



COMENTARIO OCTUBRE 2022

Estimado inversor,

En los últimos años, los mercados bursátiles se han caracterizado por una mayor volatilidad derivada de varios factores tales como el COVID, los problemas en la cadena de suministro el conflicto de Ucrania. A ello hay que añadir el giro hacia una política monetaria más restrictiva a nivel mundial como intento para frenar la inflación causada por los factores anteriores.

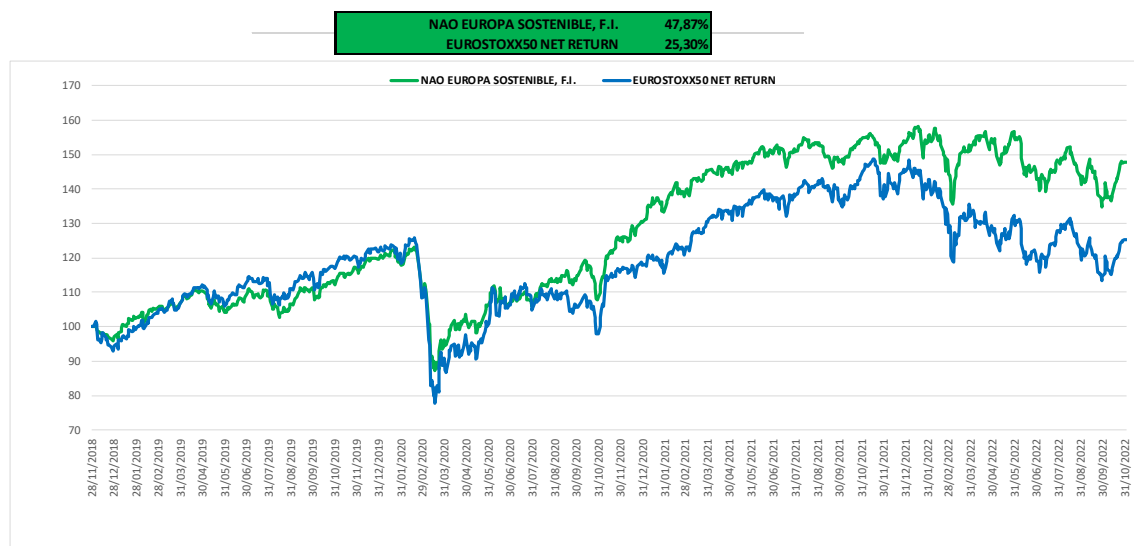
En este contexto, los principales bancos centrales, tanto la FED de Estados Unidos como el BCE, han seguido subiendo tipos en línea con lo que se esperaba, aunque con mensajes algo distintos. Mientras el mercado interpretó que el BCE podría empezar a bajar el ritmo de las subidas, la FED daba un mensaje más duro y contundente respecto a la lucha contra la inflación. En Europa, la energía fue el factor que más contribuyó al incremento de precios, que alcanzó la cifra de +10,7% interanual, por su parte, el crecimiento económico en el viejo continente se expandió un +0,2% intertrimestral, después de haber crecido un 0,8% en el segundo trimestre.

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 -15,84%, el colectivo alemán -16,56%, el francés -12,39% y el italiano un -17,17%. Por su parte, en Estados Unidos, destaca el S&P 500 con una devaluación del -18,71% y el Nasdaq del -30,11%.

En este contexto, la gestión activa cobra más sentido que nunca ya que la selección de valores es lo que va a permitir proteger el capital de los ahorradores en una situación que aún es complicada. Es clave además conocer muy bien los modelos de negocio de las compañías para saber cuáles pueden defenderse bien en este entorno.

En el año, **la rentabilidad de NAO es del -3,71% en comparación con el -13,82% del benchmark. Insistimos en que nuestro objetivo sigue siendo caer menos en los momentos de alta incertidumbre y acompañar al mercado en las subidas.**

EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE AL 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	1,48%	8,16%	0,00%	-3,55%	-4,19%	-3,71%	47,71%	10,45%	30,97%	9,39%
Benchmark	2,58%	9,09%	-2,20%	-1,78%	-12,76%	-13,82%	25,14%	5,88%	6,60%	2,15%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Europa Sostenible, F.I. Clase D	18,12%	16,04%	17,43%
Benchmark	24,45%	22,23%	24,22%

	R/a	Desde	3Y
NAO Europa S	0,65%	0,54%	
Benchmark	0,26%	0,09%	

La rentabilidad de NAO acumulada desde el inicio supera el **+47,71%**.

La rentabilidad del benchmark acumulada desde el inicio supera el **+25,14%**.

ESTRUCTURA DE LA CARTERA - NAO EUROPA SOSTENIBLE

La cartera ha terminado el mes con una exposición a renta variable del **92,70%**, un incremento del **4%** respecto al mes anterior, aunque el entorno es complicado, ya empezamos a ver valor en algunas empresas. Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes son: **Novartis, ING, ASML, Bankinter y Roche**. Las diez primeras posiciones representan un **54%** de la cartera.

Instrumento financiero	A. Geográfica	% Patrim
Novartis AG	Suiza	7,3%
ING Groep NV	Países Bajos	7,1%
ASML Holding NV	Países Bajos	6,0%
Bankinter SA	España	5,5%
Roche Holding AG	Suiza	4,9%
Yara International ASA	Noruega	4,9%
Legrand SA	Francia	4,7%
Mondi PLC	Reino Unido	4,6%
AXA SA	Francia	4,5%
Allianz SE	Alemania	4,5%
TOTAL		54,0%

En la cartera, seguimos apostando por sectores y empresas que se beneficien de la inflación (sector financiero) o que tengan la capacidad de repercutir sus costes, que estén diferenciadas, con fuertes ventajas competitivas, con un balance muy robusto y con visibilidad en la generación de caja futura. También creemos que aplicar los criterios ESG es un factor esencial a la hora de invertir a medio/largo plazo ofreciéndonos la posibilidad de invertir en sectores de claro crecimiento tales como la eficiencia energética, el reciclaje o el transporte limpio. Actualmente, nos sentimos muy cómodos con este portfolio. Además, hemos incrementado durante este último mes la exposición a renta variable aumentando nuestra inversión en compañías como ASML, a la que creemos que el mercado ha castigado en exceso, o Sika, de la que hablaremos luego con más detalle.

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

A. Geográfica	% Patrim
Suiza	15,6%
España	15,1%
Países Bajos	13,0%
Francia	11,4%
Otros	37,5%

SIKA

Sika es una empresa suiza que ofrece servicios de sellado, amortiguación, endurecimiento y unión de materiales. También ofrece productos relacionados con el hormigón y cemento. Su división de construcción representa aproximadamente el 80% de sus ventas mientras que la división de industria pesa el 20%. Se trata de una compañía poco endeudada con una capitalización de mercado de 36.000 millones de francos suizos.

Una de las cosas que más nos gusta de esta compañía es que se beneficia de las mega tendencias actuales de urbanización, nuevas formas de movilidad y sostenibilidad:

- Mayor demanda de soluciones de infraestructura y rehabilitación debido al incremento de la población mundial.
- Aumento de la seguridad y requisitos de calidad contra fuego, inundaciones y terremotos de las infraestructuras.
- Incremento de la demanda de productos con bajas emisiones.
- Nuevo concepto tanto de fabricación de vehículos como de materiales asociados a estos.

En los últimos años, la compañía ha cotizado a múltiplos muy elevados, síntoma de la creación de valor que ha proporcionado a sus accionistas. Gracias a las caídas del mercado este año, se ha estado “poniendo en precio” y a unos niveles atractivos para ir construyendo la posición.

EL ÚLTIMO MOVIMIENTO DE BRUSELAS: EL BARMAR

SERGIO LUJÁN

Este mes hemos creído oportuno hablar sobre un tema que guarda relación, una vez más, con la crisis energética europea, pero también con las ideas que expusimos en el anterior comentario. El mes pasado hablábamos de que España tiene mucho que decir en cuanto al futuro energético de la UE, y de que debería aprovechar su potencial para convertirse en un player renovable de referencia en el continente (gracias a su diversificado pool energético y a la abundancia de los recursos naturales de los que se nutren las tecnologías eólica y solar fotovoltaica para producir). Estas posibilidades le permitirían, a largo plazo, contribuir a la consolidación de la autosuficiencia energética de Europa, inmunizándola, en cierto modo, contra futuros shocks energéticos externos (la mayoría derivados de roces geopolíticos); pero no solo eso, también podrían suponer una fuente de ingresos estable que reduciría la volatilidad de la cuenta de resultados del país, haciendo nuestra economía más competitiva comercialmente y una localización más atractiva para invertir. A colación con todo esto, este mes de octubre nos ha aportado una noticia muy positiva que, sin llegar a coincidir con el ideal descrito el mes pasado, puede comenzar a posicionar nuestro país por esa línea y ayudar a paliar los problemas de la Unión. Estamos hablando del *BarMar*.

Pasan los meses y los europeos continuamos lidiando con un entorno en el que nuestra capacidad de consumo es cada vez más reducida y en el que la cesta de la compra se antepone cada vez más respecto al ahorro de las familias. Similar es la situación de las empresas, como es natural, puesto que 8 meses de acusados saltos del IPC diezman el apetito del consumidor de forma que no es factible incrementar los ingresos al mismo ritmo que los costes, lo que termina erosionando los márgenes de negocio. Ante este escenario, nuestros gobernantes tratan de buscar soluciones analizando la viabilidad de distintos proyectos y políticas que permitan sanear la situación mencionada. Algunas acciones con efecto más coyuntural y otras de impacto estructural. Como es sencillo de imaginar, una clara alternativa que se baraja para combatir la inflación (además de la ya en proceso subida de los costes de financiación y del retorno exigido al capital) pasa por destensionar el mercado energético, un objetivo que, por el momento, se piensa abordar incrementando la oferta de output facilitando a los proveedores actuales su apertura a un mercado mayor. Concretamente, lo que Bruselas tiene en mente consiste en encontrar la manera de que el gas procedente de Argelia pueda ser suministrado a los países del noreste como, por ejemplo, Alemania y Polonia, que son los que más están padeciendo la escasez de este bien como consecuencia de su importante dependencia del output ruso. Con este objetivo, lo que han estado debatiendo nuestros representantes soberanos durante los últimos meses es la manera de conseguir poner en marcha una infraestructura que permita la factibilidad de estas transacciones. En un principio, se habló de retomar la construcción del *Midcat*, del cual ya hablamos en anteriores comentarios. Este proyecto consistía en un gasoducto de 227 km que permitiría el transporte

de gas natural desde Hostalric (España) hasta Barbaira (Francia). Así, la producción argelina podría llegar recurrentemente y en adelante a los países necesitados de la Unión, lo que extendería la cartera de clientes del país africano más allá de España y le permitiría penetrar sin apenas barreras en el mercado europeo. Esta alternativa fue rechazada por la falta de apoyos y con la negativa de Francia, quien argumentaba que la conexión entre esas dos ciudades sería demasiado costosa al tener que atravesar el complicado relieve de los Pirineos. También añadían que existían otras vías energéticas entre los dos países que estaban siendo infrautilizadas, aunque la opinión de algunos expertos es que a Francia no le interesa la operatividad del *Midcat* porque su vocación de llevar indefinidamente el gas argelino al resto de Europa terminaría arrebatando cuota de mercado a sus empresas dedicadas a la misma actividad, es decir, porque abriría la puerta a una mayor competencia de forma perpetua. De este modo, el *Midcat* quedó descartado, no obstante, y para la suerte de los europeos, nuestros mandatarios han logrado llegar a un acuerdo en lo que respecta a la adopción de una estrategia con el mismo fin. Han acordado sacar adelante el proyecto del *BarMar*. Lo que para muchos es el *Midcat* tras un lavado de cara, consistirá en la implantación de una tubería submarina de 360 km que transportará energía verde desde Barcelona (España) hasta Marsella (Francia). Dicho canal, supuestamente, atravesaría un relieve más amigable (y menos costoso) y además estaría pensado realmente para conducir hidrógeno verde (generado con tecnologías renovables). El viaje de gas natural por dicho conducto sería solo excepcional y a modo de “transición”.

La aprobación del *BarMar* supone un claro avance en la lucha de Europa contra su problema con la energía. Este problema va más allá de la situación actual, y no es otra cosa que la excesiva dependencia exterior como consecuencia de la falta de producción interna. Ha sido en 2022 cuando hemos recordado los riesgos que conlleva dejar correr este problema en un bien tan básico como es la energía. La posesión de las materias primas más escasas es lo que hace a un país poderoso geopolíticamente hablando y vulnerables a los que no disponen de las mismas. El *BarMar* es un avance, pero tomará unos años construirlo y además no soluciona nuestro problema de raíz. Seguiremos dependiendo de un país externo con unos intereses muy marcados y que han sido declarados en repetidas ocasiones. El riesgo de shocks de oferta futuros continúa abierto y tenemos que seguir trabajando para cerrarlo.

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*