# COMENTARIO JUNIO 2026

WWW.NAO-SAM. COM
info@nao-sam.com

Estimado Inversor,

Tras tres meses pendientes del estrecho de Ormuz, junio trajo la primera señal seria de distensión. El acuerdo entre Estados Unidos e Irán, la reapertura gradual del estrecho y el aumento de la producción del Golfo devolvieron el Brent a la zona de los 73 dólares, un 18% por debajo del cierre de mayo, mientras el gas europeo se relajaba hasta los 43 €/MWh, un nivel todavía caro para la industria europea pero muy alejado del estrés de marzo. Esa descompresión bastó para que la bolsa europea recuperara terreno con fuerza y volviera a cotizar cerca de máximos.

Conviene medir bien el alcance del alivio. El riesgo geopolítico sigue vivo, la inflación sigue por encima de lo cómodo y los bancos centrales siguen sin dar tregua. Lo que cambió en junio fue la probabilidad que el mercado asigna al peor escenario energético. Dejó de descontar una interrupción severa y prolongada del suministro y pasó a tratar el conflicto como un riesgo latente. El oro, que cayó un 12% en el mes, apunta en la misma dirección. Buena parte de su subida de los meses anteriores era protección frente al conflicto, y esa protección se vendió en cuanto la tensión se enfrió.

Europa fue la gran beneficiada. El Euro Stoxx 50 avanzó un 4,7%, el STOXX 600 un 2,7% y el IBEX, con su peso bancario, lideró con un 6,3%. Aun así, conviene no confundir el rebote con un renacimiento económico, porque la macro siguió floja. Los indicadores adelantados de actividad apenas rozaron la frontera que separa la contracción de la expansión, con el PMI compuesto justo en 50 y los servicios todavía por debajo. La inflación ayudó al bajar del 3,2% al 2,8%, aunque con los servicios aún en el 3,2% el BCE no puede darse por satisfecho. De hecho, volvió a subir los tipos 25 puntos básicos y dejó el de depósito en el 2,25%.

Ahí está, en nuestra opinión, el dato más revelador del mes. La bolsa europea subió mientras su banco central endurecía. El apoyo vino de la caída de la factura energética, de una periferia sin tensión (el diferencial entre el bono italiano y el alemán, el termómetro clásico del estrés en la zona euro, quedó en unos tranquilos 73 puntos básicos) y de unas valoraciones de partida que siguen siendo razonables frente a Estados Unidos. Bancos y seguros, con subidas cercanas al 6,5%, viven bien en ese entorno de tipos altos, curvas sin sustos y crédito sin deterioro visible.

Los sectores cuentan el mes mejor que cualquier relato macro. Ganaron viajes y ocio (+7,6%), seguros, bancos, tecnología, utilities, salud y alimentación. Perdieron con violencia telecomunicaciones (-9,9%), recursos básicos (-9,7%), automóviles (-8,5%) y energía (-4,8%). Leída con calma, esa lista describe un mercado que compró alivio energético y beneficios defendibles, y que castigó lo que depende de China o de un crecimiento que no termina de llegar. En energía, la caída refleja simplemente que la prima geopolítica salió por donde había entrado. En autos y recursos básicos el problema es más serio, porque detrás hay una China que produce más de lo que consume y exporta esa presión a la industria europea. Y telecomunicaciones dejó una lección incómoda para quien compra barato por sistema. Cuando el crecimiento es pobre y la deuda pesa, ser defensivo sobre el papel no protege la inversión.

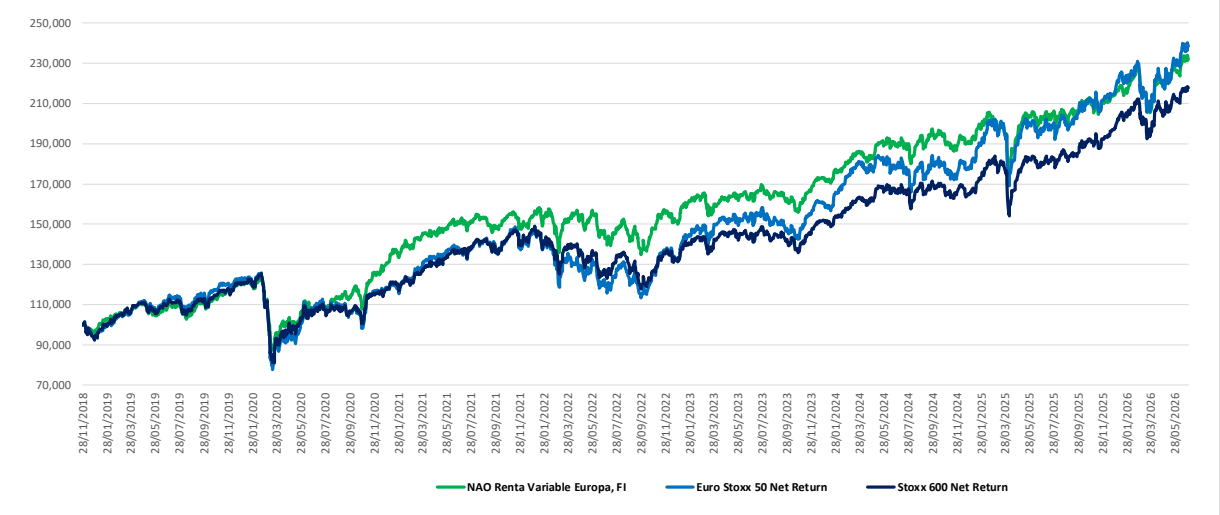
Estados Unidos vivió un mes distinto, de digestión tras liderar en abril y mayo. El S&P 500 cedió un 1%, el Nasdaq quedó plano y el Dow avanzó un 2,7%. La economía americana sigue siendo más sólida que la europea, pero la inflación, con el IPC de mayo en el 4,2%, mantiene a la Fed quieta y sin intención de prometer recortes. Tampoco hubo alivio en Japón, donde el banco central siguió subiendo tipos. Sin viento monetario a favor en ningún sitio, a la bolsa solo le queda apoyarse en los beneficios. En el tema que domina la década, la inteligencia artificial, el mercado mantuvo el criterio de los últimos meses. Pagó la infraestructura real —semiconductores, equipos, capacidad eléctrica para centros de datos, donde encajan ASML, Infineon o Siemens Energy— y desconfió de los servicios y el software cuyas barreras de entrada podría erosionar precisamente la IA. Por mucho que algunas presentaciones corporativas se empeñen, la inteligencia artificial no convierte una mala asignación de capital en una buena inversión.

El crédito completó el cuadro. Los diferenciales, la prima que exige el mercado por prestar a una empresa en lugar de a un Estado, apenas se movieron y siguen en niveles históricamente bajos. Es una buena noticia con letra pequeña. Nadie está descontando un accidente financiero, y eso sostuvo la recuperación de la renta variable, pero apenas queda colchón si la energía vuelve a tensionarse o si los beneficios empiezan a revisarse a la baja. A estos niveles, la calma del crédito se parece bastante a la complacencia.

¿Qué nos llevamos de junio? Que el mercado europeo puede subir con crecimiento flojo, inflación incómoda y bancos centrales duros siempre que la energía dé tregua y el crédito aguante. Y que, incluso en un mes de alivio, el mercado discriminó. Premió negocios financiables, con balance sólido, márgenes defendibles y beneficios que no dependen de que un único desenlace geopolítico salga bien. Esa vara es exactamente la nuestra. La calidad se demuestra en la caja, en el balance, en el retorno sobre el capital y en la capacidad de trasladar costes sin destruir volúmenes. Todo lo demás es decoración, y la decoración es lo primero que se cae cuando el relato se enfría.

## EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE AL BENCHMARK

Mientras los inversores tratan de pasar página de lo acontecido en Ormuz, el alto el fuego y la normalización gradual del tráfico naviero y de los precios del crudo han permitido que el mercado entre en una fase de negociación más transicional. En este contexto, ya se ha comenzado a desplazar el foco hacia la próxima publicación de resultados del segundo trimestre del ejercicio 2026, que será clave para confirmar la solidez de márgenes, beneficios y guías empresariales en un entorno todavía exigente.




| 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 | 1,28% | 3,08% | 13,52% | 9,02% | 15,43% | 9,10% | 133,97% | 11,85% | 41,67% | 12,30% |
| Benchmark (EuroStoxx 50) | 1,60% | 4,66% | 15,85% | 11,05% | 21,98% | 11,10% | 140,14% | 12,23% | 54,34% | 15,55% |
| Benchmark (Stoxx 600) | 1,14% | 2,64% | 11,91% | 10,21% | 21,48% | 10,31% | 118,42% | 10,84% | 50,17% | 14,50% |
| Diferencia (s/ EuroStoxx 50) | -0,32% | -1,58% | -2,33% | -2,03% | -6,55% | -2,01% | -6,17% | -0,38% | -12,67% | -3,25% |
| Diferencia (s/ Stoxx 600) | 0,14% | 0,44% | 1,61% | -1,19% | -6,05% | -1,21% | 15,55% | 1,01% | -8,51% | -2,20% |

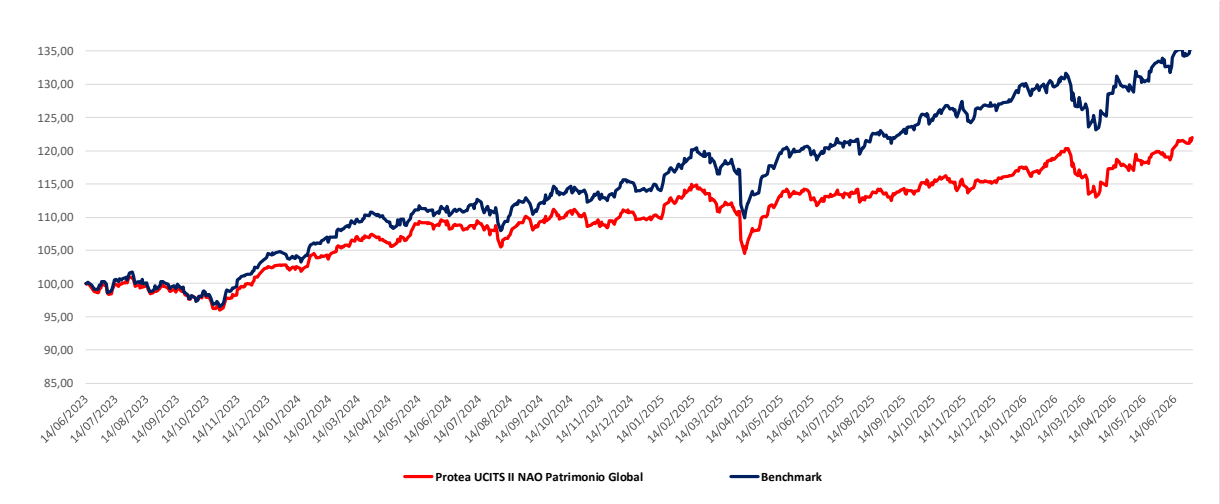
| Volatilidad histórica (anualizada) | YTD | Desde inicio | 3Y |
|---|---|---|---|
| NAO Renta Variable Europa FI, Clase D | 13,95% | 14,18% | 11,66% |
| Benchmark (EuroStoxx 50) | 18,75% | 19,37% | 15,56% |
| Benchmark (Stoxx 600) | 14,81% | 16,29% | 12,66% |

| R/σ | YTD | Desde inicio | 3Y |
|---|---|---|---|
| NAO Renta Vari | 0,65% | 0,84% | 1,05% |
| Benchmark (Eu | 0,59% | 0,63% | 1,00% |
| Benchmark (Sto | 0,70% | 0,67% | 1,15% |

Durante el mes, NAO Renta Variable Europa FI obtuvo una rentabilidad positiva del +3,08%, frente al +4,66% de su Benchmark. Con esto, en el acumulado del año, el fondo suma una revalorización del +9,10%, frente al +11,10% del Benchmark, todo ello con una cifra de volatilidad que se mantiene muy contenida con respecto al índice de referencia y a la categoría de fondos similares (13,95% vs 18,75%).

Desde su lanzamiento, NAO Renta Variable Europa FI acumula una rentabilidad del +133,97% en menos de 8 años, lo que se traduce en una rentabilidad anualizada del +11,85%, cifras muy próximas a las del Benchmark, pero obtenidas con un perfil de riesgo mucho más moderado, como demuestra la volatilidad anualizada del 14,18% que saca el fondo desde inicio, un valor extremadamente bajo para los activos de renta variable. Esta evolución sigue reflejando el objetivo principal de la estrategia: participar de la creación de valor de la renta variable europea a largo plazo, evitando asumir riesgos innecesarios y apoyándose en compañías de calidad, con ventajas competitivas, buena generación de caja y capacidad para reinvertir beneficios a elevadas tasas de retorno operativo.

Así pues, la rentabilidad por unidad de riesgo continúa siendo superior a la del Benchmark en el año, desde inicio y a tres años, lo que confirma la consistencia del proceso de inversión y la eficiencia con la que asumimos el riesgo en nombre de los partícipes.




| 30/06/2026 | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Rentabilidad | 1 Semana | 1 Mes | 3 Meses | 6 Meses | 1Y | YTD | Desde inicio | TWR (Inicio) |
| Protea UCITS II NAO Patrimonio Global | 0,26% | 1,65% | 5,71% | 4,76% | 7,73% | 4,84% | 21,83% | 6,70% |
| Benchmark | 1,06% | 1,72% | 7,73% | 6,31% | 12,74% | 6,48% | 35,73% | 10,55% |
| Diferencia | -0,79% | -0,07% | -2,02% | -1,55% | -5,01% | -1,64% | -13,90% | -3,85% |

| Volatilidad histórica (anualizada) | YTD | Desde inicio | 1Y |
|---|---|---|---|
| Protea UCITS II NAO Patrimonio Global | 7,65% | 6,46% | 6,58% |
| Benchmark | 9,82% | 7,41% | 8,08% |

| R/σ | YTD | Desde inicio | 1Y |
|---|---|---|---|
| Protea UCITS II NA | 0,63% | 1,04% | 1,17% |
| Benchmark | 0,66% | 1,42% | 1,58% |

Por su parte, Protea UCITS II NAO Patrimonio Global cerró el mes con una rentabilidad del 1,65%, prácticamente en línea con el 1,72% de su Benchmark. En el acumulado del año, el fondo obtiene una rentabilidad del 4,84%, frente al 6,48% del Benchmark debido a su perfil patrimonial más equilibrado y conservador, con menor exposición estructural a los activos de mayor beta. En este sentido, el fondo mantiene una volatilidad anualizada claramente inferior a la del Benchmark, tanto en el año como desde inicio, lo que sigue siendo coherente con su objetivo de preservar el capital capturando rentabilidad de forma más estable.

En conjunto, la evolución de los fondos durante el año sigue siendo muy satisfactoria y las estrategias están cumpliendo con los objetivos para los que fueron diseñadas.

La conclusión subyacente no cambia: los activos financieros de riesgo terminan recompensando la paciencia del inversor cuando se invierte con disciplina, horizonte temporal y foco en negocios de calidad. En cualquier entorno de mercado, las compañías con ventajas competitivas sostenibles, balances sólidos, elevada generación de caja y atractiva capacidad de reinversión de beneficios siguen siendo la base más sólida para proteger y hacer crecer el patrimonio a largo plazo.

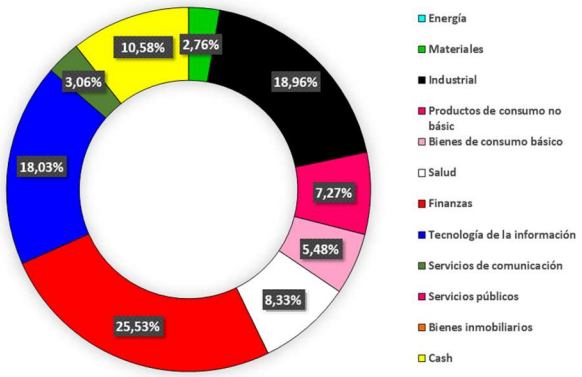
WWW.NAO-SAM. COM
info@nao-sam.com

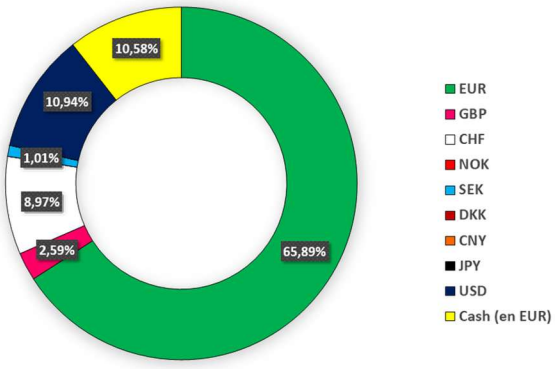
## ESTRUCTURA DE CARTERA Y OPERACIONES EN EL MES

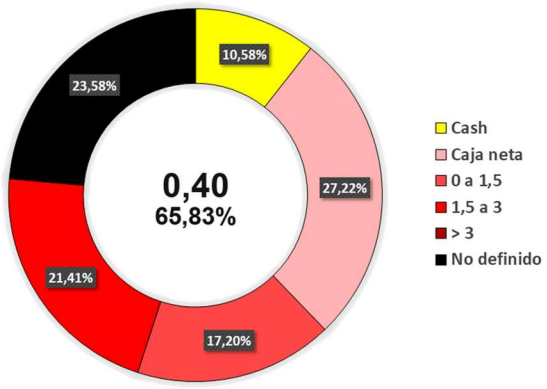
Las carteras de nuestros fondos de renta variable terminaban el mes con una exposición cercana al 89%, un nivel neutral que pensamos que nos permite capturar la revalorización de las cotizaciones y al mismo tiempo reservar liquidez para las oportunidades que surjan si efectivamente se reduce la incertidumbre en la economía global.

Al cierre del mes, las primeras posiciones en cartera eran: ASML, Nordea, ING, Intesa San Paolo y Allianz, 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 x0,40 veces EBITDA.




| PRINCIPALES POSICIONES | |
|---|---|
| 1º ACCS.ASML HOLDINGS | 7,09% |
| 2º ACCS.NORDEA BANK ABP | 5,10% |
| 3º ACCS.ING GROEP NV | 4,99% |
| 4º ACCS.INTESA SAN PAOLO | 4,09% |
| 5º ACCS.ALLIANZ AG-REG | 3,85% |
| 6º ACCS.TAIWAN SEMICONDUCTORS-SP ADR | 3,67% |
| 7º ACCS.INDITEX | 3,65% |
| 8º ACCS.SCHNEIDER ELECTRIC SA | 3,53% |
| 9º ACCS.KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE | 3,44% |
| 10º ACCS.PRYSMIAN SPA | 3,17% |
| 11º ACCS.NOVARTIS-REG | 3,11% |
| 12º ACCS.KPN (KONIN) NV | 3,06% |
| 13º ACCS.SAFRAN | 2,97% |
| 14º ACCS.GENERALI ASSIC | 2,83% |
| 15º ACCS.LINDE PLC (EUR) | 2,76% |
| 16º ACCS.LEGRAND SA | 2,75% |
| 17º ACCS.APPLE INC | 2,64% |
| 18º Otros | 26,75% |
| **RV** | **89,42%** |
| **Cash** | **10,58%** |
| **TOTAL** | **100,00%** |

## “EN EUROPA CRECEMOS MENOS, PERO CON RESILIENCIA Y GARANTÍAS” SERGIO LUJÁN

Europa se ha acostumbrado a presentarse ante el mundo como la región de las garantías. Garantías jurídicas, sociales, medioambientales, sanitarias, digitales, financieras y éticas. En muchos casos, esa identidad ha sido una fortaleza real: no es menor vivir en un espacio económico donde el consumidor está protegido, los medicamentos y los alimentos pasan controles rigurosos, la privacidad es un derecho fundamental, la ciberseguridad se trata como cuestión estratégica y el sistema financiero tiene obligaciones exigentes contra el blanqueo de capitales y la protección del inversor.

La cuestión no es si Europa debe regular. Por supuesto que debe hacerlo. La cuestión es si regula con la misma inteligencia con la que otras regiones innovan, producen, financian y escalan. Y ahí empiezan las dudas.

Durante años, el relato dominante ha sido que cada nueva capa normativa se incorpora “por nuestro bien”. En parte es cierto. Pero también lo es que cada obligación tiene un coste: más trámites, más documentación, más incertidumbre, más asesores, más plazos, más gastos fijos, más barreras de entrada y más recursos dedicados a demostrar cumplimiento en lugar de crear producto, construir vivienda, investigar medicamentos, producir componentes o desplegar tecnología. No es casualidad que la propia Comisión Europea haya asumido ya como objetivo reducir la carga administrativa un 25% para las empresas y un 35% para las pymes, con un ahorro estimado de 37.500 millones de euros para 2029. Cuando el propio regulador reconoce que hay que simplificar, quizá conviene aceptar que el problema no era imaginario.

El daño, además, no lo sufren solo las empresas europeas. También lo sufre el consumidor. A veces lo paga con precios más altos. A veces con menos oferta. A veces con productos que llegan más tarde. Y a veces con servicios directamente no disponibles en Europa porque el proveedor extranjero decide que la incertidumbre regulatoria, el coste de adaptación o el riesgo sancionador no compensan el tamaño del mercado. La consecuencia es muy concreta: el ciudadano europeo puede terminar teniendo menos acceso a innovación que un consumidor estadounidense, asiático o incluso latinoamericano, aunque sobre el papel esté más protegido. La inteligencia artificial es probablemente el ejemplo más evidente. Europa quiso ser la primera gran jurisdicción en dotarse de un marco integral para la IA. La intención es legítima: proteger derechos fundamentales, evitar usos abusivos, limitar riesgos sistémicos y dar seguridad jurídica. Pero el riesgo es que acabemos siendo líderes en regular una tecnología que otros desarrollan, entrenan, escalan y monetizan. Según el Hoy, la carrera de modelos punteros se concentra fundamentalmente entre Estados Unidos y China, cuya brecha de rendimiento se ha ido cerrando desde 2025. Europa tiene talento, universidades, compañías prometedoras y buenas iniciativas, pero no tiene hoy un campeón de frontera comparable al eje estadounidense-chino en el campo de la IA generativa.

Y esto no debería sorprendernos. Mientras unos compiten por modelos, chips, centros de datos, energía barata, capital riesgo, talento e integración industrial, Europa dedica buena parte de su energía institucional a definir obligaciones, clasificar riesgos, publicar guías, coordinar supervisores y anticipar sanciones. La IA confiable es deseable. Pero una IA confiable sin infraestructura propia, sin compañías

europeas capaces de escalar globalmente y sin acceso competitivo a datos y cómputo puede acabar siendo una forma elegante de dependencia tecnológica.

El impacto sobre el consumidor ya no es teórico. Apple ha señalado las reglas europeas de competencia digital como motivo para retrasar funciones de IA y otras prestaciones en la UE, mientras que la Comisión discute esa interpretación y sostiene que la normativa no bloquea el despliegue si se diseña correctamente. Meta también retrasó el lanzamiento de modelos y servicios de IA en Europa tras la intervención de autoridades de protección de datos. La responsabilidad concreta puede debatirse caso por caso, pero el efecto práctico para el usuario europeo es el mismo: acceso más tardío, más limitado o distinto al que disfrutan otros mercados.

En privacidad y protección de datos ocurre algo parecido. El GDPR y, en España, la normativa de protección de datos han reforzado derechos muy relevantes. Nadie serio debería defender que los datos personales se exploten sin límites. Pero Europa debe hacerse una pregunta incómoda: ¿podemos aspirar a liderar inteligencia artificial, medicina personalizada, industria 4.0 y servicios digitales si tratamos el dato casi exclusivamente como una amenaza? El dato también es un activo productivo. Sin datos accesibles, interoperables y jurídicamente utilizables, no hay modelos competitivos, ni diagnósticos predictivos, ni automatización avanzada, ni servicios digitales de escala europea.

La privacidad debe protegerse, sí. Pero no debería convertirse en una arquitectura de fricción permanente donde el usuario acepta banners que no lee, la empresa documenta procesos que no siempre mejoran el servicio y las grandes plataformas globales, precisamente por su escala, son las que mejor pueden absorber los costes de cumplimiento. Paradójicamente, una regulación diseñada para limitar el poder de los gigantes puede terminar consolidándolo si eleva tanto el coste fijo regulatorio que solo los grandes pueden permitirse cumplirlo con comodidad.

En ciberseguridad, la necesidad de regular es indiscutible también, e incluso estratégica. Los riesgos de ransomware, sabotaje, interrupción de infraestructuras críticas o vulnerabilidades en la cadena de suministro son reales. La directiva NIS2 establece un marco común para reforzar la ciberseguridad en 18 sectores críticos de la UE, y ese objetivo tiene pleno sentido. Pero también aquí existe una diferencia enorme entre elevar capacidades reales y multiplicar reportes. Una buena regulación ciber reduce superficie de ataque, mejora tiempos de respuesta y coordina mejor a empresas y autoridades. Una mala regulación produce cultura defensiva, duplicidades y una montaña documental que mide mejor la capacidad administrativa que la resiliencia técnica, y que suprime el espacio para la creatividad, la innovación y la ganancia de productividad.

Lo mismo puede decirse de la prevención de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo. La finalidad es incuestionable: proteger la integridad del sistema financiero y dificultar el uso de canales legales para actividades ilícitas. La nueva autoridad europea AMLA, que desde 2028 supervisará directamente hasta 40 entidades financieras de alto riesgo, puede aportar armonización y foco si se orienta bien. Pero el cumplimiento formal no equivale automáticamente a eficacia. El cliente ordinario acaba aportando documentos, declaraciones, cuestionarios y justificaciones repetidas por poco

material que sea la operación finalmente, mientras que quien pretende delinquir profesionalmente no se detiene ante un manual interno ni ante una firma adicional. La regulación útil es la que detecta patrones, comparte inteligencia y persigue riesgos reales; la menos útil es la que convierte a millones de usuarios y empresas cumplidoras en sujetos permanentes de sospecha burocrática.

El caso farmacéutico es todavía más sensible porque afecta directamente a la salud. Europa quiere medicamentos seguros, disponibles, producidos bajo altos estándares, demostradamente eficaces y económicamente asequibles para el paciente. Es una aspiración correcta. Pero si los procesos de autorización, precio-reembolso, evaluación, compra pública y regulación de incentivos hacen que un lanzamiento sea menos atractivo o más lento que en otras geografías, el ciudadano europeo no queda mejor protegido: queda esperando. El informe WAIT 2026 de EFPIA estima una mediana de 532 días hasta la disponibilidad de nuevos medicamentos en Europa, con diferencias muy amplias entre países.

Aquí hay una tensión que Europa no puede seguir eludiendo. Presionar a la baja los incentivos de propiedad intelectual, anular blindajes comerciales, reducir la durabilidad de las patentes o condicionar excesivamente el retorno económico topando precios o cargando nuevos tributos, puede sonar popular en el corto plazo, pero tiene consecuencias muy serias. La innovación biomédica es cara, incierta y globalmente competitiva. Si Europa transmite que quiere medicamentos de vanguardia, pero que no quiere remunerar adecuadamente el riesgo de desarrollarlos, el capital se irá donde el binomio riesgo-retorno sea más razonable. La reforma farmacéutica europea intenta equilibrar acceso, innovación y competitividad, pero el propio debate sobre protección regulatoria y exclusividades muestra hasta qué punto la región está intentando corregir precios y acceso sin dañar demasiado los incentivos a innovar.

Un medicamento que llega tarde no es solo un problema para una farmacéutica. Puede ser una terapia que un paciente europeo recibe meses o años después que un paciente de otra región. Un ensayo clínico que no se realiza en Europa no es solo una oportunidad de negocio perdida. Es conocimiento, empleo cualificado, médicos investigadores, hospitales de referencia y tejido biotecnológico que se desplazan. Y una patente debilitada sin una alternativa clara de financiación de la innovación no abarata mágicamente el futuro: puede empobrecerlo.

La vivienda ofrece otra manifestación del mismo problema. Europa necesita construir más, renovar mejor y hacerlo de forma sostenible. Pero cuando a la falta de suelo disponible, los tipos de interés, la escasez de mano de obra y la lentitud en la aprobación de licencias se suma un aluvión de exigencias técnicas, energéticas y administrativas, el resultado puede ser menos oferta y vivienda más cara. El coste de construir nuevas viviendas en la UE aumentó un 56% entre 2010 y 2024, y la propia Comisión ha lanzado trabajos para evaluar cómo los procedimientos de permisos y los requisitos técnicos afectan a la oferta residencial.

La eficiencia energética de los edificios es deseable. La seguridad estructural, también. La accesibilidad, también. Pero acumular objetivos legítimos sin ordenar prioridades tiene un coste. Si cada vivienda nueva debe superar más filtros, más informes, más certificaciones y más tiempos de autorización, no deberíamos sorprendernos de que la oferta tarde en reaccionar. Y en un mercado con escasez

estructural, cada mes adicional de licencia y cada euro adicional de coste terminan trasladándose al comprador, al inquilino o al contribuyente. Proteger al ciudadano no puede consistir en hacer tan difícil construir que el ciudadano protegido no pueda permitirse vivir donde trabaja o donde ha crecido.

La gran paradoja es que Europa eleva exigencias internas mientras el consumidor, presionado por la pérdida de poder adquisitivo, acaba votando por el bolsillo y eligiendo sistemáticamente el producto más barato, aunque eso implique comprar productos importados que no siempre cumplen los mismos estándares. Lo vemos en bienes de consumo, comercio electrónico, tecnología, moda, componentes industriales y productos importados. Si una empresa europea soporta estándares laborales, fiscales, medioambientales, de trazabilidad, calidad, seguridad y cumplimiento, pero compite con productos extranjeros que llegan con menor carga efectiva, el resultado no es una protección coherente del ciudadano. Es una penalización del productor cumplidor y un incentivo a consumir fuera de nuestro propio marco regulatorio.

Ahí empieza la pérdida de competitividad estratégica. Europa fue —y todavía es en algunas áreas— una potencia industrial de primer nivel. Pero estamos cediendo terreno en sectores donde no hace tanto éramos referencia. En química, la cuota europea del mercado mundial ha caído hasta el 13%, mientras China alcanza alrededor del 46% de las ventas globales. En automoción, el problema es aún más evidente: Europa ha apostado de forma decidida por el vehículo eléctrico de batería (BEV), pero lo ha hecho tarde y toscamente en un entorno de costes elevados, dependencia de materias primas externas y una cadena de valor incompleta. Mientras tanto, los fabricantes chinos han integrado verticalmente baterías, software y producción, han escalado volumen con rapidez y están entrando en Europa con precios más competitivos y ciclos de innovación más ágiles. El resultado es que Asia concentra ya más del 60% de la producción mundial de coches y la cuota de vehículos fabricados en China sigue aumentando, especialmente en el segmento eléctrico, donde además las marcas chinas no dejan de ganar cuota de mercado en detrimento de los fabricantes europeos. En componentes de renovables, China mantiene una posición dominante en fabricación solar fotovoltaica, con una cuota prevista del 80%-90% de la capacidad manufacturera global. Y en IA de frontera, prácticamente no estamos ni compitiendo.

Estos datos deberían incomodarnos. No porque Europa carezca de talento, ciencia o empresas excelentes. Los tiene. Sino porque una sociedad puede ser sofisticada, garantista y moralmente exigente y, aun así, perder la batalla industrial. Puede tener buenos discursos pero a la vez una mala ejecución. Puede aprobar objetivos ambiciosos y no fabricar los componentes necesarios para cumplirlos. Puede exigir transición energética y depender de terceros para paneles, baterías, minerales, chips o software. Puede defender soberanía tecnológica mientras sus empresas entrenan o utilizan modelos sobre infraestructura extranjera. Puede hablar de autonomía estratégica mientras sus consumidores compran productos que llegan de cadenas de suministro que Europa apenas controla.

Desde una perspectiva empresarial e inversora, todo esto se traduce en menor rentabilidad sobre el capital. Más Compliance significa más costes fijos. Más incertidumbre normativa significa mayor prima de riesgo. Más plazos significan menor velocidad de rotación del capital. Más requisitos significan

menos proyectos marginalmente rentables. Y cuando el coste de cumplir crece más rápido que la productividad, las compañías invierten menos, contratan menos, escalan menos y compiten peor.

Pero el problema de fondo es más amplio que la cuenta de resultados. Es cultural. Una economía que dedica cada vez más energía a cumplir, justificar, reportar y prevenir cualquier desviación puede volverse menos propensa a crear, fabricar, investigar y asumir riesgos. La innovación necesita margen de error. La ciencia necesita experimentación. La industria necesita visibilidad. La construcción necesita licencias razonables. La biotecnología necesita incentivos. La tecnología necesita datos, energía y capital. Si todo se somete a cautela máxima, validación previa y sospecha permanente, terminamos confundiendo ausencia de riesgo visible con progreso.

Nada de esto implica defender una desregulación ingenua. Europa no debe competir convirtiéndose en una jurisdicción de mínimos ni renunciar a principios que forman parte de su fortaleza institucional. La seguridad jurídica, la protección del consumidor, la calidad sanitaria, la privacidad, la integridad financiera, la sostenibilidad y la ciberseguridad son activos. Pero precisamente porque son activos, deben gestionarse con disciplina económica. Una garantía que destruye la base productiva que debe financiarla acaba siendo frágil. Una norma que protege en el papel pero retrasa medicamentos, encarece vivienda, expulsa inversión o reduce oferta puede terminar debilitando aquello que pretendía defender.

La alternativa no es menos regulación sin más, sino mejor regulación. Normas más simples, más proporcionales, más armonizadas, más orientadas a resultados y menos obsesionadas con el formalismo documental. Regulación con análisis coste-beneficio real, cláusulas de revisión, sandboxes efectivos, ventanillas únicas, plazos máximos exigibles también para la Administración y enforcement dirigido a los verdaderos focos de riesgo. Menos obligación estética y más capacidad operativa. Menos carga horizontal indiscriminada y más supervisión inteligente.

Europa debe decidir si quiere ser solo el continente que certifica, limita, etiqueta, audita y sanciona, o si quiere volver a ser un continente que inventa, fabrica, financia, escala y exporta. La diferencia es enorme. En el primer caso, creceremos menos, aunque con una magnífica colección de garantías legales y morales. En el segundo, podremos preservar nuestros estándares sin renunciar a competir.

La verdadera protección del ciudadano europeo no consiste en rodearlo de normas hasta aislarlo del progreso. Consiste en asegurar que Europa sea capaz de ofrecerle empleo, vivienda, medicamentos, tecnología, seguridad, energía, industria y oportunidades. Las garantías son valiosas cuando acompañan al crecimiento. Cuando lo sustituyen, dejan de ser garantías y se convierten en coartadas.

Por eso, el debate no debería plantearse como regulación sí o regulación no. El debate correcto es regulación para qué, a qué coste, con qué eficacia y frente a qué alternativas globales. Porque en una economía abierta, sobrerregular no elimina el riesgo: muchas veces solo lo desplaza. Desplaza la producción, desplaza la inversión, desplaza el talento, desplaza el lanzamiento de productos y desplaza el consumo hacia jurisdicciones que quizá no comparten nuestros estándares.

Europa puede y debe tener estándares altos. Pero también debe recordar que la superioridad regulatoria no paga salarios, no construye viviendas, no financia laboratorios, no produce baterías, no fabrica paneles solares y no entrena modelos de inteligencia artificial. La competitividad sí. Y sin competitividad, tarde o temprano, incluso nuestras garantías más nobles se vuelven difíciles de sostener.

*****

*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*