



COMENTARIO DICIEMBRE 2022

Estimado inversor,

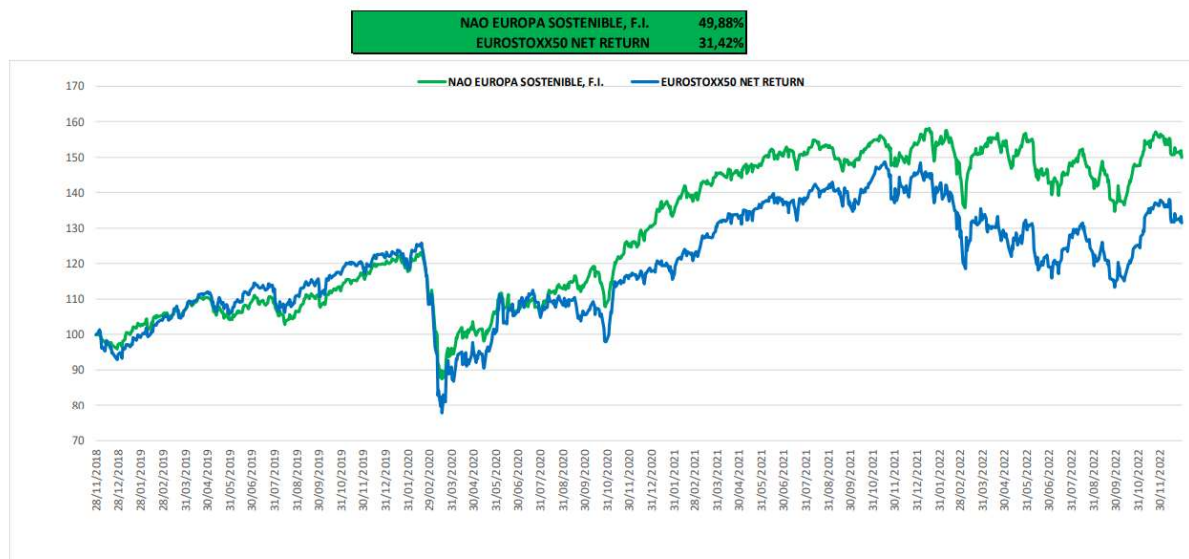
El año 2022 se ha caracterizado por ser un año complicado desde el punto de vista de los mercados financieros. La guerra de Ucrania, la persistencia del COVID en China y la lucha contra la inflación han llevado a la economía mundial a un cierto estancamiento. El año ha finalizado de forma abrupta, retrocediendo parte de las ganancias que se consiguieron en el mes de noviembre. Así, los principales índices han cerrado el año en terreno negativo.

En Europa, el Euro Stoxx 50 cae un -11,74 %, el colectivo alemán -12,35 %, el francés -9,50 % y el italiano un -13,31 %. Por su parte, en Estados Unidos, destaca el S&P 500 con una devaluación del -19,44 % y el Nasdaq del -32,97 %. Mención aparte merece el FTSE 100 de Reino Unido que ha superado a sus homólogos este año y ha terminado en terreno positivo con una revalorización del +0,91 %. Esto es debido a que tiene un alto porcentaje de acciones que producen bienes defensivos y materias primas, así como una proporción baja de empresas tecnológicas. Además, la caída de la libra esterlina ha ayudado al mercado, ya que el 75 % de los ingresos del FTSE proviene de fuera del Reino Unido.

En este contexto, la gestión activa cobra más sentido que nunca porque 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 en profundidad 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 -2,30 % en comparación con el -9,49 % del benchmark. Insistimos en que nuestro objetivo sigue siendo caer menos en los momentos de alta incertidumbre y acompañar al mercado en las subidas. La volatilidad del fondo se ha situado en 17,44 % vs 23,53 % del Euro Stoxx 50 Total Return.

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	-0,96%	-3,59%	9,75%	5,00%	-2,52%	-2,30%	49,88%	10,40%	25,17%	7,76%
Benchmark	-0,61%	-4,27%	14,56%	10,52%	-9,65%	-9,49%	31,42%	6,91%	7,96%	2,59%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Europa Sostenible, F.I. Clase D	17,44%	15,95%	17,60%
Benchmark	23,53%	22,08%	24,44%

R/σ	Desde inicio	3Y
NAO Europa S	0,65%	0,44%
Benchmark	0,31%	0,11%

La rentabilidad de **NAO** acumulada desde el inicio supera el **+49,88%**.

La rentabilidad del **benchmark** acumulada desde el inicio supera el **+31,42%**.

QUÉ NOS ESPERA EN 2023

De cara a 2023, la pregunta más importante es bastante sencilla: ¿empezará a moderarse la inflación a medida que se ralentice la actividad económica? Si es así, los bancos centrales dejarán de subir los tipos y las recesiones, cuando se produzcan, serán modestas. Si la inflación no empieza a ralentizarse, estamos ante un escenario más feo. Sin embargo, ya hay indicios de moderación del incremento de precios como la caída del valor de las materias primas (sobre todo las energéticas) y la desaceleración del mercado de la vivienda en Estados Unidos.

En Europa, como ya analizamos en anteriores comentarios, el principal riesgo es el abastecimiento de energía. Rusia, antiguo proveedor del 40 % del gas europeo, interrumpió la mayor parte de sus suministros este verano. El riesgo de cortes de gas, que pondría en jaque su abastecimiento, está disminuyendo por tener uno de los inviernos más cálidos que se recuerdan. Europa consiguió llenar sus depósitos de gas durante el verano, sustituyendo en gran parte el gas ruso por gas natural licuado procedente de Estados Unidos. Desde entonces, Europa ha tenido la suerte de vivir un otoño muy suave y, como resultado, entra en los tres meses clave del invierno con los tanques de almacenamiento casi llenos. A menos que las temperaturas cambien y nos enfrentemos a un frío glacial en los primeros meses de 2023, parece cada vez más probable que Europa superará este invierno sin tener que recurrir al racionamiento energético. El gas almacenado se obtuvo, por supuesto, a un precio muy elevado. Sin embargo, los gobiernos están protegiendo en gran medida a los consumidores del grueso del encarecimiento de la energía. Habrá que esperar a la primavera para ver si el coste ocasionado resulta demasiado elevado como para mantener el apoyo.

No podemos obviar a China, que se enfrenta a riesgos distintos a los de los países desarrollados. Los bajos niveles de vacunación, en especial entre los ancianos, junto con una red hospitalaria más débil que en Occidente, han hecho que las autoridades chinas se hayan mostrado reacias a salir de una política de COVID Cero hasta hace poco. Es importante destacar que la normalización de la economía china aliviaría las interrupciones de la cadena de suministro, que han contribuido al rápido aumento de la inflación de los bienes. Aunque un repunte del crecimiento en China también podría impulsar la demanda de materias primas a escala mundial, en conjunto, esto es otro factor de reducción de la inflación en 2023.

A su vez, el mercado laboral será un indicador clave a vigilar en los próximos meses, ya que la evolución de las contrataciones y los despidos pueden mostrar una moderación en el crecimiento salarial. Se prevé que los tipos de interés oficiales en Estados Unidos alcancen entre el 4,5 % y el 5 % en el primer trimestre de 2023 y se mantengan ahí, mientras que, en Europa, se espera que el BCE se detenga entre el 2,5 % y el 3 %. Los bancos centrales también buscarán reducir el tamaño de sus balances, pero de forma moderada. En general, se espera que surjan señales de que la inflación está respondiendo al debilitamiento de la actividad económica, pero la clave estará en cuanto se tendrá que ralentizar para controlar la inflación.

ESTRUCTURA DE LA CARTERA - NAO EUROPA SOSTENIBLE

La cartera ha terminado el mes con una exposición a renta variable del **91,8%**, un poco inferior a la del mes anterior. Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes son: **ING, ASML, Novartis, Bankinter y Allianz**. Las diez primeras posiciones representan un **51,3%** de la cartera.

10 Principales posiciones

Instrumento financiero	A. Geográfica	% Patrim
ING Groep NV	Países Bajos	7,0%
ASML Holding NV	Países Bajos	6,2%
Novartis AG	Suiza	5,9%
Bankinter SA	España	5,6%
Allianz SE	Alemania	4,9%
Intesa Sanpaolo SpA	Italia	4,7%
Legrand SA	Francia	4,5%
Yara International ASA	Noruega	4,4%
Mondi PLC	Reino Unido	4,2%
AXA SA	Francia	3,8%
TOTAL		51,3%

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, Países Bajos es la región donde se encuentran el mayor peso de compañías del fondo.

Distribución por A. Geográfica

A. Geográfica	% Patrim
Países Bajos	15,1%
Francia	15,0%
España	13,2%
Suiza	11,3%
Otros	37,2%

CAMBIOS EN CARTERA

Entradas

Unilever:

- Sector defensivo y estable, con un fuerte posicionamiento en el mercado (líder en casi todo lo que vende).
- Crecimiento en ventas en torno al 3-5% anual junto con mejora de margen por eficiencia. Gran “compounder” gracias a la rotación y mejora de su porfolio de productos y a adquisiciones de pequeño tamaño con las que añade valor a la empresa.
- Predecible y buena generación de caja (FCF Yield en torno al 6%), dividendo del 4% y bajo endeudamiento.

Vinci:

- Sólidos resultados durante todo el año, con un gran crecimiento del libro de pedidos en la parte de construcción y proyectos energéticos.
- Nos gusta la temática relacionada con la “transición energética” y Vinci está muy bien posicionado.
- También su exposición al negocio de concesiones (aeropuertos y autopistas) que le blindo contra la inflación. Esperamos además que los aeropuertos puedan conseguir cifras de pasajeros superiores a 2019.
- Flujo de caja predecible (FCF Yield en torno al 8-9%) y sólido balance.

Schneider:

- Buen valor para seguir jugando la transición energética.
- Schneider ha estado muy castigado este año por considerarse un valor cíclico habiendo caído muchos más que los mercados. Sin embargo, se trata de una compañía con un servicio de gran calidad y diferenciado, con una muy buena estrategia ESG y que se va a ver beneficiado por la necesidad de ganar eficiencia energética en redes eléctricas, industrias o centros de datos.
- Tras los resultados del tercer trimestre, Schneider ha confirmado objetivos y la fortaleza de su negocio.
- La compañía apenas tiene deuda y presenta una rentabilidad en torno al 6% tras la caída de este año.

De Nora:

- Líder en la fabricación de electrolizadores en el que tiene la mayor cuota de mercado.
- El negocio de Tecnologías del Agua tiene poca sensibilidad al ciclo.
- Fuerte palanca de crecimiento en el suministro de electrodos y soluciones para la producción de hidrógeno verde.
- Alineada con la tendencia de descarbonización de los procesos de producción.

VENTAS

Roche: Venta parcial

- Reducimos la posición en Roche a la mitad.
- Seguimos confiando en el valor, su solidez en balance y cuenta de resultados (crecimiento de ventas en torno al 3-5%) y su capacidad para seguir innovando en el mercado farmacéutico.
- No obstante, creemos que Roche se ha quedado sin un catalizador importante al fallar en el medicamento contra el Alzheimer que no logró en los ensayos en fase III los objetivos marcados.

SSAB: Venta total

- Hemos venido reduciendo la posición en los últimos meses.
- SSAB ha seguido presentando buenos resultados, mejores que lo previsto, pero las compañías acereras pueden sufrir en 2023 las consecuencias de la menor demanda.

Michelin: Venta total

- Hemos venido reduciendo la posición en los últimos meses.
- A pesar de las fuertes ventas de la compañía durante 2022, éstas se han beneficiado de un gran incremento de precios (que no esperamos que pueda continuar) a costa del volumen vendido, que no creció.
- Además de ello bajo guías de flujo de caja (de 700 MM esperados a 500 MM debido al incremento en precios de materiales).
- Fuerte exposición al ciclo económico y muy sensible al consumo.

REPLICAR EL PODER DEL SOL: LA FUSIÓN NUCLEAR**SERGIO LUJÁN**

Durante el último mes del año se ha producido un auténtico hito científico que tiene que ver con uno de los temas clave de 2022: la energía. Aunque ya hemos dedicado varios comentarios este año a hablar de este tema, hemos creído conveniente cerrar el ejercicio comentando una cuestión relacionada pero diferente. Y es que a mediados de diciembre ha salido a la luz un reciente experimento en el que unos investigadores estadounidenses trataron de generar energía a través de la tecnología de fusión nuclear. El experimento concluyó obteniendo unos resultados muy prometedores al lograr generar, por primera vez en la historia, más energía de la invertida en el proceso con esta tecnología.

La fusión nuclear, poco más que una teoría hasta la fecha, consiste en una metodología de generación de energía nuclear distinta de la que la humanidad conoce y utiliza en la actualidad. En la mayoría de los casos, cuando se habla de energía nuclear se hace referencia a aquella que se produce provocando una especie de autodestrucción en cadena de átomos de uranio (que llamamos fisión), lo que libera, como ya explicábamos en el comentario de junio, una enorme cantidad de calor que es utilizada indirectamente para generar electricidad. La fusión, en cambio, consiste en provocar el efecto contrario: unir los átomos en vez de dividirlos. La masa del átomo resultante de la unión es inferior al agregado de la que contienen los átomos fusionados por separado, pues esta diferencia de masa es liberada al exterior en forma de energía durante el proceso. Es esta misma energía (calor) la que se desea capturar para ser aplicada al clásico mecanismo de producción de electricidad¹. Otra diferencia es que, al igual que en la fisión se utiliza el uranio, la materia empleada en las reacciones de fusión suele ser el hidrógeno² por su gran abundancia en la naturaleza y por su nivel de adecuación a las necesidades del proceso. De esta manera, la reacción física que se desea desencadenar es exactamente la misma que se da en las estrellas. En otras palabras, la idea es fusionar de manera controlada átomos de hidrógeno para generar energía replicando el funcionamiento del Sol. Conseguir esto permitiría a la humanidad obtener energía de los núcleos atómicos en enormes volúmenes y sin generar residuos radiactivos como sí ocurre con la fisión.

Volviendo a la noticia comentada en el primer párrafo, el hecho es que es la primera vez que la humanidad consigue generar netamente energía aplicando la tecnología de fusión nuclear. Es real y ha sido comunicado por el Departamento de Energía de EEUU a mediados de diciembre. El Laboratorio Nacional de Lawrence Livermore logró con éxito la combinación de átomos de hidrógeno mediante el uso de 192 láseres (una condición necesaria para iniciar la

¹ A menudo, producir electricidad consiste en calentar agua para generar un vapor que mueva las turbinas de la central en cuestión.

² Concretamente deuterio y tritio.

reacción es someter la materia a temperaturas exageradamente altas). Tras impactar la luz en los átomos se produjo una cantidad de energía mayor que la invertida para disparar los láseres, una ganancia neta de aproximadamente el 50%. Esto se ha conseguido a pequeña escala, pero supone todo un hito al haber mostrado tan prometedores resultados ante a uno de los mayores retos que afronta hoy por hoy la comunidad científica.

Los expertos coinciden en que, sobre el papel, la fusión nuclear constituye una fuente de energía capaz de producir energía en grandes volúmenes y sin apenas impacto medioambiental. Ello es así debido a que se nutre del hidrógeno, uno de los materiales más abundantes del universo, y a que no genera residuos radioactivos como su hermana (la fisión) ni tampoco grandes cantidades de gases de efecto invernadero. Lo que se acaba de conseguir en Estados Unidos podría significar un importante punto de inflexión hacia los objetivos de eficiencia energética y de descarbonización de las economías. La fusión nuclear, junto con otros como la inteligencia artificial, es sin duda uno de los mayores retos tecnológicos que tenemos por delante en la actualidad y que podrían cambiar nuestra sociedad a una velocidad que no imaginamos.

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*