



**COMENTARIO JUNIO 2022**

Estimado inversor,

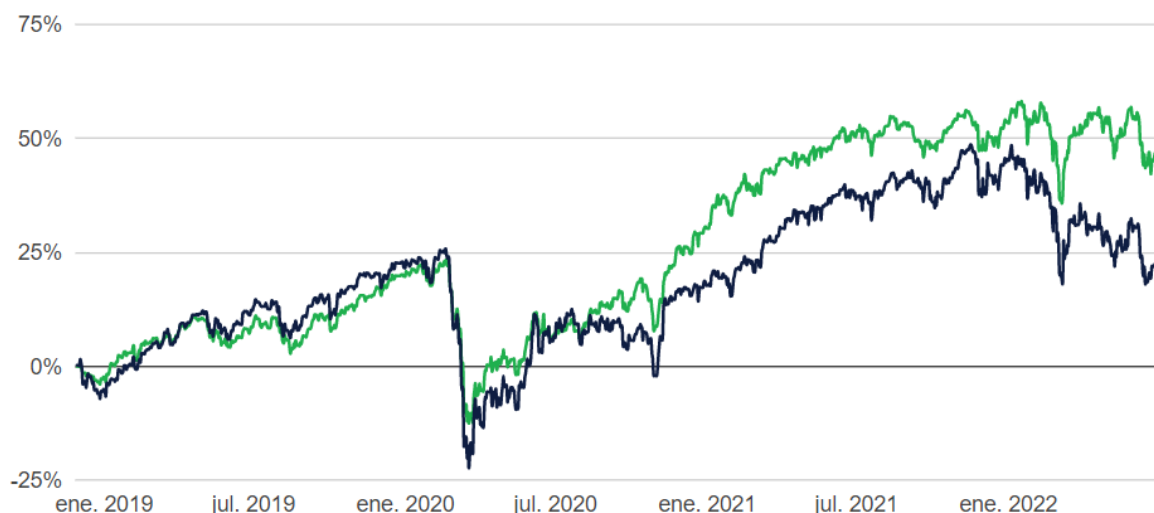
Los mercados financieros han estado bajo presión en el segundo trimestre del año, cogiendo el relevo del primero. En conjunto, el primer semestre ha sido de los peores en los mercados desarrollados en más de 50 años. En este escenario, los inversores tampoco han podido contar con el refugio de los bonos gubernamentales, mercado que suele funcionar como salvaguarda en los momentos complicados, debido a la presión en los precios causada por el endurecimiento de la política monetaria por parte de los bancos centrales. El mercado está descontando que los tipos de interés se sitúen a finales de año en los niveles del 3,35%, el 2,77% y el 0,82% en Estados Unidos, Reino Unido y Europa, respectivamente. El aumento de las expectativas sobre la trayectoria de los tipos ha reducido las valoraciones de las acciones, que, junto con la preocupación sobre las perspectivas de crecimiento y el aumento tanto de los precios como de los costes de financiación, es lo que ha ocasionado el aumento de la volatilidad.

El escenario es complejo. En el año, los principales índices de renta variable a nivel mundial se sitúan en terreno negativo. Concretamente en Europa, el índice Euro Stoxx 50 cae un -19,62%, el colectivo alemán -19,52%, el francés -17,43% y el italiano un -22,13%. Por su parte, en Estados Unidos, destaca el S&P 500 con una devaluación del -20,79% y el Nasdaq del -29,98%.

Con todo ello, la cartera se ha comportado mejor que el índice de referencia, resistiendo mejor que este en los momentos más complicados. En el año, **la rentabilidad de NAO es del -7,02% en comparación con el -19,95% del benchmark. Insistimos en que nuestro objetivo sigue siendo caer menos en los momentos de alta incertidumbre y acompañar al mercado en las subidas.**

Esto es posible gracias a la integración de los **criterios ESG** con nuestra filosofía de inversión, basada en seleccionar empresas con muy **poca deuda**, que generen un **flujo de caja atractivo, recurrente y con alta visibilidad** y que, además, tengan **capacidad de traspasar los costes** a sus clientes, **marca la diferencia.**

## EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE A BENCHMARK



La rentabilidad de **NAO acumulada desde el inicio** supera el **+42,63%**.

La rentabilidad del **benchmark acumulada desde el inicio** supera el **+19,14%**.

En este sentido, matizamos **que el diferencial de rentabilidad entre NAO y el índice de referencia se ha conseguido** con menos dispersión en los retornos, lo que significa que cada unidad de rentabilidad es más barata y por lo tanto se ha obtenido **con menos riesgo**.

**El fondo ha tenido una volatilidad del 15,64% por debajo de la volatilidad de mercado que se sitúa en el 21,27%.**

## ESTRUCTURA DE LA CARTERA - NAO EUROPA SOSTENIBLE

**La cartera ha terminado el mes con una exposición a renta variable del 89,4%**, similar a la del mes pasado, dado que Boskalis está opada y esto provoca que su variación sea mínima alrededor del precio de la OPA, por lo que, a efectos prácticos, es como si fuese efectivo.

Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes son: **ING, Novartis, Roche, Bankinter y Sanofi**. Las diez primeras posiciones representan un **44,7% de la cartera**.

### 10 Principales posiciones

Instrumento financiero	A. Geográfica	% Patrim
ING Groep NV	Países Bajos	6,8%
Novartis AG	Suiza	5,5%
Roche Holding AG	Suiza	4,9%
Bankinter SA	España	4,6%
Sanofi-Aventis SA	Francia	4,4%
Stora Enso OYJ	Finlandia	4,0%
Intesa Sanpaolo SpA	Italia	3,9%
Marine Harvest ASA	Noruega	3,6%
Yara International ASA	Noruega	3,5%
SMA Solar Technology AG	Alemania	3,5%
<b>TOTAL</b>		<b>44,7%</b>

**El hecho más relevante ha sido la venta de Boskalis** al precio de la oferta pública de adquisición, que es de 32€, con el fin de hacer líquida la inversión y no esperar a la fecha en la que se hace efectiva esta. Consideramos que es un precio razonable.

En cuanto a sectores, nuestra apuesta sigue estando en reciclaje, farma/cuidado de la salud/envejecimiento poblacional y eficiencia energética, también en el sector financiero, como ya dijimos en anteriores comentarios. En nuestra opinión pensamos que resistirán la volatilidad mejor que el resto.

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

Distribución por A. Geográfica

A. Geográfica	% Patrim
Francia	20,4%
España	13,1%
Alemania	10,5%
Suiza	10,4%
Otros	34,9%

### Puntos para el próximo semestre

1. El factor más importante y el que más influencia tiene hoy en día en las políticas de los bancos centrales es la inflación. Estos se han propuesto pararla incluso a costa de entrar en recesión. Cualquier señal positiva que indique un freno en su crecimiento será tomada muy positivamente por el mercado, dado que implicará una menor agresividad en sus políticas.
2. Otro elemento para tener en cuenta será la capacidad de subsistir energéticamente por parte de la Unión Europea, de momento el plan es prescindir de dos tercios de los 155.000 millones de metros cúbicos que se importaban desde Rusia para, finalmente, cortar la dependencia por completo. Mientras tanto, Rusia puede unilateralmente cortar el abastecimiento, por lo que Europa deberá de estar preparada para este escenario.
3. Habrá que prestar atención a la curva de tipos, el objetivo es parar la inflación a toda costa, sin embargo, se pretende que sea mediante un aterrizaje suave en el que se pare la velocidad en el incremento de los precios y a su vez no se provoque recesión, por ello, se debe vigilar la curva de rendimiento de los plazos más cortos para ver si los responsables en materia de política monetaria son capaces de conseguirlo.

4. Por último, el foco también estará en los beneficios de las empresas y en su capacidad de controlar los costes, tanto energéticos como salariales. Las compañías con mayor poder de fijación de precios y con una posición dominante en su industria serán las grandes beneficiadas.

---

## El dilema energético alemán

SERGIO LUJÁN

El pasado mes de junio nos dejó otra noticia curiosa respecto a la crisis energética que hoy día, y según los últimos datos macroeconómicos, sigue castigando el poder adquisitivo del consumidor occidental en este final de primer semestre de 2022. En concreto, se trata de la decisión del gobierno tripartito alemán de reabrir antiguas plantas productoras de carbón con el objetivo de reducir la dependencia energética del país a la importación de gas ruso y amortiguar, al máximo posible, los posibles daños derivados de un corte del suministro ordenado por el Kremlin en concepto de reprimenda hacia Europa por posicionarse en el bando enemigo en la guerra de Ucrania.

Suena paradójico que haya sido la legislatura que incluye al partido verde alemán la que se haya visto en la necesidad de volver a fomentar el uso del carbón como fuente de energía durante su legislatura. El carbón es considerado una fuente de energía de origen fósil, es decir, que no se trata de un recurso medioambientalmente saludable por sus elevadas emisiones de Gases de Efecto Invernadero (GEI), ni tampoco inagotable. De hecho, el gobierno alemán ya se había comprometido a abandonar esta alternativa energética para el año 2030, alegando, en su día, que no tiene cabida en el modelo de menor impacto climático y perdurable en el tiempo que Alemania necesita. Se trata de un hecho paradójico, pero en ningún caso incongruente, puesto que esta decisión vino como consecuencia del recorte, por parte del gigante energético ruso, *Gazprom*, de casi dos terceras partes del suministro de gas enviado al país germano a través del gasoducto Nord Stream 1; un acto que, según Rusia, responde a la falta de materiales necesarios para la producción del gas, pero que, en voz del ministro de economía alemán, Robert Habeck, es en realidad otra amenaza al desabastecimiento que lanza el Kremlin hacia Europa. Son estas las circunstancias ante las cuales, un gobierno que incluye la caracterización de “verde” y con una férrea convicción de dejar atrás la energía no considerada “limpia”, decide recular e impulsar de nuevo un modelo energético que claramente confronta con el suyo reabriendo antiguas plantas de carbón e invirtiendo en infraestructuras para la producción de gas licuado.

La realidad es que el gobierno encabezado por Olaf Scholz parece estar cuestionándose la contundencia de su plan de transición, y, a colación de este, la situación también ha levantado controversia respecto a otro de sus principales vetos: la energía nuclear. Se trata de una de las

opciones con mayor productividad de las que se dispone en la actualidad, y consiste en generar una inmensa cantidad de calor a través de la fisión (o división) en cadena de átomos de uranio con el fin de calentar agua y emitir un vapor que mueve turbinas produciendo, de esta manera, electricidad. No obstante, la energía nuclear tiene muchos detractores debido a lo dañino que puede llegar ser el descontrol de los residuos radiactivos que genera el mecanismo de fisión, los cuales, además, tardan mucho tiempo en ser eliminados a través de la refrigeración. Respecto a este debate, el actual gobierno germano ya se pronunció cuando anunció que cerraría una parte de su infraestructura nuclear con la despedida del 2021 y la restante a lo largo de 2022, el fin de un proyecto que comenzó tras la tragedia de Fukushima. En el contexto actual, los expertos están divididos entre los que opinan que lo propio, ante un riesgo de shock energético causado por el forcejeo geopolítico, es diferir el cierre de las centrales que todavía funcionan más allá de 2022; y en contraposición, los que consideran que esta vía no es una salida aceptable dado el riesgo que supone para la ciudadanía.

Al igual que apuntamos en el anterior comentario, la sostenibilidad ha de ser relativa y avanzar en función de las posibilidades de la sociedad. No tiene nada de ilógico volver atrás y posponer el cumplimiento de ciertos objetivos siempre y cuando sea para protegerse ante una situación crítica, y tampoco es incoherente. Los planes están para marcar el rumbo hacia un objetivo final, pero ello no quiere decir que no deban revisarse sistemáticamente para adaptarse a la factibilidad de dichos objetivos. El caso de Alemania debería servir a los gobernantes actuales y futuros de todo el mundo para reflexionar, en primer lugar, acerca de las consecuencias que puede traer precipitarse en la toma de determinadas decisiones políticas y sobre la necesidad de efectuar un análisis riguroso antes de proponer acciones disruptivas para el tejido económico-social. En segundo lugar, debería servir para enseñarles que, a veces, existen diferencias relevantes entre lo que es sensato y lo que les es sencillo explicar a sus votantes en el corto plazo; dejarse llevar por lo segundo puede suponer graves complicaciones en el futuro. Y, en tercer lugar, los acontecimientos comentados también deberían hacernos reflexionar a todos respecto a la importancia de conocer bien a tus stakeholders como país y, dentro de estos, a seleccionar con cuidado a tus clientes y proveedores y a reconsiderar a quién se está financiando y quién está invirtiendo en nosotros. Esto es lo que en ESG se podría asimilar al concepto de “Scope 3”, y, si algo nos ha enseñado lo sucedido en los últimos meses, es que tan importante es que se monitorice tanto en las empresas como en los estados.

Para terminar, cabe comentar que la Comisión Europea acaba de aprobar en los últimos días el reconocimiento de determinadas inversiones en energía nuclear y gas natural como sostenibles. Esta “etiqueta verde” podría ayudar, a medio plazo, a relajar los precios y a disipar, en cierta medida, los temores a un desabastecimiento energético en Europa. Ante el riesgo que supone esta medida, quizá lo mejor que podemos hacer es destinar los recursos de capital

suficientes para asegurar que la infraestructura dispone de los mecanismos más punteros para controlar y eliminar, en un momento dado, los residuos peligrosos generados.

Esperamos que la reflexión les haya parecido de interés y les invitamos a visitar nuestra página web, donde de ahora en adelante, se reportará la estructura de las carteras atendiendo también a métricas ESG más allá del desglose clásico.

\*\*\*\*\*

*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,*

*Eugeni Segarra Miralles, MFIA  
Gestor de Inversiones*