



COMENTARIO MARZO 2026

Estimados Inversores,

Marzo ha sido un mes difícil. Decir lo contrario sería mentir. Pero es precisamente cuando los mercados golpean más fuerte cuando se aclaran prioridades, se pone precio a los riesgos reales y surgen oportunidades para quien sabe verlas.

La clave del mes fue la guerra entre Estados Unidos-Israel e Irán, que desencadenó el cierre parcial del estrecho de Ormuz, la principal arteria energética mundial. De golpe, el Brent registró la mayor subida mensual de su historia reciente, cerrando marzo en torno a 118 dólares, un 60% por encima del mes anterior. El gas europeo siguió la misma dinámica, aumentando casi un 70% y superando los 50 €/MWh, un nivel todavía lejos del peor momento de 2022, pero suficiente para alterar todas las expectativas.

Europa volvió a pagar un precio alto por su dependencia energética externa. El STOXX 600 cedió un 8%, su peor mes desde junio de 2022, y la energía fue el único sector claramente ganador, con una subida mensual cercana al 15%. Alemania y Francia, por su estructura industrial y exposición directa al precio de la energía, fueron los grandes perdedores. España e Italia también sufrieron, aunque amortiguaron algo el golpe gracias a utilities y petroleras. Ni siquiera el mercado británico, con su fuerte componente energético, escapó de pérdidas notables.

Pero sería un error reducir marzo a una simple caída en bolsa. El mercado ajustó de forma brutal sus expectativas sobre tipos de interés, descartando rápidamente el escenario de recortes graduales previsto hasta febrero. El BCE mantuvo el tipo de depósito en 2,00%, pero admitió explícitamente que la inflación tiene ahora más recorrido al alza por culpa de la energía, dejando la puerta abierta incluso a nuevas subidas en los próximos meses. El mercado de bonos respondió en consecuencia, y las rentabilidades de la deuda alemana a dos años subieron 61 puntos básicos, mostrando claramente que la inflación ha dejado de ser una preocupación secundaria.

La economía real europea ya llegaba tocada antes del shock de marzo. La producción industrial había retrocedido más de lo previsto en enero, y la confianza del consumidor sufrió una caída notable durante el mes, reflejando el miedo al impacto en la renta real. Por si fuera poco, aunque los índices de actividad manufacturera (PMI) mostraron cierta mejora, hay que tener cuidado con esas cifras: parte del aumento se debe más a retrasos en entregas y presiones inflacionistas que a una demanda real saludable.

Estados Unidos también sufrió, aunque relativamente menos. El S&P 500 cayó cerca de un 5% en marzo y el Nasdaq entró en terreno de corrección. La razón es simple: con mayores tipos y precios del petróleo disparados, la narrativa de crecimiento apoyado en inteligencia artificial y tecnología ya no es suficiente para sostener valoraciones tan exigentes. Sectores con múltiplos altos, especialmente la tecnología y las pequeñas compañías más vulnerables al coste de financiación, sufrieron especialmente.

La Reserva Federal mantuvo tipos en marzo, pero la narrativa ha cambiado radicalmente. El mercado pasó de descontar recortes durante 2026 a plantearse seriamente posibles subidas adicionales este

año. Con el petróleo y el coste de la gasolina en máximos desde 2022, la Fed tiene menos margen para ser flexible, y eso tensiona aún más los tipos largos estadounidenses, dañando las valoraciones de activos de duración larga.

China, por su parte, no vino al rescate. Aunque sus datos de actividad mejoraron ligeramente, su crecimiento sigue siendo exportador y orientado a la producción industrial, más que al consumo interno. Para Europa, esto implica más competencia que demanda adicional.

Es cierto que el crédito no ha mostrado signos de accidente sistémico, pero sí un ensanchamiento significativo en los diferenciales de riesgo. Esto confirma que el mercado reconoce el impacto del shock energético y los tipos más altos, aunque todavía no lo interpreta como un evento de crisis financiera generalizada.

En términos prácticos, marzo ha despejado mucho ruido. Primero, Europa ha vuelto a cotizar como región altamente dependiente de energía cara. Segundo, los bancos centrales no tienen ya un camino fácil para recortes, mientras que la duración en renta fija ha perdido capacidad protectora. Tercero, la rotación sectorial ha premiado claramente energía y defensa frente a tecnología, químicas, aerolíneas o consumo. Cuarto, China no es todavía una solución cíclica clara. Y quinto, hay que vigilar atentamente la respuesta fiscal europea, menos poderosa y más condicionada que en 2022.

Pero seamos claros: esta tormenta, como todas, también dejará oportunidades a su paso. Europa ha sido duramente castigada en valoraciones relativas, pero sigue siendo una región con empresas sólidas, capaces de mantener márgenes y con balances saneados. En otras palabras, la caída ha sido dolorosa, sí, pero también ha dejado activos claramente más baratos para quienes tienen el capital y la paciencia necesarias para aprovecharlos.

La clave en abril será ver cómo evoluciona la tensión energética. Si se prolonga, la inflación volverá a dominar titulares y decisiones de bancos centrales. Si se modera, Europa recuperará rápidamente atractivo. En cualquiera de los dos casos, nuestra tarea como inversores no cambia: mantener una disciplina estricta, mirar más allá del ruido diario y concentrarnos en activos que generen caja real y sostenible en cualquier entorno, especialmente cuando el mercado pierde la cabeza.

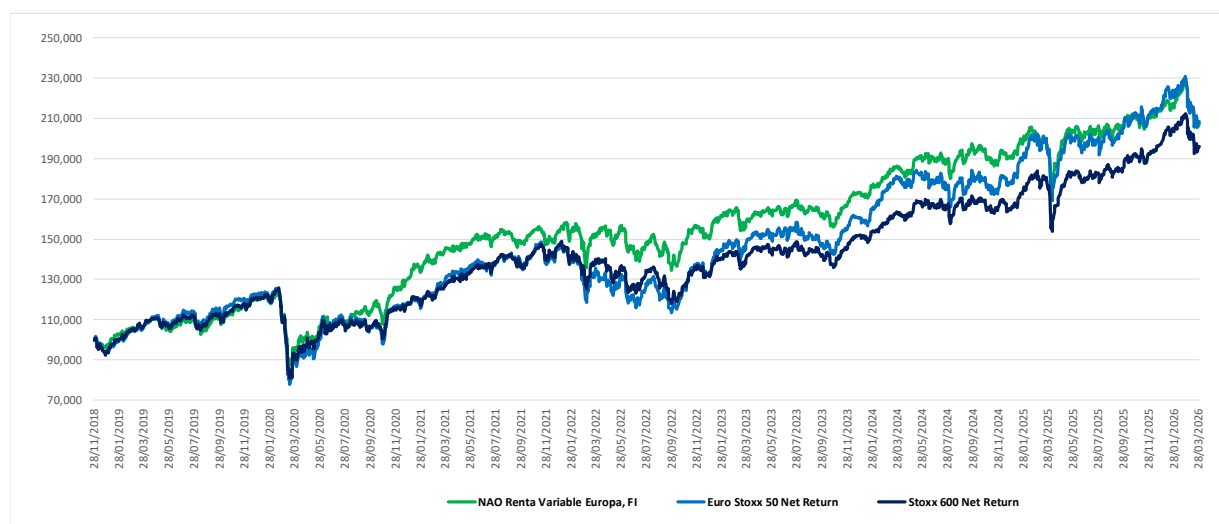
EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE AL BENCHMARK

Como explicábamos anteriormente, marzo estuvo dominado por el shock energético derivado del estallido del conflicto en Irán y del consiguiente bloqueo del estrecho de Ormuz. Todo ello devolvió a los mercados unos niveles de volatilidad que no veíamos desde hacía tiempo.

Sobre ese telón de fondo, los principales índices de renta variable cerraron el mes con caídas generalizadas. Europa fue una de las áreas más castigadas, con el Euro Stoxx 50 en -9,26% y el Stoxx 600 en -8,00%, mientras que el FTSE 100 británico limitó mejor el ajuste, hasta el -6,73%, gracias a su mayor peso en energía y materias primas. En Estados Unidos, el movimiento también fue negativo, aunque algo más contenido, con el S&P 500 en -5,09% y el Dow Jones en -5,38%. Japón registró la corrección más severa entre los grandes mercados, con el Nikkei 225 en -13,23%, y China tampoco actuó como refugio, con el CSI 300 en -5,53%. En conjunto, el mes dejó un claro reajuste del riesgo macro en las cotizaciones, especialmente en aquellas geografías más expuestas al encarecimiento de la energía. Todo ello motivó un rebalanceo dentro de la renta variable, más allá del sector energético, hacia negocios vinculados a bienes de primera necesidad y con una demanda más resistente en un entorno marcado por el temor al regreso de la inflación global.

En adelante, la clave estará en los resultados empresariales y en las guías para el segundo trimestre, que determinarán qué compañías empiezan a recuperar terreno en un entorno todavía convulso.

NAO Renta Variable Europa, FI	107,50%
Euro Stoxx 50 Net Return	108,40%
Stoxx 600 Net Return	96,01%



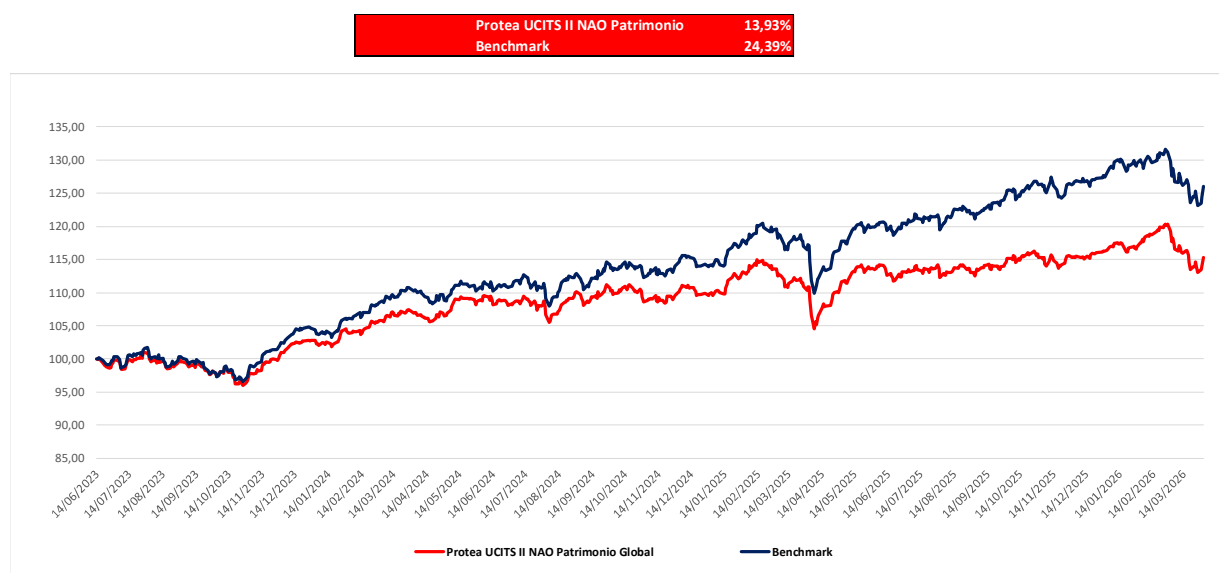
Rentabilidad	1 Semana	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	YTD	Desde inicio	TWR (Inicio)	3Y	TWR (3Y)
NAO Renta Variable Europa FI, Clase D	0,12%	-8,83%	-3,25%	-0,64%	7,52%	-3,25%	107,50%	10,45%	29,74%	9,06%
Benchmark (EuroStoxx 50)	-0,12%	-9,18%	-3,58%	0,32%	8,67%	-3,58%	108,40%	10,52%	38,90%	11,56%
Benchmark (Stoxx 600)	0,81%	-7,66%	-1,01%	4,14%	12,12%	-1,01%	96,01%	9,60%	37,82%	11,27%
Diferencia (s/ EuroStoxx 50)	0,24%	0,35%	0,33%	-0,96%	-1,15%	0,33%	-0,90%	-0,07%	-9,16%	-2,51%
Diferencia (s/ Stoxx 600)	-0,69%	-1,16%	-2,23%	-4,78%	-4,59%	-2,23%	11,49%	0,85%	-8,08%	-2,22%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Renta Variable Europa FI, Clase D	12,94%	14,16%	11,12%
Benchmark (EuroStoxx 50)	17,43%	19,35%	14,87%
Benchmark (Stoxx 600)	14,48%	16,33%	12,25%

	R/σ	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Renta Vari		-0,25%	0,74%	0,81%
Benchmark (Eu		-0,21%	0,54%	0,78%
Benchmark (Sto		-0,07%	0,59%	0,92%

En este contexto, nuestros fondos de renta variable consiguieron amortiguar algo las caídas generalizadas, pero no lograron evitar el impacto en las valoraciones que acompañó al pánico a la “estancación” levantado por el shock petrolífero. Así, los fondos cedían un -8,8% frente al -9,2% soportado por el índice de referencia. Todo ello con una volatilidad en el año que ha repuntado pero que se mantiene significativamente baja respecto al benchmark europeo (12,9% vs 17,4%).

De esta manera, la estrategia ya acumula un rendimiento del 107,5% durante sus casi 7 años y medio de histórico, a la par con el mercado, pero con una medida de riesgo muy contenida en comparación con el índice y con la categoría de fondos en la que se ubica (volatilidad del 14,2% frente al 19,4% del benchmark). Esto la mantiene en un perfil de rentabilidad-riesgo extraordinario hasta la fecha, y demuestra que los negocios de calidad, que son el foco de nuestro radar inversor, siempre se acaban sobreponiendo a las vicisitudes del ciclo económico, que no han sido pocas a lo largo de estos 7 años. Las ventajas competitivas, el liderazgo en producto y la visibilidad en la generación de flujo de caja son la mejor medicina contra la incertidumbre y el pánico.



31/03/2026								
Rentabilidad	1 Semana	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	YTD	Desde inicio	TWR (Inicio)
Protea UCITS II NAO Patrimonio Global	0,08%	-5,18%	-1,89%	-0,31%	3,23%	-1,96%	13,93%	4,77%
Benchmark	-0,06%	-5,37%	-2,33%	0,07%	6,83%	-2,42%	24,39%	8,11%
Diferencia	0,14%	0,19%	0,44%	-0,39%	-3,60%	0,46%	-10,46%	-3,34%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	1Y
Protea UCITS II NAO Patrimonio Global	7,33%	6,30%	7,32%
Benchmark	9,27%	7,08%	8,21%

R/σ	YTD	Desde inicio	1Y
Protea UCITS II NA	-0,27%	0,76%	0,44%
Benchmark	-0,26%	1,15%	0,83%

El fondo mixto, por su parte, también ha logrado defender el tipo mejor que sus comparables, aunque tampoco ha quedado exento de las caídas generalizadas. Así pues, cerraba el mes de marzo con un retroceso del -5,2%, frente al -5,4% que se anotaba el benchmark global, y además, lo hacía con una volatilidad en el año que se mantenía notablemente inferior a la comparativa (7,3% vs 9,3%).

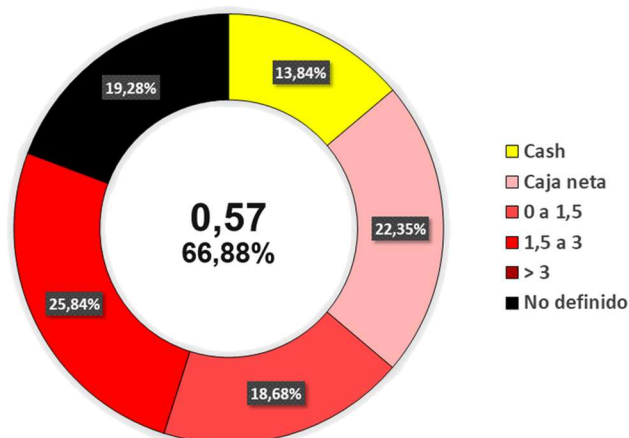
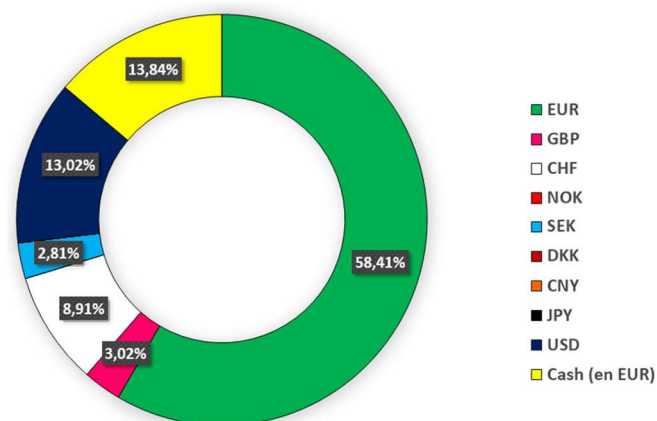
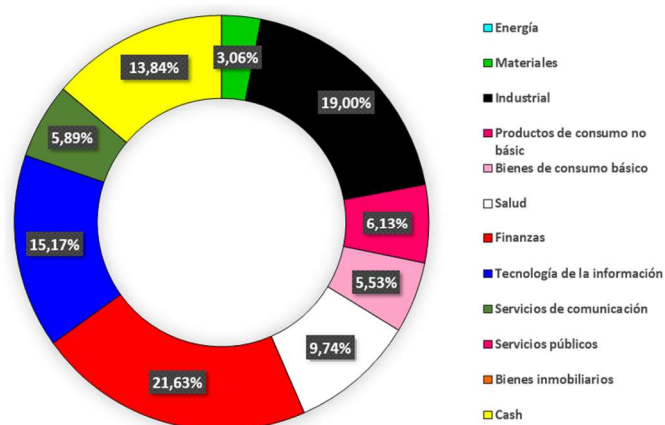
De esta manera, la estrategia suma una revalorización cercana al 14% en casi 3 años, la cual, para una volatilidad anualizada del 6,3% desde inicio, se adecúa bastante al perfil conservador que un inversor podría esperar de un fondo similar.

ESTRUCTURA DE CARTERA Y OPERACIONES EN EL MES

Las carteras de nuestros fondos de renta variable terminaban el mes con una exposición cercana al 86%, puntualmente, un nivel que alcanzamos en proceso de efectuar los últimos rebalances, los cuales han llevado la exposición un par de puntos porcentuales arriba.

Al cierre del trimestre, las primeras posiciones en cartera eran: Intesa San Paolo, Novartis, ING, ASML y Ahold, y el fondo contaba con 33 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 x0,57 veces EBITDA.



PRINCIPALES POSICIONES	
1º ACCS.INTESA SAN PAOLO	6,03%
2º ACCS.NOVARTIS-REG	4,49%
3º ACCS.ING GROEP NV	4,49%
4º ACCS.ASML HOLDINGS	4,14%
5º ACCS.KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE	3,94%
6º ACCS.ALLIANZ AG-REG	3,73%
7º ACCS.INDITEX	3,53%
8º ACCS.DEUTSCHE TELEKOM	3,49%
9º ACCS.LINDE PLC (USD)	3,06%
10º ACCS.ALPHABET INC-CL A	2,97%
11º ACCS.SCHNEIDER ELECTRIC SA	2,95%
12º ACCS.VINCI SA	2,86%
13º ACCS.ASSA ABLOY AB-B	2,81%
14º ACCS.TAIWAN SEMICONDUCTORS-SP ADR	2,80%
15º ACCS.MICROSOFT	2,48%
16º ACCS.SAFRAN	2,48%
17º ACCS.KPN (KONIN) NV	2,40%
18º Otros	27,51%
RV	86,16%
Cash	13,84%
TOTAL	100,00%

Nota acerca del posicionamiento de la cartera

Llegados a este punto, creemos necesario detenernos y reflexionar con algo más de detalle sobre cómo estaba construida la cartera cuando estalló una crisis tan delicada como la de Irán y, sobre todo, qué conclusiones extraemos de su comportamiento durante marzo. Porque, en momentos así, lo relevante no es sólo cuánto cae el mercado, sino si la cartera estaba realmente preparada para resistir un entorno de inflación más alta, mayor tensión energética y menor visibilidad macro.

A grandes rasgos, afrontábamos el inicio del conflicto con una exposición moderada a renta variable (en torno al 90%), manteniendo una posición de liquidez que nos daba margen para actuar si aparecían oportunidades. Esa liquidez no respondía a una lectura puntual del riesgo geopolítico, sino a una decisión previa de prudencia: a cierre de 2025 nos costaba encontrar valor suficiente en varias áreas más cíclicas del mercado y preferimos no forzar inversión donde no veíamos una ecuación rentabilidad-riesgo atractiva. Dicho de otro modo, no llegamos a marzo con una cartera improvisada, sino con una cartera ya bastante pensada para un entorno menos benigno.

Esa reflexión previa también se veía en la composición interna. Una parte relevante de la cartera estaba invertida en negocios defensivos o de demanda resistente, especialmente en farma, telecomunicaciones, distribución alimentaria, bolsas y seguros. En paralelo, dentro de la parte más cíclica, habíamos priorizado compañías expuestas a vectores de crecimiento más estructural que coyuntural, como electrificación, automatización, centros de datos o ciertas áreas críticas de hardware tecnológico. Es decir, no buscábamos simplemente “más beta” de mercado, sino crecimiento con visibilidad razonable, balances sólidos y capacidad de mantener márgenes en escenarios menos cómodos.

El comportamiento del mes refuerza varias conclusiones. La primera es que el posicionamiento defensivo sí funcionó en términos generales: telecomunicaciones, Ahold, Deutsche Börse, Linde, aseguradoras y parte de la exposición farmacéutica ayudaron a amortiguar el golpe. La segunda es que no todos los activos defensivos protegen igual en todos los shocks: Roche y Sandoz, por ejemplo, no actuaron tan bien como esperábamos, lo que confirma que en gestión no basta con acertar el sector, también hay que acertar el momento y el catalizador. La tercera es que algunas áreas más expuestas a energía, crecimiento europeo (Saint Gobain) o aviación comercial (Safran) sí mostraron una sensibilidad mayor, como era lógico en un episodio de estas características.

A partir de ahí, actuamos con pragmatismo. Hemos realizado ajustes allí donde veíamos un peor encaje en un escenario de inflación (Unilever) más persistente o mayor presión energética (Saint Gobain). También hemos reducido la exposición a Roche de forma táctica, ante un flujo reciente de noticias menos favorable, aunque sin que ello implique un cambio radical en nuestra visión de largo plazo sobre la compañía. Seguimos manteniendo la convicción en aquellos negocios que creemos mejor preparados para navegar un entorno más incierto y por ello hemos incrementado exposición a Schneider, Prysmian, ASML y Safran en la parte más cíclica y a Deutsche Telekom, KPN, Sandoz y Deutsche Boerse en la parte más defensiva.

Tampoco hemos querido sumarnos a sectores como petroleras, generadoras de energía, defensa o fertilizantes. Aunque han sido claros ganadores del episodio reciente, también son segmentos donde el mercado ha reaccionado con mucha violencia y donde no puede descartarse una corrección adicional de excesos si la tensión geopolítica se modera. A día de hoy, nos parecen historias más binarias, demasiado dependientes de un solo factor exógeno, y por ello menos atractivas para una cartera construida con vocación de largo plazo.

En definitiva, marzo no sólo ha puesto a prueba la cartera; también ha confirmado que la calidad del negocio, la disciplina en la construcción de posiciones y la selección cuidadosa de riesgos siguen siendo las mejores herramientas para proteger capital cuando el mercado entra en modo pánico. La principal conclusión es que la cartera llegaba razonablemente bien posicionada para un shock de inflación y energía, aunque no exenta de puntos de mejora. Por eso, más que cambiar el rumbo, lo que hemos hecho es afinarlo: reforzar lo que ha demostrado solidez, reducir lo que ofrecía peor asimetría y mantenernos fieles a una filosofía que prioriza negocios de calidad, visibilidad y capacidad de generación de caja frente al ruido del corto plazo.

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