



COMENTARIO SEPTIEMBRE 2022

Estimado inversor,

El rumbo adoptado por los bancos centrales para contener el riesgo de subida de las expectativas de inflación apoya el discurso de que las economías desarrolladas se encaminan hacia una desaceleración. El viento en contra constituido por el endurecimiento de las condiciones financieras se suma a los provocados por el impacto de la inflación sobre el poder adquisitivo de los hogares y la actual crisis energética en Europa. En esta coyuntura, se espera que las recesiones que experimentarán EE.UU. y la Eurozona serán probablemente leves a causa de que el debilitamiento de la demanda contribuirá a una moderación significativa de las presiones inflacionistas en los próximos trimestres y por tanto reducirá la agresividad de los bancos centrales en la subida de tipos. Lamentablemente, aún no puede descartarse totalmente el riesgo de una inflación más fuerte de lo previsto. Y, si tal riesgo se materializara, esto llevaría a un endurecimiento aún más doloroso de la política monetaria. Los bancos centrales de los países desarrollados se han unido en torno a la opinión de que, independientemente de que las perspectivas de crecimiento se oscurezcan, su objetivo primordial debe ser eliminar el riesgo de que la presente alza de los precios se afiance en las expectativas de inflación de los hogares y las empresas. La razón es que se teme que una inflación demasiado elevada se convierta en el centro de atención de los agentes económicos durante demasiado tiempo y provoque cambios en los mecanismos de fijación de precios y salarios, lo que en última instancia permitiría que las presiones inflacionistas se autoalimenten.

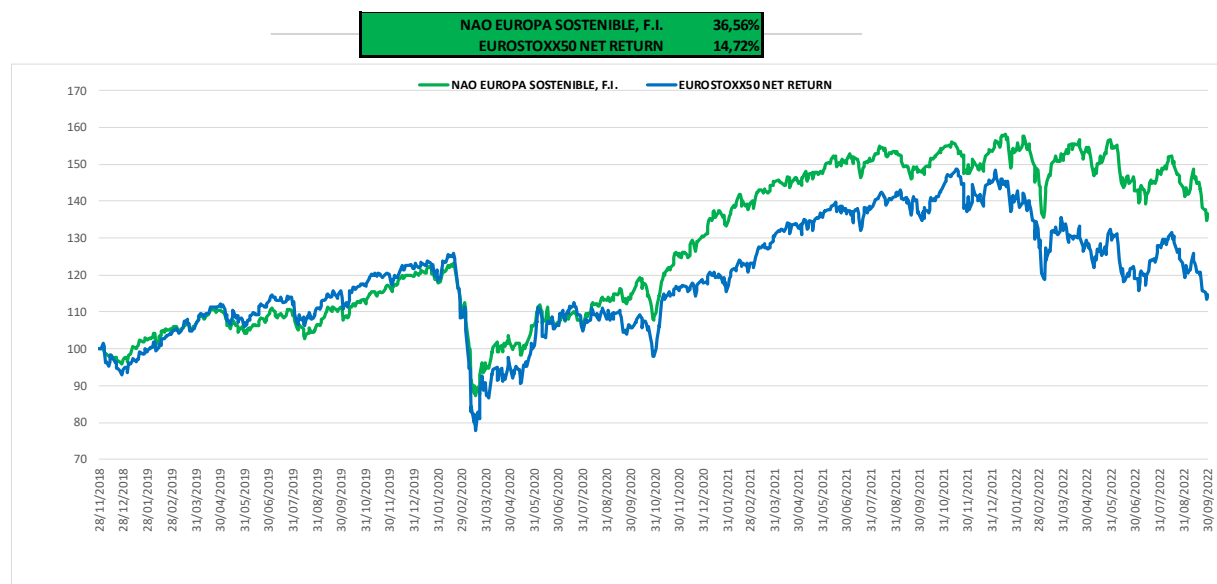
La situación continúa siendo compleja. Hasta que la inflación y las tensiones geopolíticas no se relajen, la volatilidad continuará dominando en los mercados. La gran pregunta es qué hay puesto ya en el precio, cada vez nos acercamos a unos niveles en los que resulta interesante ir formando una cartera de medio/largo plazo. La respuesta la tendrá la temporada de resultados, que ya se acerca. Veremos cómo están lidiando los márgenes de las empresas con estas presiones y la capacidad de traspasar costes.

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 -22,80%, el colectivo alemán -23,74%, el francés -19,44% y el italiano un -24,49%. Por su parte, en Estados Unidos, destaca el S&P 500 con una devaluación del -24,77% y el Nasdaq del -32,77%.

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 -10,98% en comparación con el -20,99% 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** en 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 incrementos de costes** a sus clientes. La cohesión de todos estos puntos **marca la diferencia.**

EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE A BENCHMARK



Rentabilidad	1 Semana	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	YTD	Desde inicio	TWR (Inicio)	3Y	TWR (3Y)
NAO Europa Sostenible, F.I. Clase D	-1,18%	-3,30%	-4,33%	-10,37%	-8,06%	-10,98%	36,56%	8,45%	22,79%	7,08%
Benchmark	-0,91%	-3,94%	-3,53%	-13,58%	-15,91%	-20,99%	14,72%	3,64%	-0,81%	-0,27%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Europa Sostenible, F.I. Clase D	18,26%	16,03%	17,31%
Benchmark	24,90%	22,29%	24,11%

R/σ	Desde	3Y
NAO Europa S	0,53%	0,41%
Benchmark	0,16%	-0,01%

La rentabilidad de **NAO acumulada desde el inicio** supera el **+36,56%**.

La rentabilidad del **benchmark acumulada desde el inicio** supera el **+14,72%**.

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 **18,26%** en lo que va de año por debajo de la volatilidad de mercado que se sitúa en el **24,90%**.

ESTRUCTURA DE LA CARTERA - NAO EUROPA SOSTENIBLE

La cartera ha terminado el mes con una exposición a renta variable del **86,70%**, similar a la del mes pasado. Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes son: **Novartis, ING, Roche, Bankinter y ASML**. Las diez primeras posiciones representan un **51,10%** de la cartera.

Instrumento Financiero	Area geográfica	% Patrim.
NOVARTIS R	Suiza	7,62%
ING GROEP NUEVAS 2016	Países Bajos	6,65%
ROCHE HOLDING	Suiza	5,36%
BANKINTER	España	5,27%
ASML HOLDING NV	Países Bajos	4,84%
AC.LEGRAND SA	Francia	4,44%
MONDI PLC	Reino Unido	4,36%
AC.YARA INTERNATIONAL ASA	Noruega	4,26%
AC.ALLIANZ SE	Alemania	4,15%
AXA	Francia	4,15%

El hecho más relevante ha sido la venta de Mowi. El gobierno noruego ha sacado un proyecto para subir los impuestos a la extracción de salmón del 22% al 62%. Se estima que esto impacte un -20% en los beneficios por acción de la compañía. Como ya habíamos ido reduciendo el peso, hemos decidido salir por completo de la posición dada la incertidumbre a la que se enfrenta la industria.

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. Nos sentimos muy cómodos con la cartera actual, pensamos que estamos bien posicionados para el entorno actual. Todas las compañías gozan de buenos fundamentales y están bien posicionadas en su segmento.

Respecto a la distribución geográfica, Suiza es el país donde se encuentran el mayor número de compañías del fondo.

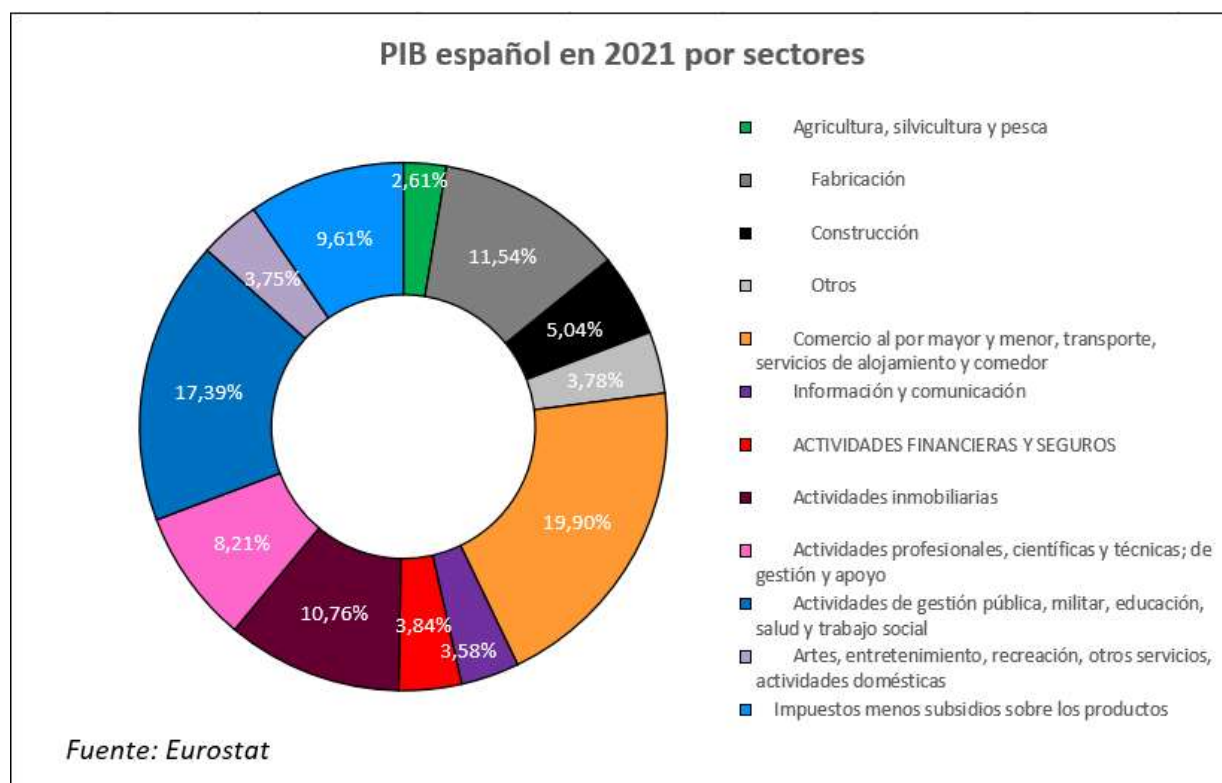
A. Geográfica	% Patrim
Suiza	17,1%
España	13,9%
Alemania	13,6%
Países Bajos	13,3%
Francia	12,3%

ESPAÑA: UNA PIEZA CLAVE EN EL FUTURO ENERGÉTICO EUROPEO

SERGIO LUJÁN

Una vez más, para mantener la línea de los últimos comentarios de sostenibilidad, volvemos a hablar del objeto que resume buena parte de los problemas que, todavía, a finales del noveno mes de 2022, afronta Europa. Se trata, cómo no, de la energía. No obstante, en esta ocasión no añadiremos demasiado a lo ya elaborado previamente respecto a la guerra (que, hoy por hoy, continúa siendo la base de las externalidades que motivan este shock de oferta que azota al continente), sino que nos centraremos en hablar de una cuestión que podría terminar siendo la solución de largo plazo a los problemas de abastecimiento energético de Europa. Lo curioso y particularmente atractivo de dicha “solución” es que podría ser nuestro país, concretamente, el protagonista en la aplicación de la estrategia.

Sin ahondar demasiado en las virtudes y flaquezas de la economía española, podemos afirmar que nuestro país destaca dentro de Europa por ser uno de los más terciarizados, por tender a crecer por la vía del empleo y no por la de la productividad, por poseer un mercado laboral muy dual con un considerable volumen de economía sumergida, y por la relevancia que tienen o han tenido históricamente en la producción agregada sectores como el inmobiliario (de la mano de la construcción), el turismo y la hostelería. El siguiente gráfico respalda el último factor mencionado:



Este conjunto de características hace nuestro ciclo económico bastante volátil en comparación con los de la mayoría de nuestros vecinos comparables y con la media de la Unión Europea. Esto se debe, principalmente, a que estos sectores que tanto pesan en nuestro PIB, son bastante cíclicos y estacionales. Esto, a grandes rasgos, explica por qué nos expandimos por encima de la media en los años de prosperidad, pero también por qué retrocedemos con más fuerza en los periodos de declive. El turismo, en particular, es un sector en el que el grueso de la cuenta de resultados (sobre todo la parte de los ingresos) se hace en dos o tres periodos muy marcados del año, y, además, su consumo va ligado en gran medida a un componente de ocio, lo cual lo convierte en una actividad que sufre mucho en las partes del ciclo en la que la demanda es más austera en general. Una economía que apuesta fuerte por este tipo de actividades puede crecer a gran velocidad si las circunstancias le sonríen, pero de lo contrario, no tardará en mostrar debilidad y tendrá que pisar abruptamente el freno agitando todo lo que haya por el medio. Lo hemos visto claramente con la pandemia. No obstante, España tiene la suerte de que la fuente de su popularidad como destino turístico no reside tanto en su arquitectura, cultura y arte (como podría ser el caso de Italia y Grecia) como sí en su clima. El Sol es, sin duda, uno de los recursos más valiosos de los que dispone nuestra economía, puesto que, además de aportar una considerable diferenciación a nuestro servicio turístico (“Sol y playa”), podría ser también un gran activo estratégico a explotar en el campo de la energía. España es un país que ha avanzado mucho en los últimos años en lo que respecta a la producción de energía renovable. Como destacábamos en el anterior comentario, la eólica y la fotovoltaica son ya dos de las principales fuentes de generación de electricidad en España. Ambas tecnologías se están consolidando como las más punteras en el mundo de las renovables, y las dos se alimentan de materias primas que nuestro país guarda en abundancia. La potenciación del tejido empresarial dedicado a este tipo de actividades podría cambiar sustancialmente la contribución sectorial de nuestro PIB de la que hablábamos antes, reduciendo el peso de los sectores cíclicos y estacionales mencionados e incrementando el del energético, un sector defensivo que ofrece un producto inelástico y con una cifra de ventas mucho más consistente y predecible. Esta transformación económica suavizaría la volatilidad de nuestro ciclo económico y haría nuestra cuenta de resultados más fuerte.

Uno de los grandes distintivos de nuestro país en el continente es su clima. Contamos con un recurso natural muy valioso que deberíamos aprovechar de la misma manera que una compañía de calidad explota su ventaja competitiva. España tiene potencial para posicionarse como proveedor energético de referencia en Europa y como un importante player mundial a estos efectos. Así lo creen grandes gurús como Larry Fink, el CEO de BlackRock, y Elon Musk. Este hecho contribuiría claramente a la competitividad y a la autosuficiencia europeas, e incrementaría el poder de negociación de la UE en el comercio internacional y en los asuntos de geopolítica, lo que, a su vez, minimizaría el riesgo de que se den nuevos shocks energéticos por decisiones externas como el actual. Quizá esta sea una de las mejores alternativas de largo

plazo que tiene Europa para solventar sus problemas con la energía y garantizar la tan deseada estabilidad de precios. Esperemos que la Comisión Europea y el Gobierno de España lo valoren en su hoja de ruta y que pongan en marcha mecanismos para dirigir el capital público y privado hacia infraestructuras españolas de energía renovable.

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*