pero eso todavía hay que verificarlo banco por banco, trimestre por trimestre. Lo que sí se puede hacer ahora es saber exactamente qué mirar: el cost-to-income, la evolución del FTE, los costes de personal respecto a los ingresos, y si hay coherencia temporal entre lo que anuncian en los strategy days y lo que aparece después en los números.

Más allá de los bancos, los sectores europeos que teóricamente deberían beneficiarse más son los que combinan márgenes bajos con mucha mano de obra y procesos repetitivos medibles: distribución,

logística, retail alimentación, BPO, staffing. Son negocios que no suelen estar en los primeros planos cuando se habla de IA, precisamente porque no son los que invierten en IA de forma espectacular. Pero son los que, si la mejora de eficiencia llega, la van a notar más rápido en los resultados.

El riesgo más real no es que la IA no funcione. Es que los números que se ven ahora sean un poco engañosos. Un piloto que nunca escala. Un ahorro que en realidad viene de renegociación o de recorte temporal. Una métrica que suena impresionante pero que no tiene relación directa con el P&L, como cuando se cuenta el número de interacciones de un chatbot sin compararlo con las llamadas que se han evitado. O el caso de las mejoras en coding que no se traducen en menos tiempo de proyecto porque el cuello de botella está en otra parte. La prueba que realmente importa es sencilla: una guía de costes que baja y que se mantiene baja durante varios trimestres, con evidencia operativa detrás. Cuando eso aparece sostenido, el mercado lo nota.

En esa curva todavía estamos más cerca del principio que del final. La mayoría de los procesos que van a cambiar todavía están en pilotos o en islas aisladas dentro de empresas grandes. La señal se diluye porque el resto de la empresa sigue funcionando como antes. Pero la señal existe, y cada trimestre hay un poco más de ella. Lo que va a pasar en los próximos uno o dos años no es que la productividad agregada dé un salto visible. Es que cada vez más empresas pasen de "tenemos un proyecto de IA" a "tenemos un proceso que cuesta menos que hace un año". Y cuando eso se convierte en la cosa normal y no en la excepción, los múltiplos van a reajustarse. No hacia las empresas que construyen la infraestructura, sino hacia las que ya están usándola, calladamente, para que sus números se vean mejor cada trimestre.

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