



COMENTARIO AGOSTO 2026

Estimado inversor,

Agosto prolongó las subidas de las bolsas europeas, con avances del 0,5% en el STOXX 600 y del 1,0% en el EURO STOXX 50, incluyendo dividendos. Tras la fuerte rotación de julio, la tecnología recuperó terreno y acompañó a recursos básicos y servicios financieros entre los sectores destacados, mientras alimentación y bebidas quedó rezagada. Los resultados empresariales siguieron ofreciendo apoyo a las cotizaciones, aunque la persistencia de la inflación y las tensiones energéticas mantuvieron la presión sobre los tipos de interés. Esa combinación explica buena parte del mes, las compañías continuaron presentando buenas cifras en un entorno que seguía exigiéndoles bastante.

La temporada de resultados europea avanzó con un balance sólido. A 27 de agosto, el crecimiento interanual del beneficio del STOXX 600 para el segundo trimestre se situaba en el 23,9%, combinando resultados publicados y estimaciones pendientes, mientras las ventas aumentaban un 11,6%. De las 294 compañías que habían presentado beneficios, el 59,9% superó las previsiones de los analistas. La composición seguía siendo importante: excluyendo energía, el crecimiento del beneficio descendía al 12,9%, frente al extraordinario 138,6% del sector energético. Industriales, financieras y tecnológicas también contribuían a la mejora, pero una parte considerable del impulso agregado procedía de unos precios energéticos que, simultáneamente, encarecían los costes del resto de empresas y la factura de los hogares.

La actividad económica acompañó esa resistencia empresarial. La estimación publicada en agosto confirmó un crecimiento del PIB de la eurozona del 0,4% trimestral en el segundo trimestre, y el indicador adelantado de actividad, el PMI compuesto, subió hasta 52,1 puntos. La industria alemana destacó por la demanda de equipamiento tecnológico y de defensa, aunque parte de la producción también respondió a la acumulación preventiva de existencias ante posibles problemas de suministro. Los servicios encontraron apoyo en el turismo fuera de las dos grandes economías de la región, mientras Francia continuó mostrando debilidad. Europa seguía creciendo, pero con motores y velocidades diferentes.

Esa mejora convivió con una inflación todavía incómoda. El dato de julio, confirmado durante el mes, se situó en el 2,9%, frente al 2,8% de junio. El BCE mantuvo el tipo de depósito en el 2,25%, sin reunión de política monetaria en agosto, pero las actas publicadas el día 27 reflejaron que un nuevo endurecimiento seguía sobre la mesa. La moderación de algunas presiones de precios resultaba alentadora; la incertidumbre sobre la energía impedía dar por consolidado ese alivio.

En Estados Unidos, las subidas fueron más pronunciadas con el S&P 500 ganando un 2,7%, el Nasdaq Composite un 4,0% y el Dow Jones un 1,5%, con dividendos y en dólares. La recuperación tecnológica volvió a encontrar respaldo en los resultados. Nvidia presentó ingresos trimestrales de 96.221 millones de dólares, un 106% superiores a los del año anterior, y anticipó ventas de 108.000 millones para el trimestre siguiente. Estas cifras confirmaron la intensidad del ciclo inversor en inteligencia artificial y su traducción en ingresos para los proveedores de infraestructura. Para quienes compran esos equipos, la cuestión pendiente sigue siendo cuánto negocio adicional conseguirán generar y con qué rentabilidad.

La fortaleza de la demanda es evidente; la distribución final de sus beneficios entre los distintos participantes todavía está desarrollándose.

Ese dinamismo tecnológico contrastó con señales de debilidad en el empleo y el consumo. El informe publicado en agosto recogió una caída de 23.000 empleos no agrícolas en julio y revisiones a la baja de 103.000 puestos entre mayo y junio, con una tasa de paro del 4,1%. El consumo real de julio permaneció prácticamente estancado, mientras la inflación medida por el PCE se situó en el 3,7% interanual y su componente subyacente en el 3,3%. La economía ofrecía así argumentos para la cautela en ambas direcciones: un mercado laboral más débil y unos precios todavía alejados del objetivo de la Reserva Federal.

En Jackson Hole, Kevin Warsh mantuvo la estabilidad de precios como prioridad y señaló que las mejores lecturas de inflación del verano necesitaban consolidarse. Su intervención evitó comprometer una decisión concreta sobre los tipos y enfrió la expectativa de que unos pocos datos favorables fueran suficientes para cambiar el rumbo monetario. El mes terminó, por tanto, con mayor fortaleza bursátil que claridad sobre la siguiente decisión de la Fed.

China tampoco ofreció una recuperación generalizada. Su PMI manufacturero oficial mejoró de 49,2 a 49,8 puntos, aunque permaneció por debajo del umbral de expansión. La fortaleza de determinadas actividades tecnológicas y exportadoras siguió conviviendo con una demanda interna débil, manteniendo un panorama desigual para las compañías europeas con exposición al país.

En renta fija, las expectativas monetarias y las necesidades de financiación pública continuaron presionando especialmente a la deuda europea. La rentabilidad del bono alemán a diez años aumentó unos 15 puntos básicos, hasta el 3,31%; la del francés terminó en el 4,17% y la del italiano en el 4,14%. El estadounidense a diez años cerró cerca del 4,75%, con escasa variación respecto a julio, aunque después de movimientos relevantes durante el mes.

El crédito corporativo mostró un comportamiento más favorable. Los bonos globales de grado de inversión avanzaron un 0,3% y los de alto rendimiento un 0,9%, en ambos casos con cobertura a dólares. La demanda permitió absorber nuevas emisiones y los diferenciales de la deuda de menor calidad se estrecharon. Esa fortaleza dejó, sin embargo, una compensación adicional por riesgo empresarial reducida, una rentabilidad nominal elevada puede resultar atractiva, pero importa cuánto de ella procede del tipo de referencia y cuánto remunera realmente el riesgo de impago.

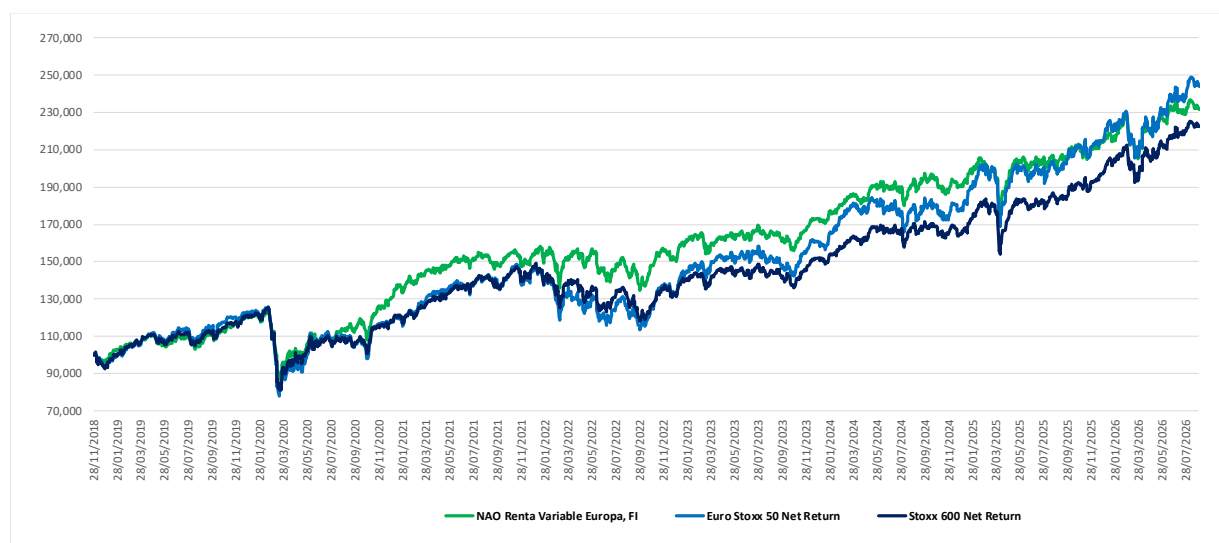
La energía siguió siendo una de las principales fuentes de incertidumbre para ese escenario. El Brent terminó en 90,49 dólares por barril, un 0,4% por encima del cierre de julio, aunque ese saldo modesto ocultó las oscilaciones provocadas por las negociaciones y los enfrentamientos entre Estados Unidos e Irán. El último día del mes, la nueva escalada en Oriente Medio llevó al futuro de gas europeo TTF para octubre a superar intradía los 70 euros por megavatio hora. La vulnerabilidad del suministro continuó haciendo difícil separar el riesgo geopolítico de las perspectivas de inflación europeas.

El oro destacó con una subida del 9,7%, hasta aproximadamente 4.437 dólares por onza, y la plata avanzó un 15,6%. En divisas, el euro se apreció alrededor de un 0,8%, hasta 1,1618 dólares. Para el inversor europeo, ese movimiento redujo parcialmente la rentabilidad de las posiciones estadounidenses sin cobertura de cambio.

Agosto dejó unos resultados empresariales suficientemente sólidos para sostener las bolsas, pese a la persistencia de las tensiones energéticas y financieras. La mejora fue real, aunque desigual, y su continuidad dependerá de la capacidad de las compañías para mantener márgenes y convertir el crecimiento en caja. En ese contexto, seguimos centrados en negocios con ventajas competitivas defendibles, balances sólidos y capacidad de reinversión rentable, procurando que el precio pagado deje espacio para obtener una rentabilidad razonable también cuando las circunstancias sean menos favorables.

EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE AL BENCHMARK

El mes de agosto registró un bajo volumen de negociación en los mercados financieros debido al periodo vacacional. Durante este tiempo, los inversores terminaron de incorporar a sus expectativas los resultados empresariales del segundo trimestre. Además, premiaron a los modelos de negocio más cuestionados en los últimos meses, como el software, la publicidad, la consultoría, la automoción, la química básica y ciertos sectores de la industria y la minería.



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	-0,27%	0,03%	2,72%	6,62%	14,55%	8,06%	131,74%	11,44%	39,73%	11,79%
Benchmark (EuroStoxx 50)	-0,43%	1,03%	6,61%	13,08%	22,61%	12,88%	143,98%	12,18%	60,26%	17,01%
Benchmark (Stoxx 600)	-0,47%	0,49%	5,22%	9,79%	21,27%	12,23%	122,24%	10,84%	53,49%	15,34%
Diferencia (s/ EuroStoxx 50)	0,16%	-0,99%	-3,89%	-6,47%	-8,05%	-4,82%	-12,24%	-0,74%	-20,53%	-5,22%
Diferencia (s/ Stoxx 600)	0,19%	-0,46%	-2,50%	-3,17%	-6,72%	-4,17%	9,50%	0,60%	-13,75%	-3,55%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Renta Variable Europa FI, Clase D	12,90%	14,09%	11,58%
Benchmark (EuroStoxx 50)	17,23%	19,23%	15,37%
Benchmark (Stoxx 600)	13,48%	16,16%	12,52%

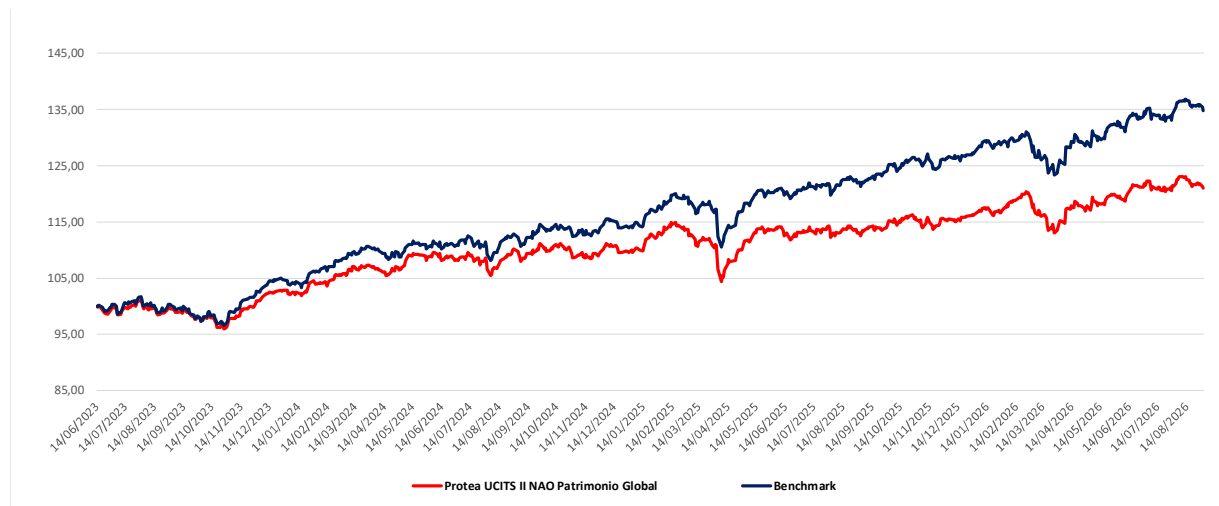
R/σ	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Renta Var	0,62%	0,81%	1,02%
Benchmark (Eu	0,75%	0,63%	1,11%
Benchmark (Sto	0,91%	0,67%	1,22%

Durante el mes, NAO Renta Variable Europa FI se mantuvo estable con una ligera subida del +0,03%, frente al +1,03% del Benchmark, cuyo movimiento se nutrió esencialmente de cierta recuperación en unas pocas compañías que habían sido muy castigadas previamente, o bien por la irrupción de la IA, o bien por la creciente competencia china. Algunos ejemplos son SAP, Renault y Publicis, cuyas acciones se impulsaron con fuerza tras muchos meses de debilidad, mientras que otras temáticas con mayor visibilidad y aprobación de los inversores permanecieron estables en el mes.

Con esto, en el acumulado del año, el fondo suma una revalorización del +8,06%, frente al +12,88% del Benchmark, con una cifra de volatilidad que se mantiene muy contenida con respecto al índice de referencia y a la categoría de fondos similares (12,90% vs 17,23%).

Desde su lanzamiento, NAO Renta Variable Europa FI acumula una rentabilidad del +131,74% en menos de 8 años, lo que se traduce en una rentabilidad anualizada del +11,44% con una volatilidad anualizada del 14,09%, métricas altamente satisfactorias en términos de retorno ajustado por riesgo para una cartera de renta variable basada en compañías de calidad con balances saludables, baja incertidumbre

en sus proyecciones de beneficios futuros, y con un crecimiento promedio de los mismos superior al 11% anual sustentado en productos y servicios únicos altamente demandados en su mercado.



31/08/2026								
Rentabilidad	1 Semana	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	YTD	Desde inicio	TWR (Inicio)
Protea UCITS II NAO Patrimonio Global	-0,19%	0,02%	1,60%	3,16%	7,34%	4,41%	21,33%	6,20%
Benchmark	-0,14%	0,70%	2,40%	6,24%	10,95%	6,46%	35,36%	9,87%
Diferencia	-0,05%	-0,68%	-0,80%	-3,08%	-3,60%	-2,05%	-14,03%	-3,68%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	1Y
Protea UCITS II NAO Patrimonio Global	7,11%	6,40%	6,51%
Benchmark	8,19%	6,89%	7,34%

R/σ	YTD	Desde inicio	1Y
Protea UCITS II NAO Patrimonio Global	0,62%	0,97%	1,13%
Benchmark	0,79%	1,43%	1,49%

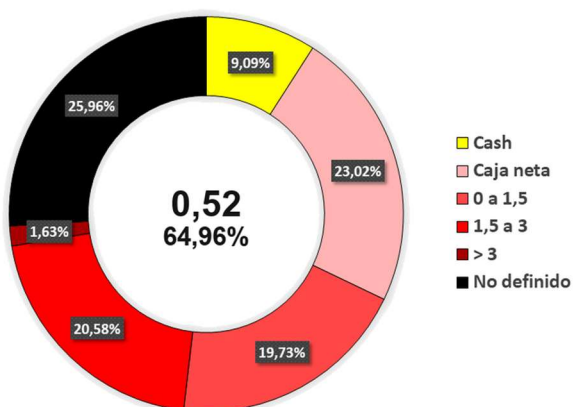
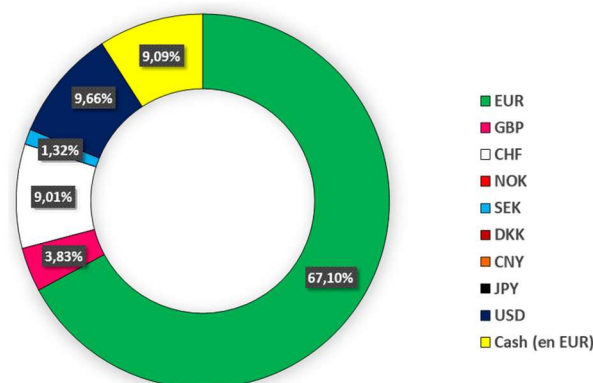
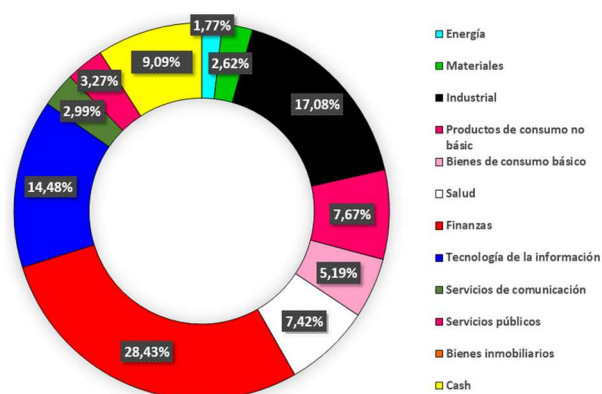
Por su parte, Protea UCITS II NAO Patrimonio Global cerró el mes con una rentabilidad de +0,02%, por debajo del +0,70% del Benchmark, con una lectura muy similar a la de los fondos de renta variable en el verano. En el acumulado del año, el fondo obtiene una rentabilidad del +4,41%, frente al +6,46% del índice 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 menor 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 bursátil en el que es complicado encontrar negocios con visibilidad comercial y financiera sin pagar múltiplos generosos, y, al mismo tiempo, continúa habiendo algunos modelos empresariales aparentemente muy baratos acorde a su calidad histórica pero cuya narrativa es altamente cuestionada por los inversores, lo cual recae sin piedad en sus precios de cotización.

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 x0,52 veces EBITDA.



PRINCIPALES POSICIONES	
1º ACCS.ING GROEP NV	5,53%
2º ACCS.NORDEA BANK ABP	5,52%
3º ACCS.ASML HOLDINGS	4,82%
4º ACCS.INTESA SAN PAOLO	4,66%
5º ACCS.ALLIANZ AG-REG	4,22%
6º ACCS.INDITEX	3,93%
7º ACCS.TAIWAN SEMICONDUCTORS-SP ADR	3,09%
8º ACCS.KONINKLUKE AHOLD DELHAIZE	3,09%
9º ACCS.NOVARTIS-REG	3,08%
10º ACCS.GENERALI ASSIC	3,03%
11º ACCS.KPN (KONIN) NV	2,99%
12º ACCS.SAFRAN	2,97%
13º ACCS.APPLE INC	2,91%
14º ACCS.SCHNEIDER ELECTRIC SA	2,89%
15º ACCS.LINDE PLC (EUR)	2,62%
16º ACCS.DEUTSCHE BOERSE	2,47%
17º ACCS.PRYSMIAN SPA	2,38%
18º Otros	30,70%
RV	90,91%
Cash	9,09%
TOTAL	100,00%

ORMUZ: EL PETRÓLEO NO PASA, PERO TAMPOCO DESAPARECE

PILAR LLORET

Agosto finalizaba con una aparente contradicción en los mercados energéticos. Algo más de seis meses después del inicio del conflicto con Irán, el estrecho de Ormuz sigue operando muy por debajo de la normalidad, pese a que antes de la guerra canalizaba aproximadamente una quinta parte del petróleo consumido en el mundo. Sin embargo, el Brent se mantiene por debajo de los 100 dólares por barril, lejos de los niveles alcanzados durante los momentos de mayor tensión. Esta relativa contención no debe confundirse con una normalización del suministro: refleja la capacidad de adaptación del sistema energético, pero también un ajuste de la demanda y unos costes que la cotización del crudo no recoge completamente.



El conflicto comenzó el 28 de febrero, tras los ataques de Estados Unidos e Israel contra Irán, cuya respuesta incluyó la práctica paralización de Ormuz. La interrupción de una ruta por la que circulaban más de 20 millones de barriles diarios de petróleo y productos derivados provocó una reacción inmediata: el Brent llegó a rondar los 120 dólares y el gas europeo prácticamente duplicó su precio. El Memorando de Islamabad, alcanzado el 17 de junio entre Estados Unidos e Irán, abrió una expectativa de resolución al contemplar un alto el fuego y un plazo de 60 días para negociar un acuerdo definitivo. No obstante, las discrepancias sobre la secuencia de las concesiones han impedido consolidar ese avance. Washington exigía garantías sobre la apertura del estrecho y el programa nuclear, mientras Teherán reclamaba previamente el levantamiento del bloqueo y las sanciones. La reanudación de los ataques a buques y de la tensión militar ha dejado pendiente una reapertura estable y verificable.

Para entender por qué esta situación no se ha traducido en un petróleo mucho más caro, es importante distinguir entre los volúmenes que transitaban por Ormuz y la pérdida efectiva de suministro mundial. La economía llegó al conflicto en una posición relativamente holgada: frente a un consumo cercano a los 105 millones de barriles diarios, se esperaba un exceso de oferta de unos 3,7 millones, al que se sumaban los inventarios comerciales acumulados durante 2025. Este punto de partida ha proporcionado un colchón relevante, reforzado por el acuerdo de los países de la Agencia Internacional de la Energía para liberar hasta 400 millones de barriles de reservas de emergencia.

Paralelamente, se han movilizado rutas alternativas y fuentes de suministro. Arabia Saudí ha intensificado el uso del oleoducto que conecta sus campos con el puerto de Yanbu, en el mar Rojo, y Emiratos ha recurrido a su conexión con Fujairah, fuera del estrecho. Estados Unidos y Brasil también han elevado sus exportaciones, mientras que el incremento previsto de la producción en el conjunto de las Américas ronda los 1,4 millones de barriles diarios este año. Ninguna de estas soluciones sustituye por sí sola los flujos habituales del Golfo, pero su combinación ha permitido amortiguar la disrupción. La otra parte del ajuste, menos favorable desde el punto de vista económico, procede de la demanda. Antes de la guerra, la AIE esperaba un aumento del consumo mundial de petróleo; ahora prevé una caída de aproximadamente 1,6 millones de barriles diarios. Por tanto, la contención del Brent no responde exclusivamente a una mayor disponibilidad de suministro alternativo. También refleja que consumidores y empresas están reduciendo su consumo ante el encarecimiento de la energía. El mercado está encontrando un equilibrio, pero parte de ese equilibrio se consigue a costa de actividad económica.

Además, Ormuz no ha dejado de funcionar por completo. Las recientes declaraciones del consejero delegado de TotalEnergies ilustran cómo algunos flujos siguen siendo viables en condiciones extraordinarias. La compañía continúa comprando petróleo iraquí y catari y transportándolo a través del estrecho, aunque el coste de un cargamento puede alcanzar los 20 millones de dólares, equivalentes a unos 10 dólares por barril. Estos costes se compensan con los importantes descuentos que aceptan determinados productores del Golfo, dispuestos a vender algunos crudos a 50 o 60 dólares cuando el Brent se aproxima a 100. Se trata, en definitiva, de un suministro sostenido mediante descuentos, primas de riesgo y sobrecostes logísticos, no de un mercado que haya recuperado su funcionamiento habitual.

No obstante, centrar el análisis únicamente en el crudo ofrece una visión incompleta del impacto económico. Hogares y empresas consumen combustibles y energía transformada, cuyos precios dependen también de la capacidad de procesamiento y distribución. En este punto, el refino constituye un foco adicional de tensión. Parte de las instalaciones del Golfo opera por debajo de la normalidad, mientras que los ataques ucranianos sobre refinerías rusas y la prolongación de las restricciones rusas a la exportación de diésel limitan la oferta de determinados productos. Así, una disponibilidad relativamente mayor de crudo puede coexistir con un mercado mucho más tensionado de combustibles. Los márgenes de refino del gasóleo en Asia rondan los 70 dólares por barril, frente a poco más de 20 antes de la guerra, y el precio del diésel europeo permanece más de un 70% por encima de su nivel previo al conflicto.

Para Europa, la vulnerabilidad más importante de cara a los próximos meses podría encontrarse, sin embargo, en el gas. El mercado del petróleo dispone de cierta flexibilidad para sustituir suministros procedentes de una región por los de otra. En el gas natural licuado, esa capacidad está mucho más condicionada por las infraestructuras disponibles de licuefacción, transporte y regasificación. Qatar, uno de los principales productores mundiales, depende de Ormuz para prácticamente todas sus exportaciones de GNL, y sus envíos han caído más de un 96% respecto al año pasado. Estados Unidos

ha aumentado considerablemente sus exportaciones, pero esa respuesta tiene límites físicos y no puede ampliarse indefinidamente a corto plazo.

Europa afronta así la competencia de los compradores asiáticos por los cargamentos disponibles mientras se acerca al invierno con un menor colchón de almacenamiento. Los depósitos europeos se sitúan aproximadamente al 67% de su capacidad y los alemanes apenas superan el 54%, frente al 76% de un año antes. Estas cifras no implican necesariamente un escenario de desabastecimiento, pero sí un margen de seguridad más estrecho. Por ello, consideramos más relevante la persistencia de precios elevados del gas europeo al entrar en octubre que un movimiento puntual del Brent de 90 a 100 dólares. La transmisión de estas tensiones a la economía depende de la energía que utiliza cada actividad y de su capacidad para absorber o trasladar el encarecimiento. Para los hogares y el transporte, resultan especialmente importantes la gasolina y el diésel; para las aerolíneas, el combustible de aviación; y para buena parte de la industria europea, el gas y la electricidad. Sectores como la química, los fertilizantes, el vidrio, el papel, la cerámica o los metales presentan una exposición muy superior a la de negocios menos intensivos en energía. Si la perturbación se prolonga, el riesgo es que estos costes se propaguen a bienes, alimentos y servicios, convirtiendo una presión inicialmente concentrada en el componente energético de la inflación en un problema más amplio y persistente.

Éste es también el principal dilema para el Banco Central Europeo. Tras elevar en junio la facilidad de depósito al 2,25%, el BCE mantuvo los tipos en julio, aunque advirtió de que el impacto inflacionario del conflicto todavía no se había materializado por completo. Durante agosto, los mercados volvieron a anticipar un mayor endurecimiento monetario: descuentan ampliamente una subida adicional en septiembre y asignan una probabilidad creciente a que los tipos se acerquen al 3% durante 2027 si persiste la inflación. Son expectativas sujetas a la evolución de los datos, pero relevantes para las condiciones financieras y la valoración de los activos.

Para las bolsas, el riesgo energético tiene, por tanto, una doble vertiente. Por un lado, puede reducir los beneficios empresariales al elevar los costes y debilitar la demanda. Por otro, si obliga a mantener tipos más altos durante más tiempo, encarece la financiación y aumenta la tasa de descuento aplicada a los beneficios futuros. La combinación puede traducirse en menores expectativas de resultados y múltiplos de valoración más bajos, con una incidencia especialmente relevante en compañías endeudadas o cuya valoración depende en gran medida de beneficios lejanos.

El impacto, en cualquier caso, será desigual. Las petroleras y determinados productores energéticos pueden beneficiarse de precios elevados, mientras que los refinadores con capacidad operativa disponible están capturando márgenes extraordinarios. En el extremo contrario se sitúan las actividades intensivas en energía y los negocios con dificultades para trasladar el aumento de costes a sus clientes. En la banca, el efecto es más ambiguo: unos tipos superiores pueden sostener el margen financiero, pero un deterioro económico termina afectando a la demanda de crédito y a la calidad de los activos. Más que una lectura uniforme por sectores, este entorno exige distinguir entre estructuras de costes, capacidad de fijación de precios y solidez financiera.

Nuestra lectura es que los mercados siguen confiando en la capacidad del sistema para absorber la disrupción sin desembocar en una escasez severa. La relativa contención del Brent, la resistencia de las bolsas y el funcionamiento de los mercados de crédito son compatibles con esa expectativa, aunque no garantizan su cumplimiento. Haber soportado seis meses de alteraciones no significa poder convivir indefinidamente con ellas, especialmente cuando parte de la adaptación descansa en consumir inventarios y reducir demanda. Llegar a mediados de octubre sin una recuperación significativa del tráfico por Ormuz y con las reservas europeas de gas todavía claramente por debajo de lo habitual podría poner a prueba esa confianza.

En definitiva, la cotización del Brent no basta para evaluar el alcance de la crisis energética. Su comportamiento refleja una capacidad de adaptación importante, pero los precios de los combustibles muestran las dificultades para transformar y distribuir ese suministro, mientras que el gas mantiene abierta una vulnerabilidad específica para Europa. De cara a los próximos meses, la clave no será únicamente cuánto sube el petróleo, sino cuánto tiempo persisten estas tensiones y hasta qué punto terminan afectando a la inflación, los tipos de interés y los beneficios empresariales.

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