



COMENTARIO JULIO 2026

Estimado Inversor,

En el mes, el STOXX 600 avanzó un 1,25% y el EURO STOXX 50 un 1,20%, cerca de máximos. Debajo de esa aparente calma, sin embargo, se produjo una rotación mucho más violenta, energía ganó alrededor de un 9%, bancos más de un 6% y defensa volvió a comportarse con fortaleza, mientras la tecnología europea perdió en torno a un 9%. Europa no subió como un bloque; cambió de motores. El mercado dejó de premiar la parte de más crecimiento, como los semiconductores, y premió en cambio a la energía por sus precios más altos, a la banca por un entorno de tipos más exigente y a la defensa por el gasto público.

El principal soporte del mes fue la temporada de resultados. A 31 de julio había publicado algo más de la mitad de las compañías del STOXX 600 y las cifras estaban siendo, en agregado, muy buenas. El beneficio por acción de las empresas que ya habían presentado resultados crecía cerca de un 23% interanual, frente al 11,5% que se esperaba al terminar marzo, mientras las ventas aumentaban un 9,8%, más del doble del 4,3% previsto entonces. En ese sentido, los resultados sí dieron alas al mercado. Permitieron que los índices avanzaran mientras subían los tipos de interés, se encarecía la energía y continuaban abiertas varias fuentes de incertidumbre geopolítica.

El 74% de las compañías superó las estimaciones de ventas, una señal bastante sólida de demanda, volúmenes y capacidad de fijación de precios, pero solo el 51% batió en beneficio. Además, el crecimiento esperado para el conjunto del trimestre, cercano al 20,8%, se reducía al 10,3% cuando se excluía energía. Sigue siendo un crecimiento respetable, pero bastante menos espectacular. Mientras los beneficios energéticos aumentaban un 116%, consumo discrecional registraba una caída del 13%, pese a mantener unas ventas prácticamente estables. La debilidad estuvo especialmente concentrada en los márgenes y tuvo en el automóvil uno de sus principales focos: la competencia china, la presión sobre precios y unos costes todavía elevados pesaron sobre fabricantes como Volkswagen y BMW, aunque Mercedes y Renault mostraron una evolución más resistente. En el lujo, por su parte, el comportamiento fue mucho menos uniforme, con compañías que continuaron creciendo y otras todavía condicionadas por la debilidad de la demanda china. Más que un deterioro generalizado del consumo, el sector reflejó problemas muy distintos de competitividad, mix y rentabilidad según cada industria.

Los resultados empresariales mostraron también qué clase de crecimiento estaba dispuesto a pagar el mercado. Unilever combinó un crecimiento orgánico del 5,8% con una mejora del volumen del 5,5% y obtuvo una de sus mejores reacciones bursátiles de los últimos años. SAP mantuvo un crecimiento elevado de su cartera contratada en la nube; Deutsche Bank siguió beneficiándose de la actividad de mercados y banca de inversión; Airbus volvió a demostrar que su problema no es la demanda, sino convertir una cartera extraordinaria en entregas y caja; y Shell trasladó el entorno energético a beneficios y distribuciones al accionista. Todas ellas ayudaron a sostener el índice.

En el extremo contrario, Universal Music cayó más de un 25% tras moderarse el crecimiento de las suscripciones y deteriorarse la conversión en caja. También corrigieron dos de nuestras compañías,

Hermès y ASML, aunque en ambos casos los resultados siguieron mostrando la fortaleza de sus negocios. Hermès mantuvo un margen operativo extraordinario, cercano al 41%, y continuó creciendo pese a la debilidad de China, mientras ASML superó sus previsiones de ventas y márgenes y volvió a elevar sus objetivos anuales. Sus cotizaciones se vieron penalizadas por una recuperación china más lenta en el primer caso y por las incertidumbres tecnológicas y comerciales relacionadas con China en el segundo. Para nosotros, lo relevante es que ninguno de estos factores altera por ahora las ventajas competitivas que sustentan nuestra inversión: la exclusividad, disciplina de oferta y capacidad de fijación de precios de Hermès, y una posición tecnológica prácticamente irremplazable en el caso de ASML.

La actividad europea también sorprendió positivamente. El PIB de la eurozona creció un 0,4% trimestral en el segundo trimestre y un 1% interanual, mientras el PMI compuesto preliminar subió hasta 51,9 y los nuevos pedidos volvieron a aumentar por primera vez desde febrero. No estamos ante un renacimiento económico europeo. Las exportaciones continuaron contrayéndose y el crecimiento sigue siendo moderado y vulnerable. Pero la economía se alejó del escenario de estancamiento que se temía al comenzar el trimestre, y esa mejora ayuda a entender la resistencia de los beneficios de bancos, industriales y servicios.

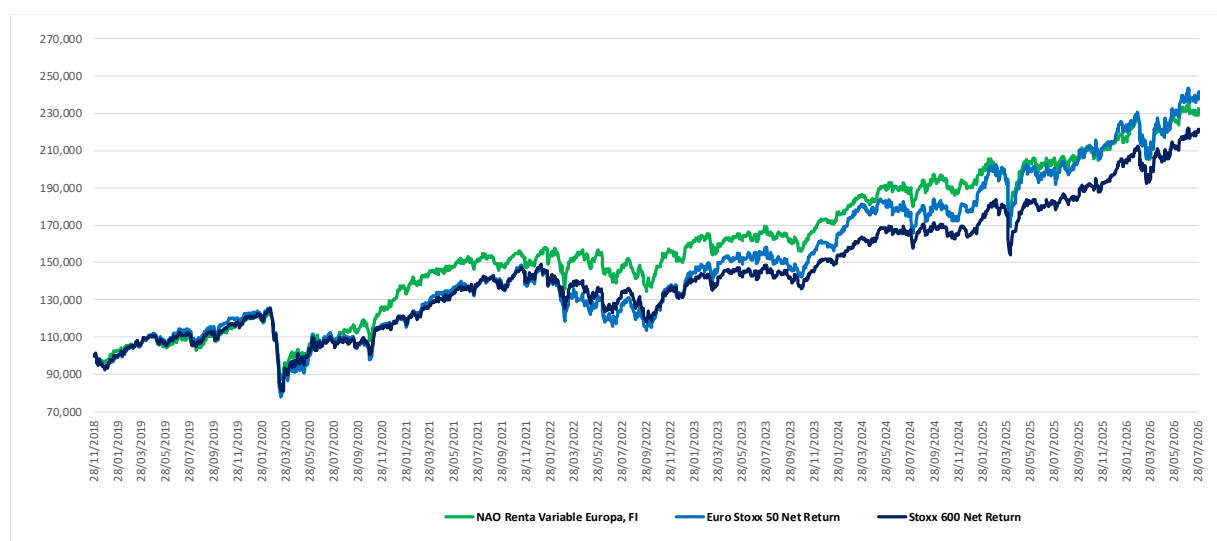
La contrapartida llegó por la energía y los tipos de interés. El Brent terminó julio alrededor de los 90 dólares por barril, un 24% por encima del cierre de junio, y el gas europeo subió más de un 37%, hasta aproximadamente 59 euros por megavatio hora. La inflación de la eurozona repuntó del 2,8% al 2,9%, impulsada por una energía que ya crecía al 10%, mientras la inflación subyacente se situaba en el 2,5%. El BCE mantuvo el tipo de depósito en el 2,25%, pero el bono alemán a diez años aumentó unos 21 puntos básicos y cerró cerca del 3,20%.

Estados Unidos influyó principalmente a través de ese mismo canal. El bono a diez años subió más de 30 puntos básicos, hasta aproximadamente el 4,74%, y el Nasdaq perdió cerca de un 3,2%. Los resultados tecnológicos volvieron a separar a las compañías que ya están monetizando la inversión en nube e inteligencia artificial de aquellas donde el crecimiento del gasto sigue siendo mucho más visible que su retorno. Esa discusión se trasladó inmediatamente a los semiconductores europeos. China, por su parte, continuó debilitando al lujo, al automóvil y a parte de la tecnología. Su PMI manufacturero cayó hasta 49,2, señalando nuevamente contracción. El euro apenas se apreció un 0,7% frente al dólar, por lo que la divisa no explica la enorme dispersión observada entre sectores y compañías.

¿Qué nos deja julio? Una economía europea mejor de lo temido, unos resultados suficientemente sólidos para sostener los índices y un entorno monetario bastante menos amable de lo que sugiere una bolsa cerca de máximos. El mercado recompensó crecimiento acompañado de margen, visibilidad y caja, y castigó cualquier fisura cuando la valoración no dejaba margen de seguridad. Para nosotros, esa es la lectura relevante. La calidad no es una etiqueta, sino la coincidencia de crecimiento rentable, balance sólido, conversión en caja y disciplina en el precio pagado. Julio no dejó un mercado plácido; dejó un mercado más legible. Los beneficios permitieron avanzar pese a unos tipos de interés más altos, pero allí donde beneficio, margen y caja no aparecieron simultáneamente, el castigo fue inmediato.

EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE AL BENCHMARK

A lo largo del mes de julio asistimos a la presentación de resultados de buena parte de las compañías cotizadas europeas y estadounidenses, con un balance generalmente positivo y un crecimiento de los beneficios que, en términos agregados, prácticamente duplicó las expectativas iniciales del mercado. Sin embargo, la evolución bursátil responde a una dinámica distinta: no basta con presentar cifras sólidas, ni siquiera con superar las estimaciones del consenso. En bolsa, muchas veces gana quien es capaz de darle al mercado exactamente lo que quiere. Y lo que el mercado exige no es necesariamente lo mismo para todas las compañías ni permanece constante en el tiempo. En muchas ocasiones, que los inversores sigan respaldando una determinada narrativa de inversión depende menos de que los resultados o las guías batan las estimaciones que de que la compañía sea capaz de ofrecer aquello que el mercado necesita ver para seguir sosteniendo la tesis que acompaña a la valoración. Eso es lo que hemos visto con muchas compañías de temáticas comercialmente en auge como son los semiconductores avanzados, los servicios de nube, y las redes eléctricas y de comunicaciones, cuyas cifras siguen siendo muy buenas y están apoyadas en una inexorable demanda, pero donde las cotizaciones han acelerado en consonancia y el mercado se ha vuelto más receloso en cuanto al crecimiento y el retorno de estos modelos de negocio.



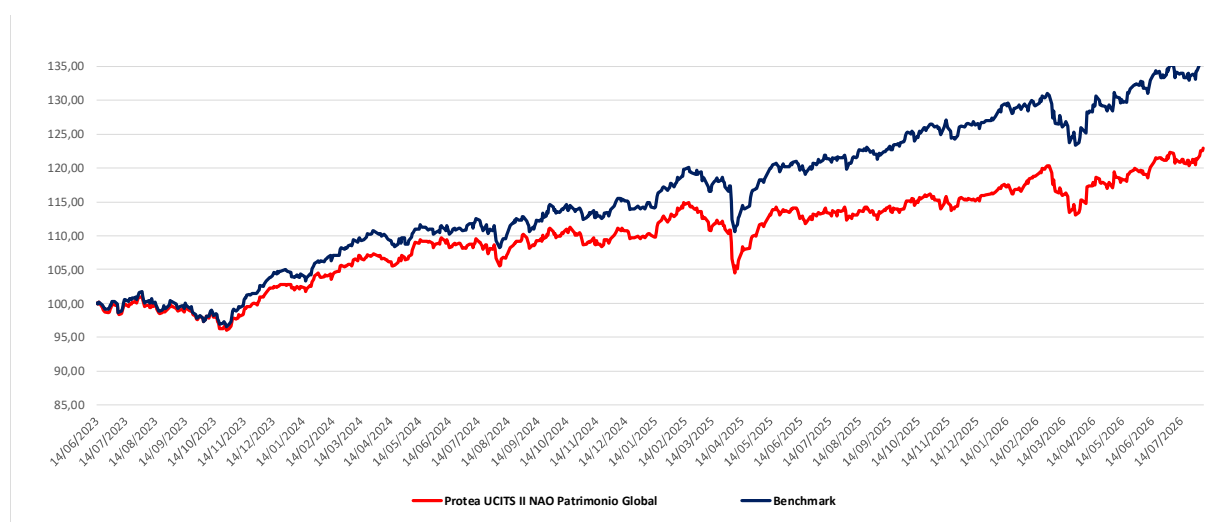
Rentabilidad	1 Semana	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	YTD	Desde inicio	TWR (Inicio)	3Y	TWR (3Y)
NAO Renta Variable Europa FI, Clase D	0,71%	-0,99%	5,08%	7,00%	13,31%	8,02%	131,66%	11,56%	37,18%	11,10%
Benchmark (EuroStoxx 50)	1,24%	0,57%	9,10%	8,73%	22,14%	11,73%	141,50%	12,17%	52,55%	15,10%
Benchmark (Stoxx 600)	0,73%	1,25%	7,06%	8,20%	21,82%	11,68%	121,15%	10,89%	48,86%	14,17%
Diferencia (s/ EuroStoxx 50)	-0,53%	-1,55%	-4,02%	-1,73%	-8,83%	-3,71%	-9,84%	-0,61%	-15,37%	-4,00%
Diferencia (s/ Stoxx 600)	-0,02%	-2,24%	-1,99%	-1,20%	-8,51%	-3,66%	10,51%	0,67%	-11,68%	-3,06%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Renta Variable Europa FI, Clase D	13,55%	14,15%	11,64%
Benchmark (EuroStoxx 50)	18,11%	19,32%	15,50%
Benchmark (Stoxx 600)	14,22%	16,24%	12,61%

R/σ	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Renta Var	0,59%	0,82%	0,95%
Benchmark (Eu)	0,65%	0,63%	0,97%
Benchmark (Sto)	0,82%	0,67%	1,12%

Durante el mes, NAO Renta Variable Europa FI sufrió una corrección del -1%, frente al +0,57% de su Benchmark. Con esto, en el acumulado del año, el fondo suma una revalorización del +8%, frente al +11,73% 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 (13,55% vs 18,11%).

Desde su lanzamiento, NAO Renta Variable Europa FI acumula una rentabilidad del +131,66% en menos de 8 años, lo que se traduce en una rentabilidad anualizada del +11,10%, métricas muy satisfactorias para una cartera de renta variable cimentada en compañías de calidad, caracterizadas por una diferenciación de producto/servicio verdaderamente única, por una gran visibilidad en la generación de caja y por su capacidad de reinvertir beneficios a tasas que superan su coste de capital. Una rentabilidad obtenida además con un perfil de riesgo muy moderado frente al benchmark y la categoría de vehículos comparables, como demuestra la volatilidad anualizada del 14,15% que saca el fondo desde inicio, un valor extremadamente bajo para los activos de renta variable. Todo ello sitúa muy favorablemente nuestros fondos de renta variable bajo una óptica de rentabilidad ajustada por riesgo.



31/07/2026								
Rentabilidad	1 Semana	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	YTD	Desde inicio	TWR (Inicio)
Protea UCITS II NAO Patrimonio Global	0,43%	-0,44%	2,94%	3,78%	6,70%	4,38%	21,30%	6,36%
Benchmark	0,65%	-0,13%	3,93%	4,22%	10,88%	5,71%	34,42%	9,91%
Diferencia	-0,22%	-0,31%	-0,99%	-0,43%	-4,18%	-1,33%	-13,12%	-3,55%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	1Y
Protea UCITS II NAO Patrimonio Global	7,40%	6,44%	6,65%
Benchmark	8,53%	6,93%	7,44%

R/σ	YTD	Desde inicio	1Y
Protea UCITS II NAO Patrimonio Global	0,59%	0,99%	1,01%
Benchmark	0,67%	1,43%	1,46%

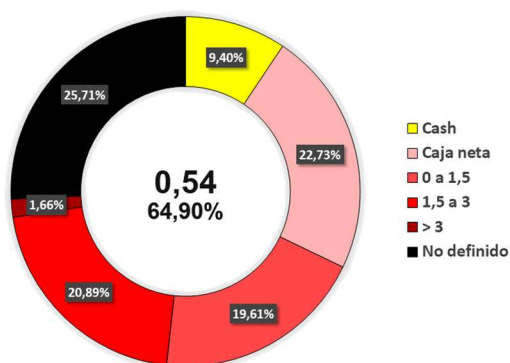
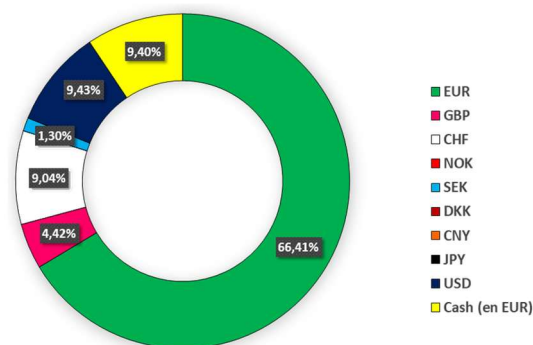
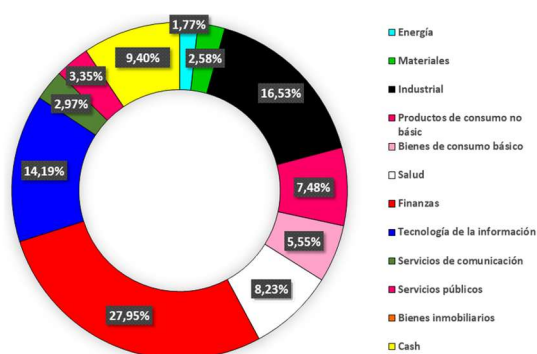
Por su parte, Protea UCITS II NAO Patrimonio Global cerró el mes con una rentabilidad de -0,44%, moderadamente inferior al -0,13% que retrocedía su Benchmark. En el acumulado del año, el fondo obtiene una rentabilidad del +4,38%, frente al +5,71% del Benchmark debido a su perfil patrimonialista más equilibrado y conservador, con menor exposición estructural a los activos de mayor beta en renta variable y a vencimientos largos en la parte de renta fija. En este sentido, el fondo mantiene una volatilidad anualizada notablemente inferior a la del Benchmark en todos los espacios de medición, lo que sigue siendo coherente con su objetivo de preservar el capital capturando rentabilidad de forma más conservadora.

ESTRUCTURA DE CARTERA Y OPERACIONES EN EL MES

Las carteras de nuestros fondos de renta variable terminaban el mes con una exposición cercana al 91%, un nivel neutral que pensamos que nos permite capturar la revalorización del mercado al mismo tiempo que nos deja margen para aprovechar oportunidades emergentes. Seguimos viendo un entorno económico donde conviene ser muy selectivos a la hora de invertir en compañías.

A cierre de mes, las primeras posiciones en cartera eran: ING, Nordea, ASML, Intesa San Paolo y Allianz, 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 x0,54 veces EBITDA.



PRINCIPALES POSICIONES		
1º	ACCS.ING GROEP NV	5,53%
2º	ACCS.NORDEA BANK ABP	5,50%
3º	ACCS.ASML HOLDINGS	4,76%
4º	ACCS.INTESA SAN PAOLO	4,49%
5º	ACCS.ALLIANZ AG-REG	4,05%
6º	ACCS.INDITEX	3,83%
7º	ACCS.KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE	3,45%
8º	ACCS.NOVARTIS-REG	3,19%
9º	ACCS.TAIWAN SEMICONDUCTORS-SP ADR	3,03%
10º	ACCS.GENERALI ASSIC	2,99%
11º	ACCS.SAFRAN	2,97%
12º	ACCS.KPN (KONIN) NV	2,97%
13º	ACCS.APPLE INC	2,85%
14º	ACCS.SCHNEIDER ELECTRIC SA	2,84%
15º	ACCS.LINDE PLC (EUR)	2,58%
16º	ACCS.VINCI SA	2,46%
17º	ACCS.DEUTSCHE BOERSE	2,24%
18º	Otros	30,89%
	RV	90,60%
	Cash	9,40%
	TOTAL	100,00%

Operaciones realizadas durante el mes

Durante el mes de julio, se han realizado varios movimientos relevantes en las carteras de los fondos de renta variable. Las operaciones realizadas responden a una rotación deliberada del presupuesto de riesgo: hemos reducido posiciones que habían registrado una fuerte revalorización y cuya exposición estaba cada vez más concentrada en semiconductores, inteligencia artificial, centros de datos y electrificación, para incorporar nuevas fuentes de retorno potencial desvinculadas de la narrativa de Inteligencia Artificial y su infraestructura, pero que mantienen también una elevada visibilidad e inercia comercial. Ellas son tales como defensa, energía, operadoras de redes eléctricas reguladas y seguros. Con ello, buscamos mantener la exposición a tendencias estructurales de crecimiento mejorando la diversificación sectorial, la visibilidad de los flujos de caja y el comportamiento de la cartera ante distintos escenarios económicos que puedan venir, y además tomamos acción ante un mercado que empieza a cuestionarse el retorno empresarial de los diferentes intervinientes en la cadena de valor de la IA y los presupuestos de CAPEX anunciados por los hyperscalers.

Ventas y reducciones

ASML. Realizamos unas ventas en ASML tras la fuerte evolución de la cotización y el consiguiente aumento de su peso en cartera. La compañía conserva una posición competitiva única en equipos de litografía avanzada gracias a su elaborado know how en óptica industrial, y continúa siendo uno de los principales beneficiarios del incremento de la complejidad y miniaturización del hardware. Sin embargo, su valoración incorporaba expectativas muy exigentes y su evolución bursátil estaba cada vez más vinculada al ciclo de inversión en inteligencia artificial y a las decisiones de gasto de un reducido número de fabricantes de chips. La operación no responde, por tanto, a una ruptura de la tesis de inversión en ningún caso, sino a una decisión táctica y de reducción de la concentración en un mismo catalizador del crecimiento.

Legrand, Prysmian y Schneider Electric. Redujimos las posiciones en Legrand, Prysmian y Schneider Electric después de una evolución operativa y bursátil muy favorable. Las tres compañías se habían beneficiado del creciente reconocimiento por parte del mercado de su exposición a tendencias estructurales como la electrificación de las infraestructuras, la movilidad eléctrica, la modernización de las redes eléctricas, la automatización, las renovables y la alimentación y refrigeración de los centros de datos. En el caso de Prysmian, esta inercia se vio reforzada adicionalmente por la explosiva demanda de cableado óptico de comunicaciones para el despliegue masivo de fibra (FTTH), imprescindible para llevar conexión a internet con elevado ancho de banda y mínima latencia a los centros de datos, además de su posicionamiento premium en interconexiones y cableado de alta tensión.

Seguimos considerando que las tres compañías cuentan con posiciones competitivas sólidas y buena visibilidad de cifras a medio plazo. Sin embargo, la fuerte revalorización había estrechado el margen de seguridad y elevado su peso conjunto dentro de un mismo bloque temático, aumentando la dependencia de la cartera del ciclo de inversión en infraestructura digital y computacional.

Alphabet y Microsoft. También rebajamos las posiciones en Alphabet y Microsoft dentro del proceso de reducción de la exposición agregada al mercado de la IA y su ciclo de inversión productiva. Ambas compañías mantienen activos extraordinarios, posiciones competitivas difíciles de replicar y oportunidades de capturar el crecimiento gigantesco que traen consigo los servicios de inteligencia artificial. Alphabet combina el liderazgo en publicidad digital con una plataforma Cloud en rápida expansión y una integración masiva de la IA en el universo Android que está en proceso, mientras que Microsoft dispone de uno de los ecosistemas empresariales más robustos del mercado, apoyado en software de productividad y ciberseguridad y una enorme infraestructura Cloud también en auge.

No obstante, la carrera de la IA generativa está exigiendo un fuerte incremento de las inversiones en capacidad de cómputo, disparando las necesidades de capital y llevando los planes de capex hasta cifras nunca vistas. Esta mayor intensidad de capital introduce incertidumbre sobre la conversión de los beneficios en flujo de caja libre, eleva la depreciación futura y aumenta el crecimiento necesario para obtener retornos adecuados sobre el capital invertido y justificar las valoraciones. Además, la velocidad con la que se están acometiendo estos desembolsos y la magnitud de la demanda de semiconductores ha tensionado al alza notablemente los precios de los procesadores y las memorias temporales, con lo que determinados efectos de segunda ronda retroalimentan la intensidad de capital de todo el que necesite operar y consumir cómputo.

Andritz. Finalmente, desinvertimos completamente en Andritz por una cuestión de coste de oportunidad. La compañía conserva una posición sólida en equipamiento industrial, automoción, plantas de celulosa, energía hidroeléctrica y tecnologías medioambientales. No obstante, una parte relevante de sus resultados depende del calendario de adjudicación y ejecución de grandes proyectos (la salud del libro de pedidos en firme) lo que introduce mayor sensibilidad al ciclo industrial, al capital circulante y a posibles desviaciones de costes. Además, la acción acumulaba una revalorización importante motivada por la captura de un significativo volumen de pedidos de equipos hidroeléctricos, en parte derivado de la situación en el mercado de los carburantes fósiles, según apuntó la dirección de la compañía, dubitativa respecto a la durabilidad de este impulso en los pedidos.

Así pues, decidimos cerrar las posiciones en Andritz y dirigir el capital hacia oportunidades con mejor perfil riesgo-beneficio potencial.

Compras y ampliaciones

A lo largo del mes hemos ido desplazando la liquidez obtenida de las desinversiones anteriores hacia otras ideas, algunas de ellas novedosas frente al universo de compañías que han pasado históricamente por los fondos. Estas ideas poseen como denominador común la diferenciación del modelo de negocio y de los productos o servicios que venden las compañías en las que se materializan; así como también una alta visibilidad en la generación de flujo de caja y además descorrelacionada de la temática de IA y cómputo. Así pues, hemos decidido apostar por las siguientes oportunidades:

BAE Systems. Iniciamos una posición en BAE Systems con el objetivo de incorporar exposición al crecimiento estructural del gasto global en defensa, pero a través del que para nosotros es el mejor competidor en Europa y cuyo libro de pedidos ya venía alimentado desde años antes del rearme europeo iniciado tras la guerra de Ucrania, fruto del know how de vanguardia electrónica e industrial de la firma. BAE participa directa o conjuntamente en programas de larga duración relacionados con la aviación militar de vanguardia, sistemas electrónicos críticos de a bordo, buques y fragatas, submarinos nucleares, vehículos terrestres, municiones, espacio y ciberseguridad. Se trata de mercados con barreras de entrada muy elevadas, derivadas de la tecnología, las certificaciones, la necesidad de mantener relaciones de confianza con los gobiernos y la integración de sus productos en plataformas estratégicas. Su clientela se encuentra muy diversificada entre UK, USA, Australia y Arabia Saudí, constituyendo la UE una fuente de crecimiento potencial adicional pero no el corazón de la tesis. La compañía ha sido durante muchos años el proveedor detrás de la superioridad marítima del Reino Unido, y sigue siendo un socio comercial clave en el desarrollo de los sistemas electrónicos que montan cazas americanos como el F-22 Raptor y el F-35 Lightning II, para muchos las unidades aéreas más letales del mundo en aire. En definitiva, BAE nos parece una opción muy adecuada para buscar un atractivo retorno ajustado al riesgo en el sector Defensa, una temática completamente en auge, aunque esencialmente sustentada en gasto público y en narrativas muy ambiciosas a nivel de valoración y ejecución. Su calidad fundamental y su relevancia estratégica para los países que lideran la OTAN nos hacen pensar en ella más como compounder estructural que como oportunidad meramente cíclica. Eso es lo que nos gusta de BAE frente a muchos otros players del sector.

TotalEnergies. Incorporamos TotalEnergies para aumentar la diversificación sectorial y tomar exposición directa a los mercados de petróleo y gas en una coyuntura que consideramos especialmente favorable para los productores integrados. Tras varios años de disciplina inversora en el sector, los inventarios energéticos se encuentran más ajustados y el margen de seguridad de la oferta es menor, mientras que las tensiones geopolíticas, las restricciones sobre determinadas fuentes de suministro y una demanda que se mantiene resiliente podrían favorecer que los precios del crudo y del gas permanezcan moderadamente elevados durante más tiempo. Este entorno genera una coyuntura de precios atractiva para las operaciones de TotalEnergies y debería sostener una elevada generación de caja. Su modelo integrado —producción de petróleo y gas, GNL, refino, comercialización, trading y generación eléctrica— permite además amortiguar parcialmente la volatilidad entre segmentos. A ello se suman un balance sólido y una disciplina de capital que, en este escenario, deberían permitir a la compañía mantener un perfil especialmente atractivo de remuneración al accionista mediante dividendos y recompras de acciones.

Enel e Iberdrola. Iniciamos posiciones en Enel e Iberdrola con el objetivo de incorporar a la cartera una fuente de generación de caja más estable y descorrelacionada, relativamente protegida frente a episodios de desaceleración económica, shocks externos e inflación de costes gracias al peso de sus negocios regulados. Consideramos que el sector eléctrico afronta además un escenario estructural especialmente favorable: la electrificación de la economía, el crecimiento de los centros de datos, la descarbonización industrial y la progresiva sustitución de combustibles fósiles están impulsando una demanda eléctrica que previsiblemente crecerá con mayor rapidez que la capacidad disponible,

generando cuellos de botella tanto en generación como, especialmente, en redes. Enel e Iberdrola presentan perfiles complementarios por geografía y mix de generación, y cuentan con una elevada exposición a activos de distribución y, en determinados mercados, transmisión fuera de la Unión Europea, sujetos en buena medida a marcos regulatorios que aportan visibilidad sobre ingresos y retornos. Esta estabilidad permite además emplear el apalancamiento financiero de manera controlada sobre activos de larga duración y flujos previsibles, amplificando potencialmente la rentabilidad para el accionista sin deteriorar de forma significativa el perfil defensivo de la inversión.

Assa Abloy. Reforzamos nuestra posición en Assa Abloy aprovechando que seguimos viendo recorrido en la migración desde cerraduras mecánicas hacia soluciones de acceso electrónico, digital y móvil, un cambio que aumenta de forma estructural el contenido y valor añadido por puerta. La compañía combina además una enorme base instalada —que genera demanda recurrente de sustitución y actualización— con posiciones de liderazgo en control de accesos, identificación y puertas automáticas. Todo ello se traduce en elevado pricing power, buena conversión de EBITDA en caja y capacidad para reinvertir de forma recurrente mediante pequeñas adquisiciones que complementan su tecnología y distribución.

Prudential. También ampliamos Prudential, cuya exposición prácticamente íntegra a Asia nos permite participar en mercados donde la penetración de seguros de vida, salud y ahorro sigue muy por debajo de la de las economías desarrolladas. El crecimiento de la clase media, el envejecimiento de la población y unos sistemas públicos de pensiones y cobertura sanitaria todavía limitados están elevando estructuralmente la necesidad de protección privada. Nos gusta especialmente su capacidad de capturar esta demanda mediante una extensa red de agentes y acuerdos de bancaseguros en Hong Kong, China y el Sudeste Asiático, creciendo en pólizas de protección de mayor margen y generando capital que puede reinvertirse a retornos atractivos.

En conjunto, las operaciones realizadas durante el mes responden a una rotación deliberada del presupuesto de riesgo de la cartera. Hemos reducido parcialmente exposiciones que habían registrado una fuerte revalorización y cuya sensibilidad estaba cada vez más concentrada en semiconductores, inteligencia artificial, centros de datos y electrificación, para incorporar nuevas fuentes de generación de resultados vinculadas a defensa, energía y redes reguladas, además de reforzar algunas posiciones de elevada convicción ya existentes. El objetivo no es abandonar las tendencias estructurales que han sustentado la cartera durante los últimos años, sino diversificar los motores de rentabilidad, mejorar la estabilidad y visibilidad de los flujos de caja y construir una cartera más equilibrada y resistente ante distintos escenarios macroeconómicos y geopolíticos.

CREAR RIQUEZA Y CONSERVARLA**PILAR LLORET MARTÍNEZ**

Durante las últimas semanas hemos asistido a la caída de Situational Awareness, un fondo construido alrededor de las oportunidades derivadas de la inteligencia artificial. Después de obtener rentabilidades extraordinarias, llegó a perder cerca de dos tercios de su valor en apenas un mes y tuvo que vender buena parte de su cartera cotizada para eliminar el apalancamiento y evitar un daño todavía mayor. Su gestor reconoció que el fondo había estado peligrosamente cerca de sufrir una pérdida permanente de capital.

La conclusión más fácil sería atribuir el desastre a la inteligencia artificial, a sus valoraciones o a una burbuja tecnológica. Pero, en realidad, esta historia tiene bastante poco que ver con la IA. La tecnología cambia; la naturaleza humana, por desgracia, se actualiza con mucha menos frecuencia.

Lo ocurrido responde a una combinación que aparece regularmente en los mercados alcistas: talento verdadero, resultados inicialmente brillantes, confianza creciente, concentración excesiva, apalancamiento y controles de riesgo que funcionan perfectamente hasta el día en que hacen falta. A esa mezcla se añaden después dos ingredientes universales: la arrogancia de pensar que esta vez es diferente y la estupidez de creer que una buena idea deja de tener riesgos por el simple hecho de haber funcionado durante algún tiempo.

Los mercados alcistas crean riqueza, pero también fabrican genios. Cuando una estrategia acumula éxitos, resulta difícil distinguir cuánto procede del análisis, cuánto del entorno y cuánto del riesgo asumido. Las ganancias se interpretan como prueba de inteligencia; la volatilidad desaparece de los modelos; la prudencia empieza a parecer cobardía, y cualquier persona que advierta de los peligros pasa a ser considerada alguien que “no ha entendido” la nueva realidad.

Hasta que la realidad decide hacerse entender por sí misma.

No es la primera vez que ocurre. En 1998, Long-Term Capital Management parecía reunir todo lo necesario para dominar los mercados: algunos de los mejores operadores de renta fija de Wall Street, académicos de enorme prestigio y dos futuros premios Nobel de Economía. Sus modelos identificaban pequeñas discrepancias de precios que, en teoría, terminarían corrigiéndose. El problema era que, para convertir diferencias minúsculas en beneficios relevantes, el fondo utilizaba un enorme apalancamiento.

Durante varios años, la estrategia funcionó de forma extraordinaria. El éxito confirmó los modelos, los modelos justificaron más riesgo y el aumento del riesgo produjo aún más beneficios. Cuando la crisis rusa alteró las relaciones históricas entre los activos, las posiciones dejaron de converger y comenzaron a moverse simultáneamente contra el fondo. LTCM estuvo a punto de colapsar y catorce instituciones financieras tuvieron que aportar 3.600 millones de dólares para permitir una liquidación ordenada y evitar ventas forzadas que amenazaban al conjunto del sistema.

El error de LTCM no fue carecer de inteligencia. Fue confundir inteligencia con infalibilidad. Sus modelos explicaban razonablemente bien el comportamiento habitual de los mercados, pero no podían

representar toda la variedad de decisiones humanas que aparece durante una crisis. Habían calculado el riesgo de que cada cosa saliera mal por separado, pero no el de que todo saliera mal al mismo tiempo. Pocos años después, la burbuja de internet proporcionó otra versión del mismo fenómeno. Internet era una revolución auténtica y terminó transformando la economía mundial. Sin embargo, que una tecnología vaya a cambiar el mundo no significa que cualquier empresa relacionada con ella sea una buena inversión, ni que cualquier precio esté justificado. Se confundió el crecimiento de internet con la creación automática de valor para el accionista. Muchas compañías sin beneficios, sin ventajas competitivas e incluso sin un modelo de negocio claro fueron financiadas como si el futuro les perteneciera por derecho natural.

La revolución tecnológica era real. Buena parte de las valoraciones era absurda. Ambas cosas podían ser ciertas a la vez, una posibilidad que los mercados suelen descubrir cuando ya resulta costosa.

En 2006, Amaranth Advisors perdió aproximadamente dos tercios de su patrimonio en pocas semanas por una enorme apuesta en contratos de gas natural. La posición había generado importantes beneficios, fue creciendo y terminó dominando el riesgo del fondo. Cuando el mercado se movió en sentido contrario, su tamaño dificultó la salida y las pérdidas obligaron a liquidar otros activos. De nuevo, el problema no fue simplemente equivocarse sobre el precio del gas. Todo inversor se equivoca. El problema fue construir una posición cuya supervivencia dependía de no equivocarse.

La crisis financiera de 2008 elevó esta dinámica a escala mundial. Durante años, bancos, inversores y agencias de calificación asumieron que la vivienda estadounidense apenas podía caer simultáneamente en todo el país. Los modelos parecían demostrarlo porque los datos históricos también parecían demostrarlo. Sobre esa falsa estabilidad se construyeron hipotecas de mala calidad, productos financieros cada vez más complejos y capas sucesivas de deuda.

Mientras el precio de la vivienda subía, el sistema producía beneficios y distribuía responsabilidades de tal forma que nadie parecía ser responsable de nada. Cuando los precios comenzaron a caer, se descubrió que el riesgo no se había eliminado: solo se había ocultado, fraccionado y repartido entre instituciones que habían hecho prácticamente la misma apuesta.

La historia volvió a repetirse en 2021 con Archegos. Mediante derivados, el vehículo acumuló exposiciones enormes, apalancadas y concentradas en unas pocas compañías. Distintos bancos financiaban las posiciones sin conocer plenamente cuánto riesgo estaban asumiendo los demás. Cuando algunas acciones comenzaron a caer, llegaron las llamadas de margen, Archegos no pudo responder y los bancos se apresuraron a vender. Credit Suisse terminó registrando pérdidas cercanas a 5.500 millones de dólares.

Cambian los nombres, los instrumentos y las narrativas. En LTCM eran sofisticados arbitrajes matemáticos; durante la burbuja tecnológica, internet; en Amaranth, el gas natural; en 2008, la vivienda; en Archegos, los derivados sobre acciones; ahora, la inteligencia artificial. Pero la secuencia permanece casi intacta.

Primero aparece una oportunidad real. Después llegan los buenos resultados. Los buenos resultados atraen capital y aumentan la confianza. La confianza permite asumir más riesgo. El riesgo adicional genera todavía mejores resultados mientras el mercado continúa avanzando. Finalmente, el tamaño, la concentración y el apalancamiento convierten una corrección soportable en una amenaza para la supervivencia.

El apalancamiento tiene una característica particularmente peligrosa: permite presentar como extraordinaria capacidad de inversión lo que a veces es, sencillamente, una exposición extraordinaria al mercado. Multiplica las ganancias, alimenta la reputación del gestor y acorta el camino hacia la celebridad. También elimina el tiempo, que es uno de los principales aliados de cualquier inversor. Una posición sin deuda puede esperar a que el valor termine aflorando; una posición apalancada necesita además que el mercado le dé la razón antes de que el financiador pierda la paciencia.

Por eso existe una diferencia esencial entre crear riqueza y conservarla. Crear riqueza exige asumir riesgos, identificar oportunidades y mantener convicciones que no siempre comparte el mercado. Conservarla requiere algo menos vistoso: diversificación, liquidez, límites, paciencia y la humildad necesaria para aceptar que incluso nuestras mejores ideas pueden estar equivocadas.

La primera capacidad recibe aplausos. La segunda evita funerales financieros.

La inversión no consiste en evitar todas las pérdidas. Eso sería imposible y, probablemente, incompatible con obtener una rentabilidad razonable. Consiste en evitar aquellas pérdidas que impiden continuar. Una cartera puede recuperarse de un error, de una caída de mercado o de una tesis que tarda más de lo esperado. Lo que difícilmente puede superar es una estructura que obliga a vender precisamente cuando los precios son más desfavorables.

Nuestro objetivo no es maximizar la rentabilidad de cada trimestre ni demostrar que tenemos una opinión más audaz que el resto. Es participar en la creación de valor de buenas compañías durante muchos años, procurando que ningún error individual, ninguna moda y ningún episodio de volatilidad comprometan el conjunto del patrimonio.

Esto es especialmente importante en nuestras inversiones relacionadas con la inteligencia artificial. Nuestras posiciones no responden al tipo de estructura que ha provocado la caída de Situational Awareness. No utilizamos apalancamiento para amplificar su rentabilidad, no dependemos de financiación a corto plazo y no estamos obligados a vender para atender llamadas de margen. Tampoco hemos construido la cartera alrededor de una única predicción sobre el desarrollo de la IA.

Invertimos en compañías consolidadas, con negocios diversificados, balances sólidos, generación de caja y posiciones competitivas que existían antes del actual entusiasmo por la inteligencia artificial y que seguirían teniendo valor aunque el ritmo de inversión del sector se moderase. La IA representa para ellas una oportunidad adicional de crecimiento, no la única condición de su supervivencia.

Naturalmente, esto no elimina el riesgo. Algunas valoraciones pueden resultar exigentes, el gasto en centros de datos puede atravesar fases de desaceleración y habrá ganadores y perdedores dentro de la cadena. Precisamente por eso analizamos tanto la calidad del negocio como el precio que pagamos, vigilamos el peso de cada posición y evitamos que el entusiasmo sustituya al análisis.

No sabemos con precisión hasta dónde llegará la inteligencia artificial ni quién capturará todo el valor económico que genere. Nadie lo sabe, aunque en los mercados alcistas siempre aparezca alguien dispuesto a afirmarlo con una presentación de doscientas páginas y una seguridad conmovedora. Lo que sí sabemos es que ninguna tecnología suspende las leyes financieras. El crecimiento no elimina el riesgo, una buena empresa no justifica cualquier valoración y una tesis brillante no compensa una cartera mal construida.

La historia financiera no se repite exactamente, pero conserva una admirable fidelidad a sus defectos. Cada generación descubre una innovación que parece haber dejado obsoletas las reglas anteriores. Y cada cierto tiempo, el mercado recuerda que la prudencia, la liquidez y la diversificación no son reliquias de un mundo antiguo, sino las herramientas que permiten seguir invirtiendo después de que los nuevos genios hayan aprendido, una vez más, la vieja lección.

Crear riqueza es difícil. Conservarla durante décadas es todavía más difícil. Y esa segunda tarea, menos espectacular pero mucho más importante, es la que finalmente distingue una buena inversión de una buena historia.

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