



**COMENTARIO NOVIEMBRE 2022**

Estimado inversor,

Las acciones siguieron repuntando desde los mínimos de octubre, tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes. La renta fija también tuvo un buen comportamiento, como refleja la caída de los rendimientos en Estados Unidos y Europa. A principios de noviembre, la persistente preocupación por la inflación y el endurecimiento de la política del banco central fueron el centro de atención de los inversores, que han soportado una nueva ronda de fuertes subidas de los tipos de interés. La Reserva Federal (Fed) y su homólogo de Reino Unido, los incrementaron en 75 puntos básicos hasta el 4,0% y el 3,0%, respectivamente. Sin embargo, a pesar de los vientos en contra derivados del endurecimiento de la política monetaria, el sentimiento de los inversores mejoró tras la publicación de los datos de la inflación norteamericana de octubre. La subida interanual del 7,7% estuvo por debajo de las expectativas del consenso y suscitó la esperanza de que el crecimiento de los precios en Estados Unidos haya tocado techo. Las acciones y los bonos se han visto impulsados por la idea de que la caída de la inflación podría significar que el ciclo de subidas de tipos está llegando a su fin. En China, los responsables políticos suavizaron algunos controles e intensificaron los esfuerzos para vacunar a un mayor número de personas de la tercera edad. Como consecuencia, se reavivaron las esperanzas de un avance hacia el fin de su política de cero coronavirus. Aunque la declaración del fin total del COVID-19 puede parecer muy lejana, provocó un cambio de tendencia en el rendimiento de las acciones de los mercados asiáticos y emergentes en noviembre. Una fuerte recuperación de la demanda china beneficiará no solo a este país, sino a todos los principales socios comerciales de esta región.

En Estados Unidos destaca la resistencia de su economía a la luz de los últimos datos macro. Las ventas minoristas superaron las expectativas, con un aumento del 1,3% mensual. Se sigue observando una gran diferencia entre el sentimiento de los consumidores, que continúa negativo, y el comportamiento real de los mismos. El exceso de ahorro y la resistencia del mercado laboral parecen eclipsar la creciente preocupación por la disminución del poder adquisitivo de los consumidores en estos momentos. La tasa de desempleo subió al 3,7% en octubre, y las solicitudes de subsidio aumentaron, pero solo ligeramente. Sin embargo, el descenso de la construcción de viviendas es motivo de preocupación. Esta superó los 1,8 millones de unidades en abril por primera vez desde 2006, vs. 1,425 en octubre. La inflación estadounidense se enfrió en el décimo mes del año. Los precios de las materias primas y de los automóviles cayeron a medida que las interrupciones de la cadena de suministro siguieron disminuyendo.

En Europa, el IPC mensual subió hasta un máximo histórico del 10,6%. Esto se debió en gran medida al alza de los costes de los alimentos y la energía, que aumentaron un 4,1%. En el lado positivo, los precios de producción en Alemania disminuyeron un 4,2% ese mes. La publicación preliminar del IPC de la zona euro correspondiente a noviembre también mostró una ligera caída de la inflación hasta el 10% interanual. Hay menos preocupación de que Europa se quede sin gas este año gracias a la baja demanda y a la probabilidad de un invierno suave. A finales de mes, el almacenamiento estaba cercano al 93%. Los indicadores económicos positivos de la zona euro han sido sorprendentes teniendo en cuenta el estado general de la región. El Índice Compuesto de Gestores de Compras de la zona euro, o PMI, ascendió de 47,3 a 47,8 en

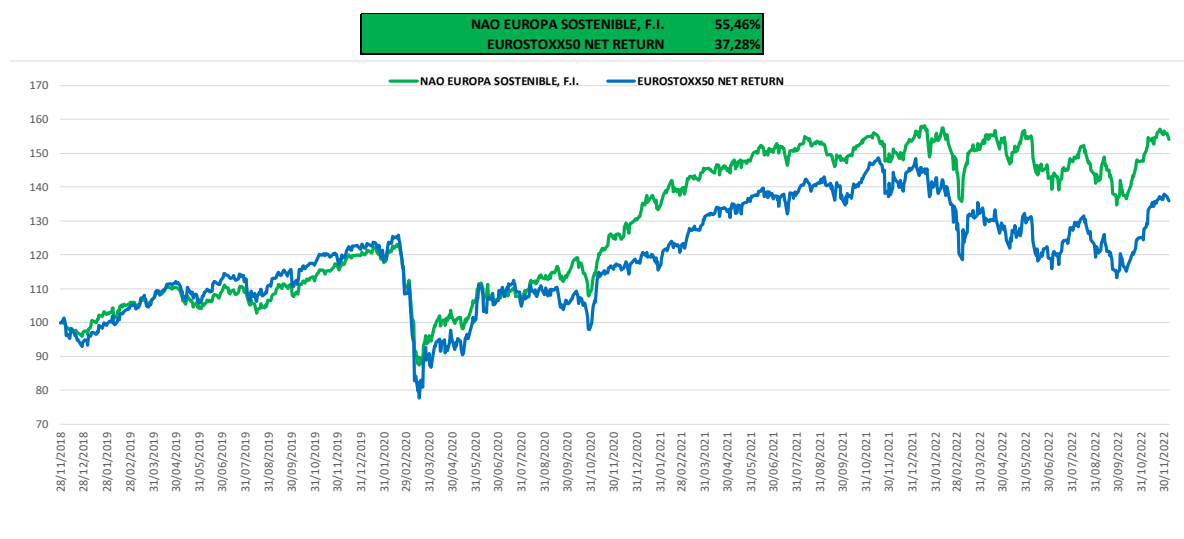
noviembre. Además, las acciones europeas subieron un 6,9 %, y los bonos del Estado de la eurozona aumentaron un 2,4 %.

En el Reino Unido, la inflación general creció un 11,1 % respecto al mes anterior. Esto se debió al ascenso de los costes de los productos básicos y de los precios de los alimentos. El aumento llevó a una tasa de inflación subyacente del 6,5 %. Sin embargo, el gasto de los consumidores podría verse presionado en el futuro debido a los menores ingresos. A pesar de los 100.000 millones de libras esterlinas en apoyo gubernamental, la Oficina de Responsabilidad Presupuestaria (OBR) espera que los ingresos reales de los hogares caigan un 7 % en los dos años hasta abril de 2024. El mismo organismo también prevé que el PIB caiga un 1,5 % para 2023. A pesar de todo, el FTSE subió un 7,1 %, por su parte los GILTs lo hicieron un 3 %.

Parece que el mercado se está recuperando y gana parte de su valor después de sufrir graves pérdidas en los primeros nueve meses del año. El estancamiento de la economía debería reducir la inflación, aunque esta sigue por encima de la tasa establecida por los bancos centrales. Esto se debe en parte por la presión que aún existe en las cadenas de suministro débiles y por el incremento de los costes laborales, que continúan presionando sobre los precios. Sin embargo, el desempeño positivo de los bonos y las acciones en noviembre puede ser una señal prometedora para el corto plazo. Es posible que sea un buen ejemplo del comportamiento del mercado en 2023.

**En el año, la rentabilidad de NAO es del 1,34 % en comparación con el -5,46 % 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 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	-0,61%	5,25%	8,51%	0,77%	5,48%	1,34%	55,46%	11,64%	32,76%	9,89%
Benchmark	0,48%	9,70%	13,01%	5,96%	0,04%	-5,46%	37,28%	8,23%	14,23%	4,53%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Europa Sostenible, F.I. Clase D	17,66%	15,97%	17,50%
Benchmark	23,93%	22,14%	24,36%

R/o	Desde inicio	3Y
NAO Europa Sostenible, F.I. Clase D	0,73%	0,57%
Benchmark	0,37%	0,19%

La rentabilidad de **NAO acumulada desde el inicio** alcanza el **+55,46%** con una volatilidad anualizada del **15,97%**.

La rentabilidad del **benchmark acumulada desde el inicio** es del **+37,28%** con una volatilidad anualizada del **22,14%**.

## ESTRUCTURA DE LA CARTERA - NAO EUROPA SOSTENIBLE

La cartera ha terminado el mes con una exposición a renta variable del **93%**, muy similar a la del mes anterior. Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes son: **ING, Novartis, ASML, Bankinter e Intesa Sanpaolo**. Las diez primeras posiciones representan un **57,1%** de la cartera.

Instrumento financiero	A. Geográfica	% Patrim
ING Groep NV	Países Bajos	8,2%
Novartis AG	Suiza	7,6%
ASML Holding NV	Países Bajos	6,9%
Bankinter SA	España	5,5%
Intesa Sanpaolo SpA	Italia	4,9%
Allianz SE	Alemania	4,9%
Mondi PLC	Reino Unido	4,9%
AXA SA	Francia	4,8%
Legrand SA	Francia	4,6%
Yara International ASA	Noruega	4,6%
<b>TOTAL</b>		<b>57,1%</b>

En nuestra cartera, seguimos apostando por los 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. 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 nuestro porfolio.

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

A. Geográfica	% Patrim
España	15,8%
Suiza	15,5%
Países Bajos	15,1%
Francia	11,7%
Otros	38,9%

## INVERTIR CON CRITERIOS ESG: EL EJEMPLO DE NOVARTIS

SERGIO LUJÁN

A ningún inversor se le escapa que para hacer crecer su capital ha de renunciar temporalmente a la disponibilidad que le confiere el estado más líquido de éste (el efectivo) a cambio de una remuneración futura derivada de un determinado equilibrio de rentabilidad-riesgo. Tal binomio de piezas (junto con la liquidez, que es la gran olvidada hasta que llega el momento en que necesitas de ella) es lo que caracteriza cada activo, y tradicionalmente su medición se ha basado en cálculos cuantitativos. En el caso de la inversión empresarial (tanto en el universo cotizado como en el no cotizado), este análisis se ha basado en buena parte en el estudio de las métricas de contabilidad financiera reportadas por las compañías en sus libros, con el objetivo de extrapolar la capacidad futura de estas para remunerar al acreedor y al socio por su capital. No obstante, desde hace unos pocos años, han empezado a tomar relevancia las teorías que hablan acerca de un componente no financiero en el binomio, y aquí es donde salen a la palestra los famosos criterios ESG. La aplicación de dichos criterios en la selección de valores tiene todo el sentido para nosotros, pero ¿es posible evaluar y comparar el *performance* de sostenibilidad de la empresa con la misma “objetividad” y rigurosidad con las que lo hacemos en el análisis financiero gracias a la contabilidad? Lo vamos a ver con el ejemplo de Novartis, una de nuestras posiciones más relevantes en cartera.

En primer lugar, y como siempre decimos, podemos desglosar nuestro análisis ESG en dos partes: la parte cuantitativa y la parte cualitativa. En este comentario nos centraremos más en la primera, aunque la segunda es probablemente donde más valor aporta el gestor activo a la hora de configurar una cartera relativamente protegida del riesgo de sostenibilidad. Nuestro análisis cuantitativo está muy basado en la *raw data* o dato bruto, es decir, que nos gusta estudiar primero cómo evolucionan determinados indicadores calculados a partir de la información directamente reportada por la compañía (en su memoria de sostenibilidad, estado de información no financiera u otros documentos equivalentes) para luego contrastar los resultados con la información que ofrecen los proveedores de rating ESG de referencia. ¿Tomaremos todos los indicadores calculados en la misma consideración con independencia de la compañía de la que se trate? No. Antes de nada, hemos de sopesar dónde está la materialidad; dicho de otra manera, por cuál de las 3 letras de “ESG” pueden venir la mayoría de las externalidades que mermen la rentabilidad de la compañía e impliquen un daño significativo para la sociedad derivado de la propia actividad de la empresa (esto es la *doble materialidad*). Ahí es donde la compañía concentrará la mayor parte del riesgo de sostenibilidad y es dónde prestaremos más atención, teniendo en cuenta, además, que comparar datos brutos cobra sentido especialmente cuando comparas empresas con negocios similares, igual que ocurre con el análisis financiero. En el caso concreto de Novartis, al tratarse de una compañía farmacéutica, prestaremos especial atención al tratamiento de los residuos de riesgo y a la protección de empleados y consumidores en su manejo, así como en la accesibilidad y seguridad de los fármacos producidos (asequibilidad económica de los tratamientos y posibles efectos secundarios). Nótese que la *Pharma* es un sector en el que se aprecia en seguida el valor que aporta este análisis, puesto que invertir en una compañía que no ejerce un control sobre estas cuestiones (que, por ejemplo, anteponga la rentabilidad a costa de infravalorar la gravedad de los posibles efectos secundarios de un medicamento), puede acabar resultando desastroso si algún día le aparece un cuantioso volumen de costes

por litigios que la sume en grandes pérdidas. Este tipo de sucesos es frecuente en el sector, y ello no significa que estas compañías hagan caso omiso de lo comentado, pero si esto ya ocurre llevando un control exhaustivo, imaginemos lo que podría ocurrir allí donde no lo haya.

Una vez efectuada la reflexión anterior, es el momento de ir a los datos. La verdad es que Novartis cumple bastante bien por sí sola y con respecto a sus competidores. Empezamos revisando qué estándares ha seguido la compañía para el reporte, y en el caso que nos ocupa, este es fiel tanto a GRI<sup>1</sup>, como a SASB<sup>2</sup> y TCFD<sup>3</sup>. A continuación, miramos cómo se ha comportado el volumen de actividad de la compañía durante los periodos estudiados (los últimos 5 años). Con “volumen de actividad” nos referimos a las cifras de Activo, Ventas, EBITDA y FCF. Esto es importante porque una dispersión elevada en este volumen puede condicionar la representatividad de los resultados de algunos periodos. Un año de paro en la actividad como fue el caso de 2020 para algunos sectores, puede hacernos infraestimar la “eficiencia” ambiental y social de la empresa medida por ratios que combinen variables ESG con las ventas del periodo, por ejemplo. En el caso de Novartis, este tamaño de la actividad, prácticamente se mantiene estable durante en el periodo analizado, de modo que no nos encontramos con este problema. Una vez nos hacemos a la idea de la calidad de los resultados que vamos a interpretar, podemos continuar. De forma muy sintética, estas serían las conclusiones del análisis cuantitativo:

## **MEDIOAMBIENTAL**

- La empresa ha reducido casi a la mitad sus emisiones directas e indirectas de gases de efecto invernadero (Scope 1 & 2) a lo largo de los últimos 5 años, pasando de las 1.450.000 toneladas de GEI de 2017 a las 800.000 toneladas en 2021. En el scope 3 no se hallan mejoras significativas. Adicionalmente, la huella de carbono pasó de las 33 toneladas de GEI por cada millón de euros facturado a 18 toneladas en el mismo espacio temporal.
- El consumo de energía también se ha reducido considerablemente, tanto el medible en Wh (electricidad, sobre todo) como medible en m<sup>3</sup> (carburantes), aunque el segundo menos. La compañía ha pasado de consumir 102 MWh por cada millón ingresado en 2017 a tan solo 61 MWh por millón en 2021. Por millón de euros en su activo, la compañía pasó de consumir 41 MWh a consumir 24 MWh. También es relevante mencionar que, en 2021, el 30% de la energía medible en MWh consumida ya procedía de fuentes renovables frente al 14% de 2017.
- En lo que respecta al consumo hídrico, la empresa también ha hecho un importante esfuerzo. Por cada millón de euros de EBITDA, se utilizó la suma de 7.800 m<sup>3</sup> de agua en 2017 frente a los 4.835 m<sup>3</sup> de 2020 (este dato de 2021 no estaba disponible todavía).

<sup>1</sup> GRI: Global Reporting Initiative.

<sup>2</sup> SASB: Sustainability Accounting Standards Board.

<sup>3</sup> TCFD: Task Force on Climate-related Financial Disclosures.

- Por la parte de la generación de residuos, cuya relevancia ya hemos explicado anteriormente, podemos decir que la firma también saca unos números muy buenos. Por cada millón de euros de caja generada (FCF), la compañía generó 9,43 toneladas de residuos en 2021 frente a las más de 18 toneladas de 2017. Una cuestión muy sensible dado que, en este tipo de negocio, una gran parte de los residuos son tóxicos. En el caso de Novartis, se puede afirmar satisfactoriamente que el porcentaje de residuos de riesgo ha caído en cinco años del 60% al 27%.

## **SOCIAL**

- El tamaño de la plantilla es relativamente estable. En 2019 cae un 17% el número de empleados, pero no es relevante dado que se debe a un mero efecto contable, concretamente, a la desconsolidación de su filial Alcon con una posterior escisión. Las tasas de empleo a media jornada, de empleo temporal, y de rotación de empleados, están en línea con la media del sector durante todo el periodo estudiado. El 50% de la plantilla son mujeres y el porcentaje de puestos directivos ocupados por estas ha pasado de ser del 15% al 25%.
- La dispersión salarial, medida como Salario más alto/Salario medio se ha ido reduciendo con los años, pasando de x22 a x16, y la brecha de género medida como Salario medio mujeres/Salario medio hombres es prácticamente inexistente.
- Las ventas, activos, y EBITDA por empleado aumentan sostenidamente.

## **GOBERNANZA**

En lo que respecta a la Gobernanza, queda claro que existe alineación de intereses y preocupación por los distintos stakeholders, apenas existe dilución al accionista, más bien al contrario (prueba de ello es que la compañía anunció a finales de 2021 que destinaría 15 mil millones de dólares a recompras de acciones propias hasta 2023), y el consejo de administración está formado casi en su totalidad por consejeros independientes, de los cuales casi la tercera parte son mujeres. Nos suele gustar que el accionariado y que los ejecutivos tengan cierta presencia en el consejo también, no obstante, esto al menos garantiza la profesionalidad y la objetividad dentro del órgano de gobierno. La independencia es algo muy valorado en la compañía, y lo vemos también en que los roles de CEO y presidente están concienzudamente separados: el primero es alguien que ha hecho carrera en la plantilla de la compañía mientras que el presidente no ejerce en ningún caso labores ejecutivas.

Una vez interpretadas las conclusiones del análisis cuantitativo, hemos de contrastarlas con nuestro análisis cualitativo, que es lo más difícil. Para poder llevar a cabo esta otra parte del análisis hay que bucear en la web corporativa de la empresa, leer informes y, en algunos casos, contactar con su departamento de relación con inversores. Solo así podremos medir la calidad de las políticas adoptadas y evaluar si lo que dice la entidad en sus informes se traslada



efectivamente a los números reportados. Con ambas partes cubiertas ya tendremos la “foto ESG” de la empresa y podremos valorar su performance de sostenibilidad. Lo cierto es que es francamente complicado encontrar una compañía como Novartis, cuyos desempeños financiero y ESG se cohesionen tan bien entre sí.

La contabilidad financiera existe desde hace siglos. En general, nadie duda de la conexión que tienen los libros de una compañía con su situación financiera, especialmente cuando estos están auditados. Pero ¿Ha sido siempre así? Podemos apostar a que, en sus inicios, los profesionales e instituciones que la diseñaron e instauraron se encontraron con los mismos problemas que enfrenta hoy la Comisión Europea. Respondiendo a la pregunta inicial “¿Podemos tomarnos en serio los datos de sostenibilidad publicados por las empresas?”, la respuesta es “sí, y afortunadamente, cada vez más”. La legislación se está moviendo para definir y armonizar unos estándares de contabilidad ESG a nivel internacional, en cuya elaboración, Europa es pionera. La llegada de SFDR y Taxonomía UE es inminente, y sus exigencias han de servir de base para la canalización eficiente de los flujos de dinero hacia los proyectos verdaderamente sostenibles.

\*\*\*\*\*

*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*