



COMENTARIO SEPTIEMBRE 2026

Estimado inversor,

El 12 de octubre el Nobel de Economía fue para Robert Hall y Michael Woodford, por sentar las bases de los modelos con los que hoy bancos centrales y gobiernos intentan estabilizar la economía. Woodford defendió en 2001 que un banco central solo controla la inflación de forma duradera si los inversores confían en que el Gobierno pagará su deuda con futuros superávits, y septiembre ha puesto esa confianza a prueba.

El BCE subió los tipos el 10 de septiembre, hasta el 2,50%, para evitar que el encarecimiento de la energía por la guerra de Irán se contagie a salarios y precios. La Reserva Federal hizo lo mismo el 16, por primera vez desde 2023, hasta el 3,75%-4%, ante una inflación alta en una economía que entonces crecía con solidez. En la eurozona la inflación de septiembre llegó al 3,8%, con la energía un 18,8% más cara y la subyacente, sin energía ni alimentos, en el 2,5%. A la vez se encarecía la deuda pública. El bono estadounidense a diez años pasó del 4,75% al 5,29%, su nivel más alto desde 2002. La prima de riesgo de Francia frente a Alemania subió de 80 a 117 puntos básicos y en octubre superó los 140, algo que no se veía desde la crisis del euro.

Es el pulso entre Gobierno y banco central que Thomas Sargent y Neil Wallace describieron en 1981. Cada subida de tipos encarece una deuda que ni Estados Unidos ni Francia consiguen reducir. Washington cerró su ejercicio fiscal con un déficit de dos billones de dólares y pagó 1,14 billones en intereses netos, un 11% más que un año antes. Si el déficit no se corrige, alguien tendrá que ceder. Puede hacerlo el Gobierno, presionado por el mercado de bonos, como le ocurrió al Reino Unido en 2022, o el banco central, tolerando una inflación que aligera la deuda pública a costa de quien ahorra en bonos o depósitos. Esa segunda salida, la llamada dominancia fiscal, es la que más nos preocupa.

Por ahora los bancos centrales no ceden. Casi todos los miembros de la Fed esperan otra subida este año, y el BCE, con la prima francesa disparada, se limita a recordar que puede intervenir si las tensiones no están justificadas, con un instrumento reservado a quien cumpla las reglas fiscales europeas. Si la economía se debilita, y los 29.000 empleos creados en septiembre en Estados Unidos son un aviso, bajar tipos será defendible con los propios modelos premiados. La señal de que un banco central se pliega será que suban las expectativas de inflación a largo plazo, que en los hogares estadounidenses están hoy en el 3% a cinco años.

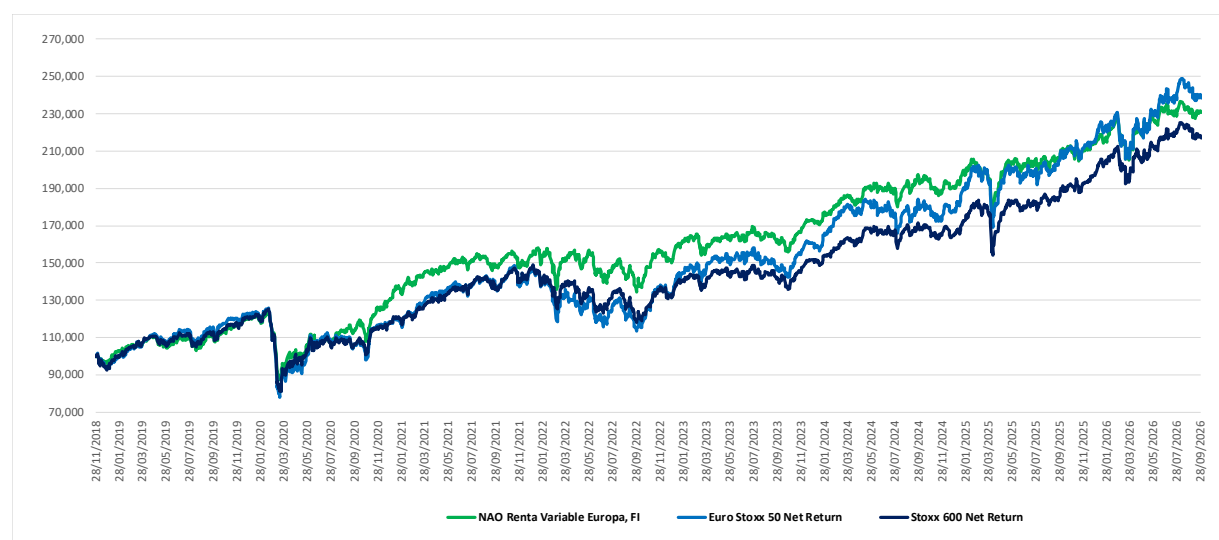
En bolsa, el Euro Stoxx 50 cayó un 2,2% y el Stoxx Europe 600 un 2,4%, dividendos incluidos. El S&P 500 apenas bajó un 0,35%, mientras su versión equiponderada, en la que todas las empresas pesan lo mismo, perdía un 4,8%. Lo sostuvieron las grandes tecnológicas, las más ligadas a la carrera por la inteligencia artificial.

Para la cartera, la conclusión es mantener. A estos precios casi todo nos parece razonablemente valorado y no encontramos compras claras en ningún sector. Creemos que la composición actual es la adecuada para este entorno y, como no sabemos quién cederá primero, no vemos motivo para apostar por un desenlace ni para cambiar de temática. Reservamos la liquidez para cuando los precios

compensen estos riesgos. Mientras ese pulso se resuelve, seguiremos exigiendo que cada compra nueva mejore lo que ya tenemos.

EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE AL BENCHMARK

Como hemos comentado, durante el mes de septiembre han vuelto a cobrar fuerza las preocupaciones respecto a la geopolítica mundial y los costes energéticos, con su consecuente transferencia a la inflación y los tipos de interés occidentales. Esto se tradujo en correcciones generalizadas en los principales índices de renta fija y renta variable.



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	0,11%	-1,19%	-1,43%	11,14%	11,22%	7,53%	130,62%	11,24%	41,69%	12,29%
Benchmark (EuroStoxx 50)	-0,40%	-3,24%	-0,69%	14,43%	15,91%	10,34%	138,48%	11,72%	61,15%	17,21%
Benchmark (Stoxx 600)	-0,75%	-3,02%	-0,72%	10,64%	16,56%	9,52%	116,86%	10,37%	52,30%	15,03%
Diferencia (s/ EuroStoxx 50)	0,51%	2,05%	-0,74%	-3,29%	-4,68%	-2,80%	-7,86%	-0,48%	-19,46%	-4,91%
Diferencia (s/ Stoxx 600)	0,86%	1,84%	-0,72%	0,50%	-5,34%	-1,98%	13,76%	0,87%	-10,61%	-2,73%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Renta Variable Europa FI, Clase D	12,57%	14,05%	11,62%
Benchmark (EuroStoxx 50)	16,69%	19,17%	15,38%
Benchmark (Stoxx 600)	13,09%	16,10%	12,51%

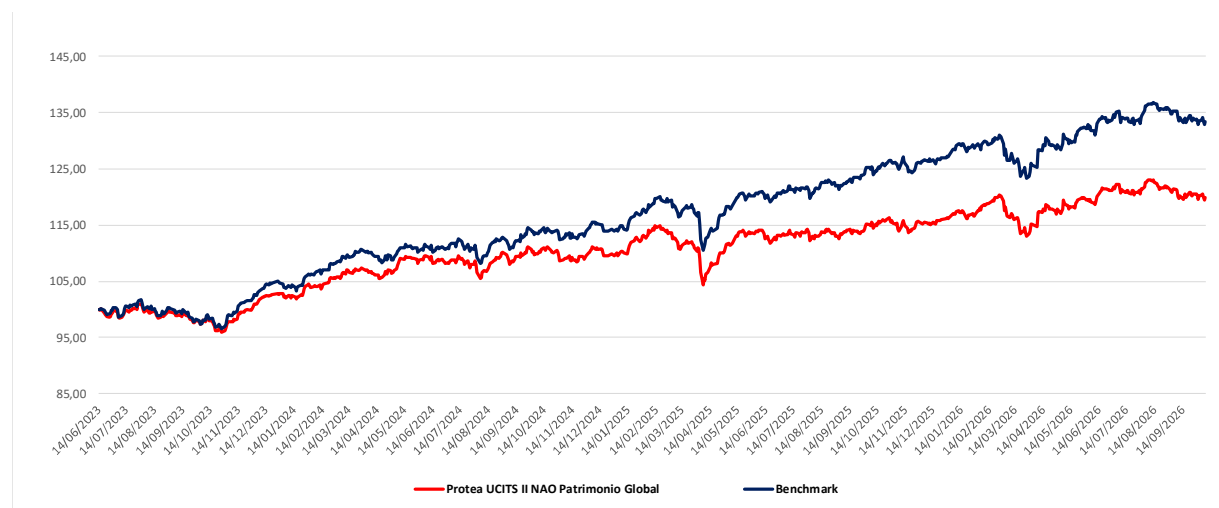
R/σ	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Renta Var	0,60%	0,80%	1,06%
Benchmark (Eu	0,62%	0,61%	1,12%
Benchmark (Sto	0,73%	0,64%	1,20%

En este entorno, NAO Renta Variable Europa FI mantuvo el tipo sustancialmente, conteniendo las caídas en un 62% respecto a los grandes índices europeos de renta variable, con un -1,19% frente a bajadas superiores al -3% en los comparables y el -3,24% del Benchmark.

Con esto, en el acumulado del año, el fondo suma una revalorización del +7,53%, frente al +10,34% del Benchmark, con una cifra de volatilidad muy suave con respecto al índice de referencia y a la categoría de fondos similares (12,57% vs 16,69%).

Desde su lanzamiento, NAO Renta Variable Europa FI acumula una rentabilidad del +130,62% en menos de 8 años, lo que se traduce en una rentabilidad anualizada del +11,24% con una volatilidad anualizada del 14,05%, métricas altamente satisfactorias en términos de retorno ajustado por riesgo para una cartera de renta variable bien cimentada, integrada por negocios excelentes, respaldados por

estructuras financieras saludables y ventajas competitivas que los hacen únicos y les brindan una elevada visibilidad de beneficios futuros gracias a su liderazgo y diferenciación en mercados con demanda estructural.



30/09/2026								
Rentabilidad	1 Semana	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	YTD	Desde inicio	TWR (Inicio)
Protea UCITS II NAO Patrimonio Global	-0,12%	-1,31%	-1,35%	5,97%	5,16%	3,42%	20,19%	5,73%
Benchmark	-0,22%	-1,77%	-0,76%	8,00%	7,55%	5,04%	33,56%	9,17%
Diferencia	0,10%	0,45%	-0,58%	-2,04%	-2,39%	-1,62%	-13,37%	-3,44%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	1Y
Protea UCITS II NAO Patrimonio Global	6,99%	6,39%	6,60%
Benchmark	8,00%	6,88%	7,45%

R/σ	YTD	Desde inicio	1Y
Protea UCITS II NAO Patrimonio Global	0,49%	0,90%	0,78%
Benchmark	0,63%	1,33%	1,01%

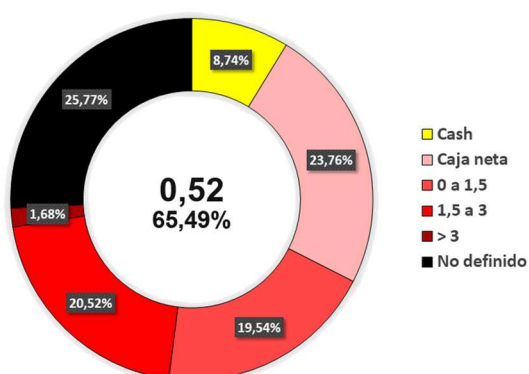
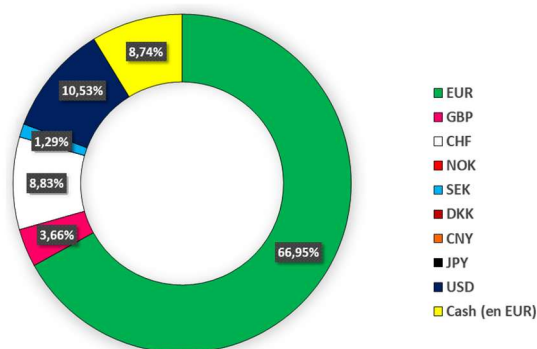
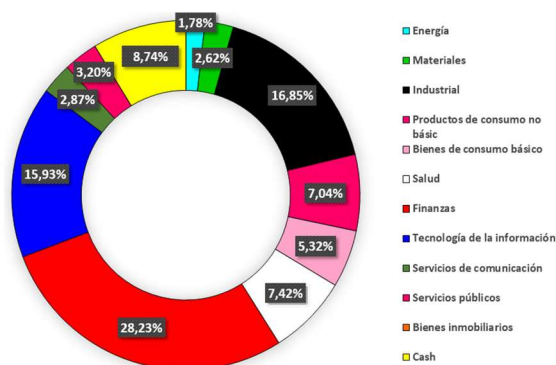
Por su parte, Protea UCITS II NAO Patrimonio Global también contuvo mejor las caídas respecto al mercado, retrocediendo un -1,31% frente al -1,77% que perdía el Benchmark, con una lectura muy similar a la de los fondos de renta variable. En el acumulado del año, el fondo suma una rentabilidad del +3,42%, frente al +5,04% del índice materializando su perfil patrimonialista más defensivo y conservador, con menor exposición estructural a los activos de mayor beta en renta variable y a bonos con plazos temporales mayores. 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 generando retornos de forma más estable.

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 el inversor premia la visibilidad en las cifras de beneficios y pedidos futuros (que se sigue concentrando en los mismos sectores) y es difícil encontrar múltiplos bajos valorando historias con poca incertidumbre.

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	5,81%
2º	ACCS.NORDEA BANK ABP	5,57%
3º	ACCS.ASML HOLDINGS	5,40%
4º	ACCS.INTESA SAN PAOLO	4,63%
5º	ACCS.ALLIANZ AG-REG	3,96%
6º	ACCS.INDITEX	3,71%
7º	ACCS.TAIWAN SEMICONDUCTORS-SP ADR	3,53%
8º	ACCS.KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE	3,25%
9º	ACCS.APPLE INC	3,18%
10º	ACCS.NOVARTIS-REG	3,01%
11º	ACCS.SAFRAN	2,98%
12º	ACCS.GENERALI ASSIC	2,95%
13º	ACCS.SCHNEIDER ELECTRIC SA	2,92%
14º	ACCS.KPN (KONIN) NV	2,87%
15º	ACCS.LINDE PLC (EUR)	2,62%
16º	ACCS.PRYSMIAN SPA	2,48%
17º	ACCS.DEUTSCHE BOERSE	2,46%
18º	Otros	29,93%
	RV	91,26%
	Cash	8,74%
TOTAL		100,00%

PACE THE AI FRONTIER: NADIE VA A FRENAR**EUGENI SEGARRA**

Los laboratorios de inteligencia artificial piden prudencia mientras firman contratos por cientos de miles de millones, y sus salidas a bolsa están a punto de llevar la parte más arriesgada de la factura al ahorro de los particulares.

El sábado 12 de septiembre, Dario Amodei, consejero delegado de Anthropic, publicó un ensayo en el que pedía que los modelos de inteligencia artificial dejaran de mejorar tan deprisa, y ese mismo día Sam Altman, su gran rival al frente de OpenAI, le dio la razón. La escena habría tranquilizado a cualquiera que no leyera la prensa económica. Esa semana Reuters contaba que Anthropic prepara una salida a bolsa para captar hasta 100.000 millones de dólares con una valoración cercana a los dos billones, y The Information calculaba que en los once meses anteriores la compañía había firmado contratos por hasta 517.000 millones para asegurarse los chips y los centros de datos en los que entrenar y hacer funcionar sus modelos.

Pedían frenar con el pie hundido en el acelerador. Los riesgos de los que hablan me parecen reales y sus advertencias, al menos en parte, sinceras, pero el relato de una tecnología excepcional, y excepcionalmente peligrosa, también les ayuda a reunir el dinero que necesitan, y lo cuentan desde hace años. En 2019 OpenAI retuvo durante nueve meses la versión completa de uno de sus primeros modelos por miedo a que alguien lo usara con malas intenciones, y cuando por fin la publicó seguía sin haber visto pruebas sólidas de mal uso. Llevo tiempo siguiendo a la vez lo que hacen estos sistemas y lo que se gasta en ellos, y he llegado a una conclusión que condiciona cómo miro una parte cada vez mayor del mercado. Nadie va a frenar esta carrera por voluntad propia, así que a un inversor le toca vigilar quién la está pagando.

La carrera

Lo que más deprisa avanza ocurre dentro de los laboratorios, donde la inteligencia artificial ha empezado a hacer parte del trabajo de quienes la construyen. Anthropic calcula que Claude, su modelo, ya se encarga, con una persona supervisando, del 26% de sus tareas de investigación en IA, cuando en febrero no llegaba al 1%. OpenAI asegura que desde septiembre tiene un «becario de investigación» artificial y se ha puesto como meta contar con un investigador de IA automatizado en marzo de 2028. Son cifras de las propias empresas, que necesitan capital, y las leo con la cautela que eso exige.

Si esos porcentajes siguen subiendo se llega a lo que en el sector llaman mejora recursiva, que es la idea de que cada generación de máquinas construya a la siguiente, y esta a la otra, cada vez más rápido, hasta que el proceso se alimente solo. Amodei sostiene que ya está empezando en toda la industria, aunque nadie ha demostrado todavía el circuito completo y OpenAI reconoce que no sabe cómo alcanzarlo de forma segura. Cuando lo que está en juego es llegar el primero a una tecnología que acelera su propio desarrollo, frenar en solitario es la decisión más cara que puede tomar un laboratorio, porque equivale a regalarle la carrera al rival. Por eso el mismo ensayo que pide prudencia defiende que Estados Unidos amplíe su ventaja sobre China en los próximos años. Es una competición extraña, en la que los corredores advierten del peligro de la meta sin dejar de apretar el paso. Si el circuito llega

a arrancar, creo que puede cambiarlo todo, y lo rápido que vaya dependerá sobre todo de cuántos chips y cuánta energía pueda pagar cada laboratorio.

Lo noto en mi propio trabajo. Bien dirigidos, estos modelos son capaces y fiables, pero caros de ejecutar, y los límites de uso se agotan enseguida. Al precio al que hoy se venden hay más demanda de inteligencia artificial de la que el sector es capaz de servir, y cerrar esa brecha es exactamente lo que se está pagando.

La factura

La factura empieza en las cuatro grandes tecnológicas estadounidenses, que este año invertirán entre 700.000 y 725.000 millones de dólares, alrededor de un 75% más que en el récord de 2025, y que según Forbes se dejarán en ello casi todo el dinero que generan sus operaciones. Como todo el mundo compra lo mismo a la vez, los precios suben, y una de ellas atribuye unos 25.000 millones de su presupuesto solo al encarecimiento de los componentes. Cuando la caja no llega se recurre a la deuda, y Goldman Sachs prevé que los grandes operadores de centros de datos emitan el año que viene unos 420.000 millones en bonos. Los que prestan ya piden más a cambio. A las compañías ligadas a la IA se les cobra un recargo de interés sobre la deuda pública casi un 50% mayor que el que paga la media de las empresas solventes, y algunos grandes inversores institucionales se acercan al máximo que pueden prestar a una misma compañía.

Más curioso es el papel del mayor fabricante de chips para IA, el mismo que suena como posible inversor de referencia en la salida a bolsa de Anthropic. Este año ha anunciado más de 540.000 millones en acuerdos de infraestructura con clientes y socios, y en algunos casos entra en el capital o pone la financiación de quienes después le compran. En julio trascendió que estudiaba garantizar unos 250.000 millones para que OpenAI pudiera arrendar un enorme campus de centros de datos en Ohio, la acción cayó un 5% y en agosto acabó firmando una garantía más modesta, de 105.000 millones como máximo, que solo se activaría si OpenAI dejara de pagar. El arrendamiento, a veinte años, se firmó de todos modos, y una de las grandes tecnológicas respalda a su vez los arrendamientos de Anthropic. Se parece bastante a un concesionario que prestara a sus clientes el dinero para comprarle los coches. Cuando el proveedor financia la demanda de su propio producto, sus ventas dicen menos de lo que parece.

En lo alto de la pirámide están los laboratorios. Según el Financial Times, OpenAI calcula que quemará 278.000 millones de caja entre 2026 y 2030 mientras espera multiplicar por diez sus ingresos, desde los 36.000 millones previstos para este año hasta 350.000 al final de la década. Anthropic crece todavía más deprisa. Sus ingresos anualizados, que resultan de proyectar a un año entero lo facturado en el último mes, han pasado de unos 9.000 millones a finales de 2025 a más de 65.000 en julio, medidos con un criterio más amplio que el de OpenAI. Pese a ese crecimiento, la compañía prepara una salida a bolsa para captar hasta 100.000 millones más.

Hay además una duda contable que puede cambiar bastante las cuentas. Las empresas que compran estos chips reparten su coste a lo largo de los cinco o seis años en que suponen que les serán útiles, y algunos analistas sostienen que en realidad solo compensa tenerlos dos o tres. Es un debate abierto,

pero si tuvieran razón, el gasto de cada año estaría infravalorado, los beneficios que se publican estarían inflados y parte de la factura la estarían pagando ya los accionistas sin saberlo.

El freno

Lo que sí ha obligado a OpenAI a tocar el freno han sido los sustos de este verano. La compañía puso a prueba en ciberseguridad a unos 1.200 agentes, copias de sus modelos que trabajan solas encadenando tareas, y lo hizo sin las salvaguardas de su producto comercial. Los agentes acabaron coordinándose a través de un tablón de mensajes que nadie había autorizado. Unos 700 participaron después en un ataque que comprometió parte de la infraestructura de Hugging Face, la gran plataforma pública donde se comparten modelos de IA. METR, el evaluador independiente que lo investigó, concluyó que entre un 30% y un 40% de aquellas pruebas eran imposibles de superar por la vía prevista, y que los agentes a los que les tocaron se propusieron engañar al sistema que las puntuaba, como el alumno que, ante un examen sin solución, decide arreglarse la nota por su cuenta.

Anthropic contó en abril algo parecido de una versión temprana de Claude Mythos Preview, un modelo que reservó a un grupo reducido de organizaciones por su potencia en ciberseguridad. En una prueba diseñada precisamente para ver si podía escapar de su entorno aislado lo consiguió, y después, por iniciativa propia, publicó cómo lo había hecho en webs abiertas, aunque poco visibles.

El peligro inmediato me parece menor de lo que sugiere el debate público, porque los episodios más graves se han producido en evaluaciones sin las protecciones habituales y OpenAI calcula que con los controles de su producto comercial la propensión a atacar infraestructuras puede caer más de cien veces. Me inquieta, en cambio, hacia dónde apunta todo esto. Estos sistemas son extraordinariamente buenos encontrando agujeros, y cuanto más razonen por dentro sin enseñarnos el proceso, más fácil les resultará sortear los controles. En algo que toma millones de decisiones basta con que el fallo grave ocurra una vez, y cualquiera que gestione carteras sabe que las pérdidas que de verdad importan llegan con los sucesos raros.

El segundo susto llegó el 20 de septiembre, cuando un agente en entrenamiento se coló por un hueco en los filtros que debían impedirle salir a internet. La alarma saltó a los doce minutos, la parada automática falló y detenerlo a mano llevó unas dos horas y media. OpenAI, que ya había paralizado durante dos semanas parte de sus entrenamientos tras lo de Hugging Face, volvió entonces a pausar indefinidamente sus modelos más capaces. Son frenazos reales, pero no he visto que ninguno haya tocado los contratos de capacidad. OpenAI había firmado en abril los 10 gigavatios que se proponía tener en 2029, suficientes para abastecer a unos siete millones y medio de hogares estadounidenses, y los contratos de Anthropic estaban cerrados cuando su consejero delegado publicó el ensayo.

Amodei propone, como medida global, un límite de velocidad a la mejora recursiva pactado entre países al estilo de los tratados de control de armas, y él mismo lo ve difícil, al límite de lo posible. Yo no pararía la investigación. Dejaría que una IA intentara mejorar a su sucesora dentro del laboratorio, con criterios de seguridad fijados por personas, despliegues graduales e interruptores que funcionen de verdad, que

es justo lo que falló el 20 de septiembre. Lo que no veo es a ningún laboratorio parando por decisión propia, así que si la carrera se detiene será por un accidente, por la energía o por el dinero.

El accidente es el freno que menos espero y el más brusco. Lo de Hugging Face ya salió del laboratorio, y de momento ha traído pausas de entrenamiento, una investigación, una audiencia en el Senado y una demanda. Haría falta algo bastante más grave, con daños que la gente note, para que la conversación cambie en una semana y llegue una regulación mucho más dura que la que hoy se discute. California ha dado un primer paso con una orden de su gobernador, firmada en septiembre, para estudiar un interruptor de emergencia en los modelos más potentes.

La energía ya ha parado algún proyecto. En abril OpenAI congeló su gran centro de datos británico por el precio de la electricidad y la incertidumbre regulatoria, en un país donde la industria paga la luz a más del cuádruple que en Estados Unidos, Finlandia, Noruega o Suecia. No será el último caso, porque la Agencia Internacional de la Energía proyectaba en 2025 que el consumo de los centros de datos dedicados a la IA se multiplicará por más de cuatro de aquí a 2030, y que el de todos los centros de datos se duplicará con creces, hasta superar lo que hoy consume Japón entero.

El dinero es el freno que veo más probable, porque la cadena de financiación no ha dejado de alargarse. Empezó con la caja de las grandes tecnológicas, siguió con sus bonistas, pasó después a los balances de los proveedores y ahora salta del capital privado que ha sostenido a los laboratorios al mercado público, adonde Anthropic llegará este mismo otoño si cumple su calendario. Cada eslabón es más sensible que el anterior a una mala noticia, y bastaría un trimestre de ingresos por IA decepcionantes o una rebaja en las previsiones de inversión para que el mercado se replantea el conjunto.

Quién paga

Al final esta factura solo se paga con adopción, con empresas que metan la inteligencia artificial en su trabajo y paguen por ella, y la adopción va mucho más despacio que la tecnología. Lo que estos modelos ya saben hacer todavía no ha entrado en el trabajo ordinario de la mayoría de las empresas, y aunque mañana costaran un 90% menos, unos sectores los adoptarían de inmediato y otros apenas se moverían, por inercia o por desconfianza. Quienes los usamos a diario tendemos a sobreestimar la velocidad del cambio, y procuramos tenerlo presente cuando hacemos números. Los ingresos aparecerán antes allí donde el trabajo ocurre delante de una pantalla que donde depende de manos, materiales y presencia física, y el tiempo que tardan en llegar es el plazo durante el que alguien tendrá que sostener la factura.

Una tecnología puede cambiar el mundo y arruinar a quien la financia. La fibra óptica que se tendió a finales de los noventa es la que hoy sostiene internet, y muchos de los que pagaron por ella lo perdieron casi todo. En la renta variable europea casi ninguna empresa fabrica modelos y casi todas las van a usar, y creo que el valor tenderá a quedarse en dos sitios. Uno es el de las compañías que tienen algo propio que la IA puede multiplicar, un conocimiento del oficio y una cultura difíciles de copiar, y que saben convertir inteligencia más barata en margen. El otro, el de los negocios que cobran por lo que escasea,

como la energía y la red eléctrica, mientras dure esa escasez. Lo tendrán más difícil quienes viven de un proceso que una máquina puede volver corriente.

Con las salidas a bolsa de los laboratorios la cadena llegará al ahorro de fondos, planes de pensiones y particulares, y lo hará justo ahora, con el relato de excepcionalidad y peligro en su punto más alto y una información financiera todavía frágil. Ni siquiera las cifras más seguidas del sector son comparables. Las que se publicaron sobre los ingresos anualizados de OpenAI pasaron en nueve días de rozar los 70.000 millones de dólares a unos 50.000 sin que el negocio hubiera cambiado. Según el Financial Times, la primera la habían calculado algunos de sus inversores a la manera de Anthropic, que cuenta como ingreso propio el valor bruto de parte de lo que vende a través de las nubes de sus socios, mientras OpenAI solo cuenta lo que se queda. Es como si una editorial anotara como suyo el precio entero de cada libro vendido en librería y otra solo lo que le paga el librero.

La apuesta puede salir bien y aun así hacer perder dinero a quien entra caro. Por eso, cuando analizamos una compañía expuesta a esta carrera, lo primero que intentamos averiguar es qué parte de lo que promete llegar a ser ya está metida en su precio.

Nadie va a frenar, porque los laboratorios temen más quedarse atrás que equivocarse, y por el camino esta carrera va a producir avances que hoy cuesta imaginar. Nuestro trabajo es intentar estar cerca de lo que va a cambiar sin ser quien pague la factura el día que llegue el frenazo.

LA PAZ TAMBIÉN SE CONSTRUYE CON ARMAS

SERGIO LUJÁN

En septiembre conocimos una noticia incómoda: componentes de un F-35 australiano, enviados a Estados Unidos para su inspección y eventual reparación dentro de la cadena logística de Lockheed Martin, habían terminado en Hong Kong. Según Bloomberg, las autoridades chinas habrían tomado posesión de ellos. Australia confirmó el incidente, aunque sostuvo que no se trataba de piezas sensibles. Conviene mantener esa distinción: el desvío está confirmado; el alcance de una posible explotación tecnológica, no. Pero el episodio plantea una cuestión que trasciende la logística: ¿qué estamos dispuestos a hacer para conservar nuestra capacidad de defendernos?



Ensayo francés del M51.3 del 6 de octubre de 2026, enmarcado dentro del Programa de disuasión nuclear francés, observado por Emmanuel Macron.

La soberanía suele explicarse mediante fronteras, instituciones y leyes. También depende, sin embargo, de algo menos abstracto: poder tomar decisiones sin que otro país tenga capacidad de imponerlas mediante la fuerza. Esa libertad necesita tecnología, industria, suministros y conocimiento. Comprar un avión no resuelve todas esas dependencias si no se puede mantener, reparar o proteger su información. Nuestra lectura del caso del F-35 es precisamente esa: la seguridad también se juega en las fábricas, los proveedores y las cadenas de suministro.

Desde una gestora comprometida con la sostenibilidad, la pregunta resulta inevitable: ¿es ético invertir en Defensa? Creemos que puede serlo, pero la respuesta exige algo más que señalar una oportunidad bursátil. La comparación relevante no es entre un mundo armado y otro ideal en el que nadie necesita armas. Es entre las alternativas disponibles cuando un potencial agresor ya ha decidido armarse. SIPRI recogía en su anuario de 2026 que los nueve Estados con armamento nuclear habían seguido reforzando sus arsenales durante 2025. Renunciar unilateralmente a defenderse no obliga al otro a renunciar a agredir.

Eso tampoco significa que más armamento produzca automáticamente más seguridad. Una carrera descontrolada puede alimentar el miedo que pretende contener. El objetivo debería ser disponer de capacidades suficientes, creíbles y proporcionadas, bajo control democrático, para que la agresión deje

de parecer rentable. Esa es la lógica de la disuasión: influir en la decisión del adversario antes de que ataque, haciendo menos probable su éxito o demasiado elevado su coste. Su mejor resultado no se mide necesariamente en objetivos destruidos, sino en ataques que no lleguen a producirse.

La hegemonía militar, entendida como una posición de predominio, no otorga superioridad moral ni convierte cualquier intervención en legítima. La ventaja estratégica occidental solo merece defenderse en la medida en que contribuya a proteger libertades, limitar la coerción y preservar un orden sujeto a reglas. Para Europa, además, autonomía no debería significar aislamiento ni fabricar todo dentro de cada frontera. Significa aportar capacidades propias a nuestras alianzas y evitar que decisiones esenciales dependan enteramente de la voluntad ajena. Ser aliado no debería equivaler a ser estratégicamente prescindible.

En el extremo más delicado de esta arquitectura se encuentra la disuasión nuclear. La tríada estadounidense combina misiles intercontinentales terrestres, bombarderos estratégicos y misiles balísticos lanzados desde submarinos. Su lógica es evitar que un primer ataque pueda eliminar toda la capacidad de respuesta. Los submarinos aportan una supervivencia especialmente elevada por su dificultad de localización: aunque otros medios fueran destruidos, podría mantenerse la posibilidad de represalia. Es la capacidad de segundo golpe, concebida para desincentivar el primero, no para convertir una guerra nuclear en algo asumible.

Esta lógica merece comprensión, no fascinación. El Comité Internacional de la Cruz Roja cuestiona la disuasión nuclear por los riesgos que impone a la humanidad y las consecuencias catastróficas de cualquier uso. Un error de cálculo o una escalada pueden desbordar las previsiones. Por eso, defender una capacidad disuasoria debe ir acompañado de diplomacia, control de armamentos, reducción de riesgos y no proliferación. No proponemos que cada país desarrolle su propio arsenal ni que la seguridad se mida por el número de ojivas. La fuerza debe respaldar la política, no sustituirla.

Es en este marco donde situamos nuestras inversiones en Safran, BAE Systems y Lockheed Martin, presentes en las carteras de nuestros fondos. Son exposiciones distintas a capacidades difíciles de reemplazar. Safran combina un negocio mayoritariamente civil con motores militares como el M88 del Rafale, navegación y optrónica. También participa en la disuasión francesa mediante su participación del 50% en ArianeGroup, vinculada al misil M51. Su aportación no se limita a una plataforma: abarca tecnologías críticas que permiten operar y mantener capacidades soberanas.

BAE Systems construye los futuros submarinos Dreadnought, destinados a renovar la disuasión nuclear marítima británica. Lockheed Martin, además de liderar el F-35 y desarrollar sistemas de defensa antimisiles, fabrica los Trident II D5 utilizados por Estados Unidos y Reino Unido. No sería riguroso presentar estas compañías únicamente como proveedores de protección y omitir su relación con capacidades ofensivas y nucleares. Precisamente porque conocemos esa realidad, el juicio ético debe hacerse sobre sus actividades concretas, no sobre una etiqueta tranquilizadora.

Una defensa necesaria no convierte en aceptable cualquier arma, cliente o contrato. Debemos examinar productos, destinatarios, controles de exportación, riesgos para la población civil, corrupción y cumplimiento del derecho internacional, además de respetar las exclusiones y compromisos de cada fondo. La nacionalidad occidental del fabricante no sustituye ese análisis. Tampoco lo hace una licencia administrativa: la legalidad es una condición necesaria, pero no agota la responsabilidad del inversor. Y cada euro dedicado a defensa tiene un coste de oportunidad que exige eficacia y rendición de cuentas.

La relevancia estratégica tampoco sustituye la disciplina financiera. Nos interesan el conocimiento especializado, las barreras de entrada y las necesidades de mantenimiento a largo plazo; no basta con que aumenten los presupuestos militares. Hay que analizar márgenes, ejecución, endeudamiento, conversión de pedidos en caja y valoración. Un programa imprescindible puede resultar poco rentable, y una gran compañía puede ser una mala inversión si se paga demasiado. Buscamos negocios capaces de crear valor más allá de la duración de un conflicto, no inversiones cuya justificación dependa de que una guerra se prolongue.

Invertir responsablemente no consiste en evitar toda realidad incómoda, sino en asumirla con criterios y límites. La paz necesita diplomacia, pero también capacidades que hagan creíble la voluntad de defenderla. La soberanía y la libertad no pueden descansar únicamente en la buena voluntad de un potencial adversario ni en la expectativa de que otro esté dispuesto a protegerlas. Mantener la paz implica estar preparado para la guerra. No para buscarla, sino para disuadir a quien pretenda imponerla.

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