



COMENTARIO MAYO 2022

Estimado inversor,

Durante el mes de mayo hemos seguido viendo mucha volatilidad en el mercado. El mes empezó con caídas y recuperó durante la parte final gracias a una cierta mejora en el sentimiento de mercado, por unos datos macro mejor de lo esperado y a una fuerte mejora de la situación de contagios en China.

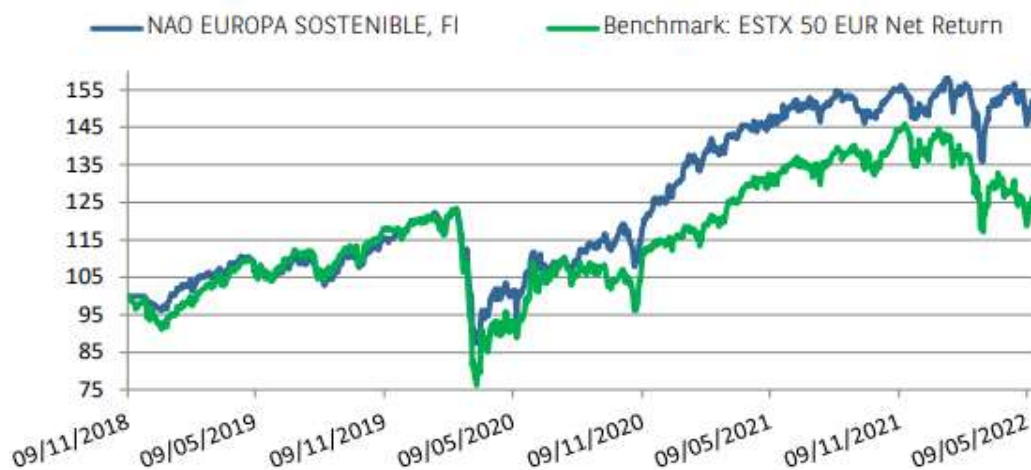
Seguimos manteniendo la misma visión que en los anteriores comentarios. Los datos de inflación van a seguir altos y la presión al alza en los tipos mantendrá la volatilidad en el mercado.

Casi todos los índices muestran rentabilidad negativa en lo que llevamos de año. En Europa, el índice alemán cae un -9,4% desde enero y el índice EUROSTOXX50 un -11.8%. En Estados Unidos el índice SP500 lleva una caída del -13.3% y el índice Nasdaq un -22.8%.

En este entorno, la cartera se sigue comportando mejor que el mercado y el fondo NAO EUROPA SOSTENIBLE ha conseguido evitar las caídas y sube desde enero un +1,1%.

Nos complace anunciar que el fondo ha obtenido las 5 estrellas de Morningstar. Con poco más de tres años de historia, contar con esta calificación es un éxito que no se hubiera conseguido sin su confianza. Gracias.

EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE A BENCHMARK



La rentabilidad acumulada de NAO desde el inicio supera el +55%.

Volvemos a destacar que esta rentabilidad positiva se ha conseguido con una baja volatilidad del fondo, inferior a la del mercado europeo y a los competidores, lo cual es una protección en los malos momentos como el actual. El fondo ha tenido una volatilidad del 14,6 frente una volatilidad del mercado del 20,3.

ESTRUCTURA DE LA CARTERA - NAO EUROPA SOSTENIBLE

La cartera ha terminado el mes con una exposición a renta variable del 96%, superior a la exposición del mes pasado.

Hemos aprovechado las caídas para incorporar compañías que ya estuvieron en cartera en el pasado como son Inditex y SAP. También hemos aprovechado para subir peso en ING, SSAB y Publicis que ya estaban presentes en la cartera. Con las últimas compras, ING se posiciona en primera posición.

Mantenemos una visión positiva de la cartera. Pensamos que tanto el sector financiero, el sector farma y el sector reciclaje aguantarán mejor que el resto la volatilidad de los próximos meses. De igual manera, nuestras empresas de nicho como YARA (Fertilizantes), Mowi (Salmón), Michelin (Neumáticos), Verallia (Vidrio) o Prysmian (Cable eléctrico y fibra óptica) están siendo capaces de trasladar la subida de costes a sus clientes, manteniendo la rentabilidad.

Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes son: **ING, Boskalis, Novartis, Roche y Stora Enso**. Las diez primeras posiciones representan un 47% de la cartera.

Instrumento financiero	A. Geográfica	% Patrim
ING Groep NV	Países Bajos	7,0%
Koninklijke Boskalis Westminster	Países Bajos	5,4%
Novartis AG	Suiza	5,3%
Roche Holding AG	Suiza	4,5%
Stora Enso OYJ	Finlandia	4,5%
Bankinter SA	España	4,2%
Sanofi-Aventis SA	Francia	4,2%
Intesa Sanpaolo SpA	Italia	4,1%
Yara International ASA	Noruega	4,0%
Marine Harvest ASA	Noruega	3,7%
TOTAL		46,9%

En cuanto a la distribución por sectores, seguimos muy positivos en reciclaje, farmacia/cuidado de la salud, sector financiero y eficiencia energética.

Respecto a la distribución geográfica, no hay cambios relevantes. Francia sigue siendo el país donde se encuentran el mayor número de compañías del fondo.

A. Geográfica	% Patrim
Francia	20,8%
Países Bajos	15,6%
España	12,4%
Alemania	10,7%
Otros	36,5%

COYUNTURA ACTUAL: INFLACIÓN, TIPOS Y MATERIAS PRIMAS

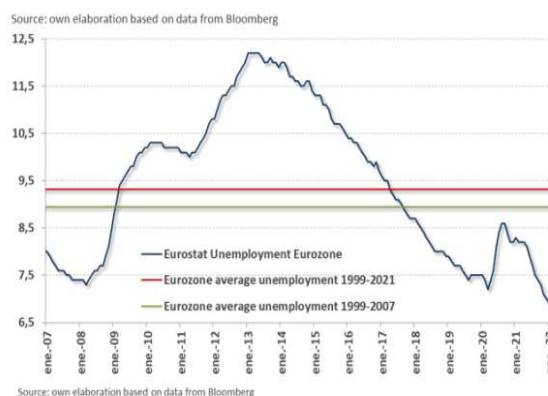
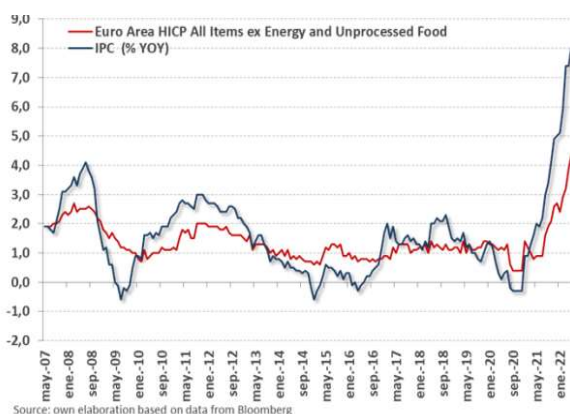
La situación sigue siendo preocupante. En los comentarios de final del año pasado y comienzo de éste, recalcamos la idea que la inflación no era transitoria y que los datos que estábamos viendo indicaban que el ascenso en los precios iba a ser más largo de lo que esperaba el mercado. Ahora, a mitad de año, seguimos pensando lo mismo.

El cambio en la rentabilidad de los bonos ha reflejado perfectamente este nuevo escenario. El bono a diez años americano ha alcanzado el 3% de rentabilidad y pensamos que puede seguir incrementando su rentabilidad. El bono alemán también ha tenido un cambio muy brusco pasando de un -0.08% en marzo de este año, hasta alcanzar el 1,3% en mayo.

Las materias primas siguen disparadas, petróleo, gas, trigo, maíz, soja ... se mantienen en máximos del año.



Además, los salarios empiezan a subir. La falta de mano de obra está obligando a las empresas a competir por la mano de obra cualificada, especialmente en Estados Unidos (las subidas salariales superan el 5% en abril de este año) y algunos países de Europa.



Esperamos un discurso más duro por parte del Banco Central Europeo y vemos que la expansión fiscal que se ha producido en Europa para compensar los efectos adversos de la pandemia, la guerra y los elevados precios de la energía, se acerca a su fin.

Nos llama la atención la mayor prima de riesgo de la deuda italiana y española, si bien no son niveles preocupantes, esa tendencia se debe parar antes de empezar con problemas de credibilidad.

La sostenibilidad ha de avanzar al compás del mundo

SERGIO LUJÁN

A mediados de mayo, todos tuvimos la oportunidad de leer en los medios de comunicación el siguiente titular: “Fink recula por la guerra y BlackRock votará no a la lucha contra el cambio climático”. El hecho de que el Presidente y CEO de la mayor gestora de inversiones del mundo se posicione en contra de exigir a las compañías en cartera el cumplimiento de los objetivos medioambientales inicialmente marcados para 2022, podría quedar muy bien en un titular y ser susceptible de malinterpretarse pensando en que, quizá, Fink solamente está buscando una excusa para desviar de nuevo el olfato inversor hacia inversiones no sostenibles más fáciles de encontrar y más rentables. Este sería un pensamiento muy típico en aquellos que todavía piensan que invertir con sesgo sostenible supone renunciar a rentabilidad, con lo cual, nosotros, no estamos de acuerdo. Al margen de ese debate, hemos de aclarar que la decisión de Fink no apunta en absoluto hacia esa dirección, sino que las razones tienen mucho más que ver con la actual coyuntura socioeconómica que vivimos en 2022. Una situación que ya venía advirtiéndose desde finales de 2021 y que fue significativamente acelerada por el conflicto bélico que se desató en Ucrania durante el primer trimestre de este año. Se trata de la “crisis energética”, y es el principal motor de la inflación que tan pendientes tiene a los bancos centrales occidentales y que va a determinar el futuro a corto-medio plazo de la economía y los mercados de capitales en todo el mundo.

Una vez efectuada esta reflexión, ya podemos entender mejor la propuesta implícita en la negativa de Fink. Lo que el consejero delegado de BlackRock está sugiriendo es que no hay nada más insostenible que un futuro que no existe, y es que, no sería lógico tratar de transicionar hacia un mundo donde la energía se obtenga causando el mínimo impacto al planeta obviando a la vez la realidad y las necesidades del presente. Es un hecho que, hoy por hoy, la humanidad depende todavía en buena parte de las fuentes de energía de origen fósil (carbón, gas natural y petróleo), de modo que, una contracción relevante de la oferta disponible de petróleo y de gas ocasionada por el forcejeo en las negociaciones geopolíticas con Rusia, representa una clara amenaza para el ciudadano en cuanto a la cobertura de sus necesidades básicas y a su poder adquisitivo. En definitiva, el conflicto supone una clara amenaza para el bienestar social, y como más o menos apunta Fink, dar la espalda a esto, en ningún caso puede contribuir a solventar el problema. Eso es lo que significa su propuesta de relajar las exigencias de ecoeficiencia energética a las compañías en las que participan sus vehículos de inversión, y es cierto que la idea que subyace es la de devolver a sectores poco alineados con la sostenibilidad (aunque necesarios, por el momento) algunas de las facilidades que la regulación y el nuevo perfil de consumidor y de inversor les habían quitado; no obstante, es por una causa legítima y de manera temporal.

Resumiendo: la sostenibilidad ha de avanzar de la mano de la realidad del mundo, sencillamente porque es la única manera de que dicha transición sea viable y no distorsione gravemente la estructura socioeconómica. Hay que ponerse las pilas para llegar cuanto antes al objetivo, pero siempre de manera lógica y sin desencadenar nuevos problemas por el camino. Este es, además, el motivo por el cual pensamos que la inversión responsable no

debería eliminar compañías de su universo invertible solo por el hecho de pertenecer a un sector poco alineado, a priori, con la sostenibilidad. Creemos que el buen análisis ESG es el que estudia la empresa con perspectiva dinámica y no se centra solamente en la foto estática de la misma. Esto implica efectuar un seguimiento activo, cuantitativo y cualitativo de las prácticas que está llevando a cabo la firma para minimizar el impacto que genera su actividad sobre los stakeholders (empleados, proveedores, clientes, acreedores, socios...). No se trata del daño que la compañía genera hoy, sino del volumen del esfuerzo que destina para minimizar el de mañana.

Como siempre, finalizamos este comentario recordando que nuestros canales de comunicación están abiertos para todos ustedes siempre que lo necesiten.

Gracias de nuevo por confiar en nosotros.

Atentamente,

*Pablo Cano Escoriaza
Director de Inversiones*