



COMENTARIO FEBRERO 2026

Estimados Inversores,

Febrero fue el mes en que el mercado empezó a exigir más pruebas y menos promesas. Europa subió con fuerza, Estados Unidos cedió y, para hacerlo más incómodo, ambos lo hicieron con los tipos largos a la baja. El STOXX 600 avanzó un 3,7% y el Euro Stoxx 50 un 3,2%, mientras el S&P 500 cayó un 0,9% y el Nasdaq 100 un 2,3%. A la vez, el Bund alemán a diez años bajó hasta el 2,65% y el Treasury estadounidense al 3,96%. Traducido a lenguaje simple: la bajada de rentabilidades ayudó, pero ya no bastó. El mercado empezó a discriminar mucho más entre negocios sólidos y negocios caros.

La lectura fácil habría sido decir que febrero fue otro mes “pendiente de la inflación”. Se queda corta y, en parte, es humo. Si el problema central hubiera sido un simple miedo a una reaceleración inflacionaria, no habríamos visto caer con fuerza las tires largas mientras el oro subía más de un 10%, el petróleo repuntaba y la volatilidad volvía a tensarse. Lo que el mercado descontó de verdad fue otra cosa: menos fe ciega en beneficios lejanos, menos tolerancia a múltiplos exigentes y más exigencia de caja, visibilidad y barreras de entrada.

Europa lo hizo mejor, pero conviene no adornarlo con cuentos de renacimiento macro. La economía mejoró, sí, pero sigue lejos de una expansión robusta. El PIB de la eurozona creció un 0,3% trimestral en el cuarto trimestre, el empleo avanzó un 0,2% y los PMIs apenas describen una salida del estancamiento. Además, la inflación de febrero repuntó al 1,9%, con la subyacente en el 2,4% y los servicios todavía en el 3,4%, lo que permitió al BCE mantenerse en pausa, pero no cantar victoria. La explicación útil de la fortaleza bursátil europea fue mucho más prosaica: Europa estaba mejor colocada para un mes en el que el mercado buscó defensivos, activos reales y beneficios menos frágiles. Utilities, recursos básicos, salud y alimentación funcionaron como refugio; los bancos dejaron de liderar cuando apareció ruido en crédito y financiación. Por eso el IBEX, con más peso bancario, quedó por detrás de otras bolsas europeas. Europa ganó por composición y por resultados menos malos de lo temido, no porque la macro se hubiera vuelto brillante de repente.

En Estados Unidos la foto fue mixta, no recesiva. La inflación de enero bajó al 2,4%, la subyacente al 2,5%, se crearon 130.000 empleos y la tasa de paro quedó en el 4,3%. Los indicadores de actividad siguieron en zona expansiva. Pero esa foto tenía grietas. En manufacturas reapareció presión en precios, los hogares percibieron un mercado laboral menos accesible y, además, durante todo el mes faltó el dato que más mira la Fed: el PCE. Sin esa referencia, el mercado operó a media ciegas y dio demasiado peso a encuestas, titulares y resultados. Tampoco hubo reunión de la Fed en febrero, así que la conclusión siguió siendo la misma: la economía aguanta, pero no lo bastante limpia como para justificar optimismo automático ni recortes rápidos.

Ahí encaja el verdadero tema del mes. Febrero fue, probablemente, el primer mes de 2026 en el que la inteligencia artificial dejó de ser un múltiplo y pasó a ser una prueba de caja. Nvidia volvió a batir expectativas y aun así cayó en bolsa. Eso importa mucho más que el titular del beneficio, porque revela un cambio de pregunta. El mercado ya no está preguntando si hay demanda de chips o si la inversión en IA sigue viva. Está preguntando quién monetiza de verdad ese gasto, quién captura el margen y quién

puede acabar viendo erosionado su negocio. Durante el mes, el software y los servicios en Estados Unidos llegaron a perder cerca de un billón de dólares en valor. El mensaje fue muy claro: infraestructura necesaria, sí; relato sin caja, no.

El crédito, de momento, no confirmó un susto sistémico. En Estados Unidos los diferenciales se abrieron, sobre todo en high yield, y en Europa también hubo deterioro, pero todavía contenido. Esa es una señal relevante, porque coloca el problema donde probablemente está hoy: más selectivo e idiosincrático que sistémico. Es decir, la renta variable ya empezó a castigar a los eslabones más débiles y a los modelos de negocio con peor visibilidad, pero el crédito agregado todavía no está poniendo precio a un accidente general. Eso reduce el dramatismo del mes, pero no elimina una cierta complacencia.

La política y la geopolítica solo importaron de verdad cuando tocaron caja. El ruido arancelario en Estados Unidos alivió primero y volvió a preocupar después. Al final de febrero, las tensiones con Irán añadieron prima al crudo y castigaron especialmente a los tramos más cíclicos y ligados a viaje. La mezcla de mercado fue muy reveladora: oro muy fuerte, petróleo al alza, tipos largos a la baja y volatilidad repuntando. Ese cóctel no describe un mercado convencido de un aterrizaje plácido. Describe un mercado que no ve una recesión inmediata, pero que tampoco se cree ya cualquier promesa de crecimiento.

La conclusión de febrero es útil porque limpia bastante ruido. El mercado no ha dejado de pagar por el crecimiento; ha dejado de conceder el beneficio de la duda. Eso endurece el entorno, pero también lo hace más sano. A partir de aquí, la diferencia entre ganar y perder va a depender menos de estar cerca de la palabra de moda y más de demostrar márgenes, disciplina de capital y capacidad real de convertir inversión en beneficios. Europa ha aguantado mejor porque en este régimen tenía mejor mezcla sectorial. Estados Unidos sigue teniendo crecimiento, pero ya no tiene licencia para cotizar a cualquier precio. En 2026 el problema no es adivinar el próximo titular. El problema es distinguir qué negocio genera caja de verdad y cuál solo vivía del relato.

EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE AL BENCHMARK

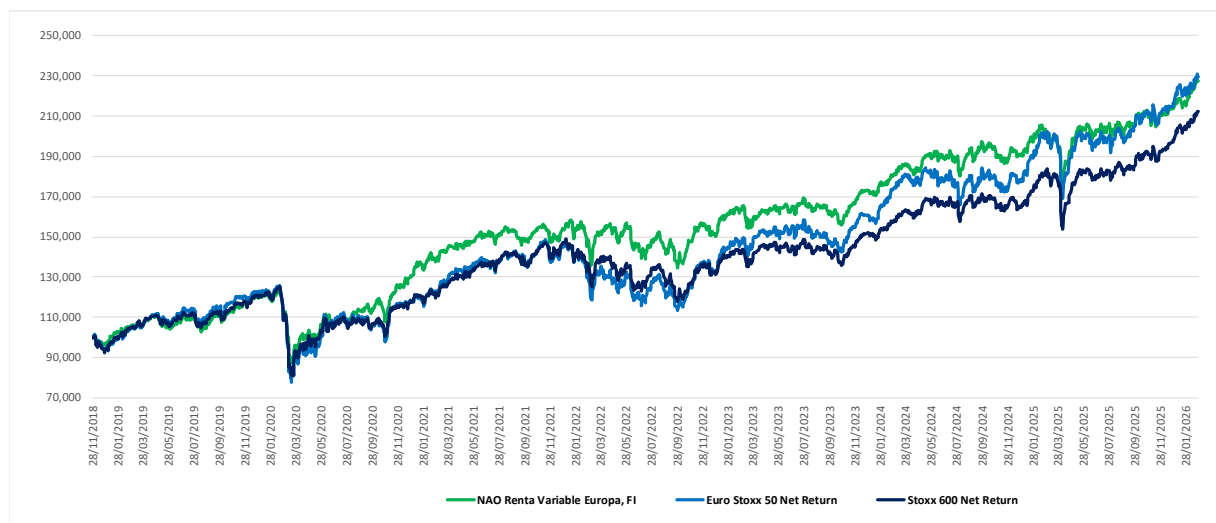
Febrero ha sido un mes de sensaciones mixtas en los mercados de capitales, marcado, por un lado, por la cascada de resultados del cuarto trimestre y del conjunto del ejercicio que han ido publicando las compañías y, por otro, por la evolución de la narrativa de la IA generativa, que desde hace un par de años se ha convertido en uno de los grandes catalizadores de flujos de capital y de expectativas de beneficios que con más ímpetu vigilan los inversores.

En líneas generales, las empresas europeas y estadounidenses han reportado cifras sólidas, aunque con un comportamiento desigual por temáticas, en muchos casos ya parcialmente recogido en las cotizaciones. Además, en algunos sectores, pese a que los números son buenos, el mercado empieza a ponerse más exigente con los pronósticos de ingresos y beneficio, como estamos viendo en banca, aeroespacial y defensa, energía, eficiencia energética, hardware y otras actividades vinculadas a centros de datos e IA. En las últimas semanas, parte de estas temáticas se ha quedado rezagada y el foco se ha desplazado hacia negocios menos cíclicos, más defensivos, que habían quedado en segundo plano el año pasado: telecomunicaciones, farma y biotecnología, alimentación, además de cuidado personal y del hogar.

En paralelo, los últimos avances en materia de agentes de IA continúan castigando sin piedad a las acciones de software, ya que los inversores cuestionan la solidez de las barreras de entrada de los modelos SaaS (compañías que venden suscripciones o licencias de uso del software que desarrollan, sin ceder infraestructura o entorno para utilizarlo). La irrupción de nuevos modelos capaces de programar a nivel experto y ejecutar código podría desplomar los costes de desarrollo de software y aplicaciones, incrementando la probabilidad de que entren nuevos competidores y productos al mercado.

Así, durante el segundo mes del año, los índices europeos han subido más de un +3% en el mes, mientras que Estados Unidos y China se han quedado planos o con caídas moderadas. Japón, por su parte, ha despuntado con más de un +10%, impulsado por la euforia tras la reelección de Sanae Takaichi, que aseguraba la continuidad de los estímulos fiscales sobre la economía nipona.

| | |
|-------------------------------|---------|
| NAO Renta Variable Europa, FI | 127,58% |
| Euro Stoxx 50 Net Return | 129,45% |
| Stoxx 600 Net Return | 112,28% |



| 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 | 0,41% | 4,71% | 8,05% | 11,46% | 13,15% | 6,12% | 127,58% | 12,00% | 39,06% | 11,61% |
| Benchmark (EuroStoxx 50) | 0,12% | 2,50% | 8,53% | 14,42% | 14,87% | 6,16% | 129,45% | 12,13% | 55,57% | 15,85% |
| Benchmark (Stoxx 600) | 0,53% | 3,50% | 10,20% | 14,88% | 16,78% | 7,20% | 112,28% | 10,93% | 48,32% | 14,03% |
| Diferencia (s/ EuroStoxx 50) | 0,28% | 2,21% | -0,48% | -2,96% | -1,71% | -0,04% | -1,87% | -0,13% | -16,50% | -4,25% |
| Diferencia (s/ Stoxx 600) | -0,13% | 1,22% | -2,15% | -3,42% | -3,63% | -1,08% | 15,31% | 1,07% | -9,25% | -2,42% |

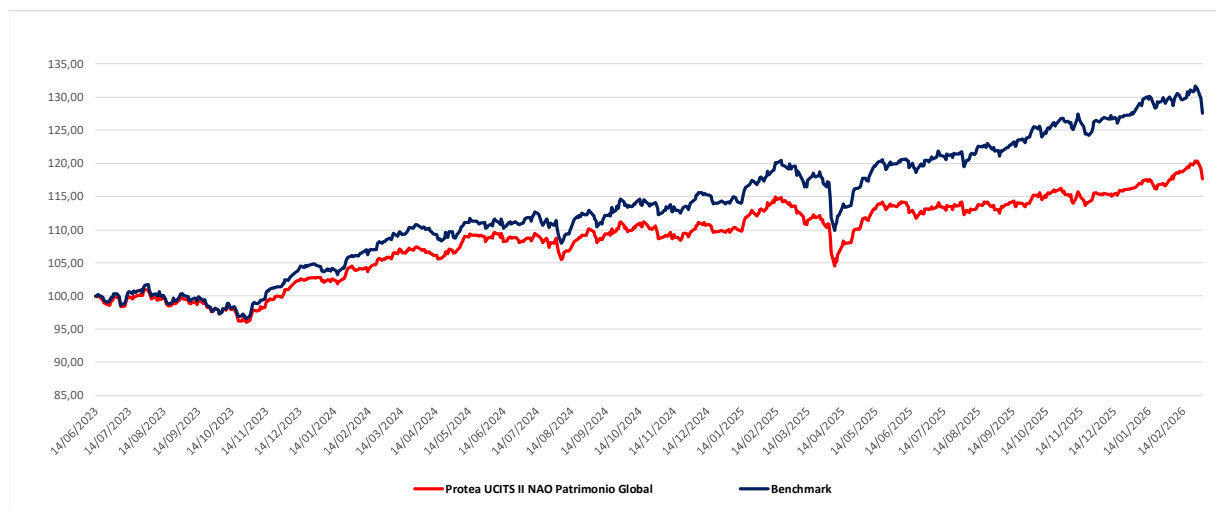
| Volatilidad histórica (anualizada) | YTD | Desde inicio | 3Y |
|---------------------------------------|--------|--------------|--------|
| NAO Renta Variable Europa FI, Clase D | 7,83% | 14,09% | 11,20% |
| Benchmark (EuroStoxx 50) | 11,98% | 19,28% | 14,81% |
| Benchmark (Stoxx 600) | 9,12% | 16,27% | 12,17% |

| R/σ | YTD | Desde inicio | 3Y |
|-----------------|-------|--------------|-------|
| NAO Renta Vari | 0,78% | 0,85% | 1,04% |
| Benchmark (Eu) | 0,51% | 0,63% | 1,07% |
| Benchmark (Sto) | 0,79% | 0,67% | 1,15% |

En este contexto, nuestros fondos de renta variable han brillado respecto al benchmark, anotándose una revalorización del +4,7% en el mes frente al +2,5% obtenido por el conjunto comparable. De esta manera, los fondos acumulaban un retorno del +6,1% en tan solo dos meses, en línea con el mercado, pero con una volatilidad bastante inferior en lo que va de año (7,8% vs 12%).

Con ello, la estrategia con un histórico de 7 años alcanzaba el +127,6% de rentabilidad con una medida de riesgo del 14,1%, lo que se traduce en una recompensa por el riesgo que asumen los partícipes notoriamente superior a la que han ofrecido los índices comparables y la categoría de fondos en el mismo periodo temporal.

| | |
|--------------------------------|--------|
| Protea UCITS II NAO Patrimonio | 20,28% |
| Benchmark | 31,23% |



| 27/02/2026 | | | | | | | | | |
|---------------------------------------|----------|-------|---------|---------|--------|-------|--------------|--------------|--|
| Rentabilidad | | | | | | | | | |
| | 1 Semana | 1 Mes | 3 Meses | 6 Meses | 1Y | YTD | Desde inicio | TWR (Inicio) | |
| Protea UCITS II NAO Patrimonio Global | 0,28% | 3,09% | 4,03% | 5,78% | 6,03% | 3,50% | 20,28% | 7,05% | |
| Benchmark | 0,08% | 1,41% | 3,76% | 7,29% | 10,14% | 2,95% | 31,23% | 10,55% | |
| Diferencia | 0,20% | 1,68% | 0,27% | -1,51% | -4,11% | 0,55% | -10,95% | -3,50% | |

| Volatilidad histórica (anualizada) | | | |
|---------------------------------------|-------|--------------|-------|
| | YTD | Desde inicio | 1Y |
| Protea UCITS II NAO Patrimonio Global | 4,94% | 6,14% | 6,98% |
| Benchmark | 6,69% | 6,83% | 7,75% |

| R/σ | | | |
|--------------------|-------|--------------|-------|
| | YTD | Desde inicio | 1Y |
| Protea UCITS II NA | 0,71% | 1,15% | 0,86% |
| Benchmark | 0,44% | 1,54% | 1,31% |

Por su parte, Protea UCITS II – NAO Patrimonio Global, nuestro fondo mixto global, también se anotaba un mes muy bueno en términos de rentabilidad-riesgo, con un impulso del +3,1% frente al 1,4% de su índice de referencia.

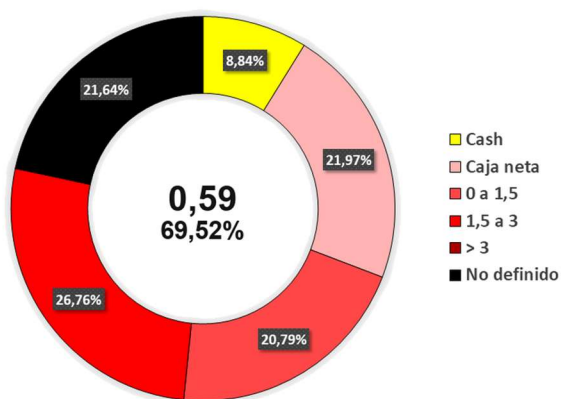
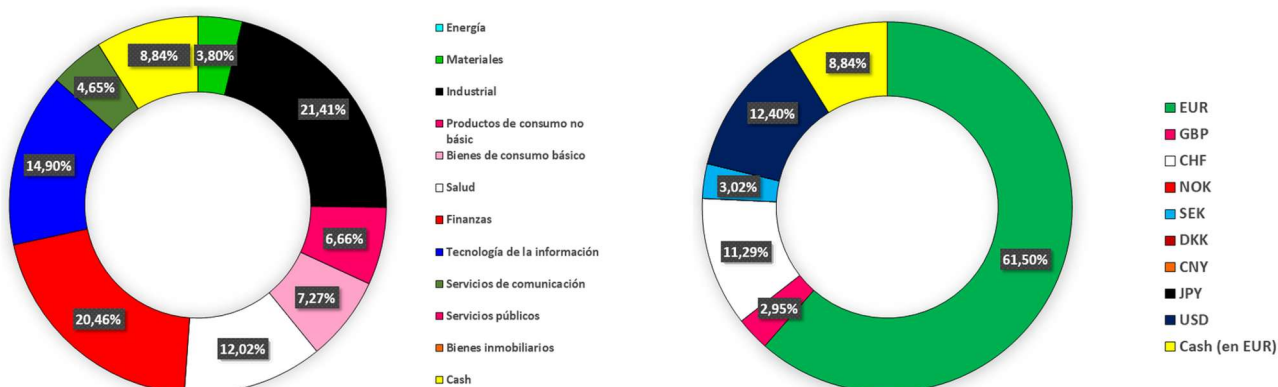
Con esto, el fondo se ponía por delante del mercado en lo que va de año (+3,5% vs +2,9%) y además mantenía una volatilidad más baja (4,9% vs 6,7%). De este modo, la estrategia lograba un retorno acumulado del +20,3% en menos de 3 años con una medida de riesgo del 6,1%, sin duda una remuneración por el riesgo más que satisfactoria para un producto de estas características.

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 91%, un nivel que nos permite capturar el potencial alza del mercado en el medio plazo pero que a su vez nos reserva munición para aprovechar nuevas oportunidades de inversión que puedan surgir en un contexto de volatilidad en el mercado.

Al final del mes, las primeras posiciones en cartera eran: Intesa San Paolo, ING, Novartis, ASML y Roche, y el fondo contaba con 35 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 x0,59 veces EBITDA.



| PRINCIPALES POSICIONES | |
|---------------------------------------|----------------|
| 1º ACCS.INTESA SAN PAOLO | 6,23% |
| 2º ACCS.ING GROEP NV | 4,57% |
| 3º ACCS.NOVARTIS-REG | 4,51% |
| 4º ACCS.ASML HOLDINGS | 4,17% |
| 5º ACCS.ROCHE HOLDING | 3,80% |
| 6º ACCS.KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE | 3,73% |
| 7º ACCS.INDITEX | 3,72% |
| 8º ACCS.SAINT GOBAIN | 3,72% |
| 9º ACCS.ALLIANZ AG-REG | 3,63% |
| 10º ACCS.SCHNEIDER ELECTRIC SA | 3,26% |
| 11º ACCS.ASSA ABLOY AB-B | 3,02% |
| 12º ACCS.DEUTSCHE TELEKOM | 2,91% |
| 13º ACCS.ALPHABET INC-CL A | 2,88% |
| 14º ACCS.VINCI SA | 2,86% |
| 15º ACCS.LINDE PLC (USD) | 2,80% |
| 16º ACCS.TAIWAN SEMICONDUCTORS-SP ADR | 2,78% |
| 17º ACCS.SAFRAN | 2,76% |
| 18º Otros | 29,80% |
| RV | 91,16% |
| Cash | 8,84% |
| TOTAL | 100,00% |

EL APOCALIPSIS POR LA IA: EL INFORME CITRINI

PILAR LLORET

La inteligencia artificial se ha situado en el centro del debate económico y bursátil, despertando al mismo tiempo grandes expectativas y profundas reservas. En los últimos meses, la discusión se ha intensificado por múltiples frentes: dudas sobre la velocidad real de adopción, interrogantes sobre la capacidad de monetizar muchas de las inversiones anunciadas, debate sobre si el capex ligado a esta temática está siendo excesivo y episodios concretos, como el caso DeepSeek, que han añadido aún más ruido e incertidumbre. En este contexto, marcado por opiniones muy polarizadas y por una elevada sensibilidad del mercado a cualquier narrativa extrema, era casi inevitable que un informe con un planteamiento tan rotundo captara una atención extraordinaria.

En este contexto, la semana pasada ganó mucha visibilidad un informe de la firma estadounidense Citrini Research sobre el posible impacto económico de la inteligencia artificial. Conviene ponerlo en contexto: no se trata de una previsión cerrada ni de un escenario central, sino de un ejercicio teórico que la propia firma presenta expresamente como “un escenario, no una predicción”. Su objetivo es alertar sobre un riesgo extremo, no describir lo que necesariamente va a ocurrir.

El informe plantea una cadena de acontecimientos muy negativa: la inteligencia artificial automatizaría con rapidez tareas hoy realizadas por empleados cualificados, eso provocaría despidos, reduciría el consumo y acabaría afectando también a sectores financieros como el crédito privado o las hipotecas. En esa hipótesis, el desempleo en Estados Unidos subiría con fuerza y la bolsa sufriría una caída relevante. Es, por tanto, un escenario de estrés, construido para mostrar qué podría pasar en un caso muy adverso.

El motivo de su impacto en mercado no fue tanto que aportara hechos nuevos, sino que puso en palabras un temor que ya existía: que la inteligencia artificial pueda generar ganadores muy claros, pero también perdedores en determinados modelos de negocio. Cuando los mercados están nerviosos, un relato extremo y bien contado puede amplificar movimientos de corto plazo, aunque no cambie por sí mismo la realidad económica de fondo.

Nuestra lectura es prudente y serena: este tipo de informes son útiles para pensar riesgos, pero no deben confundirse con una hoja de ruta del futuro. Entre el escenario más negativo y el más positivo existe una amplia gama de resultados posibles. Como inversores de largo plazo, lo razonable no es reaccionar al titular más llamativo, sino distinguir entre narrativa, probabilidad y realidad empresarial.

Ahora, el desmontaje con argumentos de verdad:

Cuando leí este informe, me vino a la cabeza la palabra “sofisma”, no en el sentido técnico de manual de lógica, pero sí en el sentido útil: un razonamiento que suena contundente, está bien narrado y parece inevitable, pero descansa sobre premisas discutibles, saltos causales y una sola trayectoria presentada casi como destino. Y eso encaja bastante con este asunto.

El primer punto es el más obvio y, sin embargo, el más olvidado: Citrini no publicó una predicción, sino una ficción analítica de riesgo extremo. Eso no la invalida, pero sí cambia por completo su uso correcto. Un escenario de cola sirve para testear carteras y pensar vulnerabilidades; no sirve, por sí solo, para concluir que “esto va a pasar”. Convertirlo en tesis central de mercado es ya un abuso de lectura.

El segundo problema es que da por casi inmediata una velocidad de adopción económica que no está demostrada. Una cosa es que la tecnología mejore deprisa; otra muy distinta es que empresas, consumidores, reguladores, procesos internos, presupuestos, riesgos legales y sistemas heredados adopten esa tecnología al mismo ritmo. La Fed de St. Louis recordaba en enero que, a agosto de 2025, la IA generativa la usaba el 55% de las personas y el 37% de los trabajadores en EE.UU.; es decir, adopción relevante, sí, pero no sinónimo de sustitución masiva instantánea. Además, la réplica de Citadel subraya que los datos de uso diario de IA en el trabajo no muestran una aceleración no lineal clara y “presentan poca evidencia de un riesgo de desplazamiento inminente”.

Tercero: confunde capacidad tecnológica con despliegue económico. Que un modelo pueda hacer algo no significa que salga rentable, que sea fiable, que tenga cobertura legal, que el cliente lo acepte o que la empresa reorganice todo su flujo de trabajo mañana por la mañana. Citadel lo resume bien: la tecnología puede avanzar recursivamente, pero la adopción económica suele seguir curvas en S, no explosiones infinitas. Hay cuellos de botella físicos y económicos: chips, centros de datos, energía, integración organizativa, regulación, responsabilidad y confianza. La propia réplica añade que sustituir trabajo cualificado a gran escala requeriría mucha más capacidad de cómputo, lo que empuja al alza el coste marginal del cómputo y pone un límite natural a esa sustitución.

Cuarto: la cadena macro está forzada para que siempre salga mal. El argumento de Citrini es: sube productividad, cae empleo cualificado, cae consumo, se hunde la economía. El problema es que ahí faltan varias compuertas de ajuste. Si la IA abarata costes, parte del efecto puede ir a precios más bajos, lo que aumenta poder adquisitivo real. Si suben márgenes, puede aumentar inversión. Si el impacto distributivo se vuelve serio, aparece respuesta fiscal, monetaria o regulatoria. La crítica de Krishna Guha en *Financial Times* iba justo por ahí: calificó la economía implícita del informe de “extrema e improbable”, señalando que subestima creación de nuevas actividades, sobrestima la atonía del consumo y prácticamente ignora la reacción de gobiernos y bancos centrales. Citadel, por su parte, remacha que un mundo en el que la producción medida sube mientras se derrumba la demanda agregada sin compensación en inversión, gasto público o sector exterior choca con identidades contables básicas.

Quinto: la realidad actual no encaja con un relato de vacío económico inminente. De hecho, la Oficina del Censo de EE.UU. informó el 11 de febrero de 2026 que las solicitudes de creación de empresas en enero fueron 532.319, un 7,2% más que en diciembre, y las formaciones proyectadas de nuevos negocios subieron un 4,5% mensual. No demuestra que todo vaya de maravilla, pero desde luego no pinta una economía paralizada por pánico tecnológico inmediato. Más bien sugiere que, junto a la destrucción, también hay adaptación y creación. Qué sorpresa: el capitalismo sigue siendo caótico, no lineal y bastante menos cinematográfico que los hilos virales.

Sexto: incluso en el propio mercado laboral tecnológico, el cuadro no es de extinción súbita. La BLS sigue proyectando para 2024-2034 un crecimiento del 15% en empleo de desarrolladores, QA y testers, con unas 129.200 vacantes anuales de media, y además señala que parte de esa demanda viene precisamente de la expansión de software ligado a IA, automatización, robótica e IoT. No es una prueba de que no habrá dolor, porque una proyección oficial no es una vacuna contra errores de ciclo, pero sí es otra evidencia de que el marco de “la IA barre de inmediato el trabajo cualificado y punto final” es demasiado tosco.

Séptimo: la pieza está escrita para impresionar, no para ponderar probabilidades. Tiene nombres concretos, secuencias dramáticas, fechas futuras y una estructura de “memo desde el desastre” que hace que el lector sienta que está leyendo una autopsia del futuro. Eso es brillante como narrativa y peligrosísimo como ancla mental. Te agarra por la imaginación y luego te vende inevitabilidad. Ahí está el sofisma práctico: no en que el riesgo sea imposible, sino en presentar una sola cadena causal como si fuera la trayectoria natural del sistema.

Nuestro juicio, en limpio, es este: el informe de Citrini no es basura, pero sí es profundamente unilateral. Sirve como test de estrés intelectual. No sirve como mapa central del futuro. Y sí, hay una teoría contraria igualmente defendible: que la IA primero impulse inversión, productividad y márgenes; abarate muchos servicios; cree nuevas capas de negocio; redistribuya ganadores y perdedores; y que el ajuste laboral sea real, pero gradual y absorbible, con muchos escenarios intermedios entre el paraíso tecnológico y el apocalipsis. La propia Fed de St. Louis señalaba en enero que la inversión vinculada a IA ya estaba contribuyendo al crecimiento del PIB, y que en 2025 esas categorías llegaron a aportar el 30% del crecimiento del PIB real en el segundo trimestre y el 11% en el tercero. Eso no prueba un desenlace feliz, pero sí desmonta la idea de que “más IA” solo puede leerse como antesala de colapso macro.

No debemos confundir un escenario extremo con una previsión, ni una narración impactante con una probabilidad alta. En inversión, pensar riesgos es obligatorio; asustarse con una sola historia, no.

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