



COMENTARIO ENERO 2023

Estimado inversor,

Enero fue un mes en el que se empezaron a despejar los principales riesgos a los que se enfrentan los mercados. La ralentización de la inflación en la Eurozona y en los Estados Unidos, ha suscitado las expectativas de un cambio en la política monetaria de los bancos centrales, impulsando la demanda de bonos y haciendo que bajen los rendimientos, especialmente en los vencimientos más largos.

En la zona euro, los indicadores económicos superaron las perspectivas en enero. El PMI subió a 50,2, lo que denota una fuerte mejora de la confianza, fruto de las buenas temperaturas que han contribuido a reducir el riesgo de crisis energética en Europa. Los precios del gas natural en enero estuvieron en los mínimos del año pasado, lo que debería favorecer a mitigar el impacto negativo en nuestro continente. La confianza de los consumidores también mejoró por cuarto mes consecutivo desde que tocara su mínimo histórico en septiembre de 2022. La inflación cayó al 9,2 % interanual en diciembre, el segundo descenso consecutivo y el más bajo desde agosto de 2022. La resistencia de la economía impulsó la renta variable, con una subida del 8,1 %. Los bonos de los países periféricos superaron a los bonos soberanos alemanes, contribuyendo a una rentabilidad del 2,3 % de la deuda pública europea, reflejo de la mejora del sentimiento.

En Estados Unidos, el informe de empleo de diciembre mostró un crecimiento mayor de lo esperado y una caída de la tasa de paro al 3,5 %, el nivel más bajo en 53 años. Sin embargo, los ingresos medios por hora aumentaron un 4,6 % en el año, por debajo del máximo del 5,6 % registrado en marzo de 2022. Si las presiones salariales siguen cediendo, es posible que la Fed no necesite subir los tipos de forma significativa. La inflación cayó al 6,4 % en diciembre, desde el 7,1 % de noviembre, como consecuencia de la bajada de los precios de la energía, los vehículos, las primas de los seguros médicos y las tarifas aéreas. Esto se vio compensado en parte por un aumento del 0,8 % de la inflación de la vivienda, que representa casi el 33 % del IPC. Sin embargo, los últimos datos sobre la actividad inmobiliaria en Estados Unidos han sido negativos, con una caída de las ventas de viviendas existentes del 1,5 %, que anualizada, es mayor a la del mes más bajo durante la pandemia. El enfriamiento de los mercados laboral e inmobiliario debería contribuir a una disminución del crecimiento de los alquileres, lo que llevaría a una mayor moderación de los precios al consumo.

Y no podíamos pasar por alto el abandono por parte de China de la política de "Covid cero". El confinamiento prolongado y las restricciones de movilidad en el país asiático han generado un importante excedente de ahorro. Si se materializa un comportamiento similar al observado en los mercados occidentales, provocaría un incremento en el consumo y la inversión privada, lo cual podría tener un impacto positivo en la economía a nivel mundial. Muchos sectores podrían

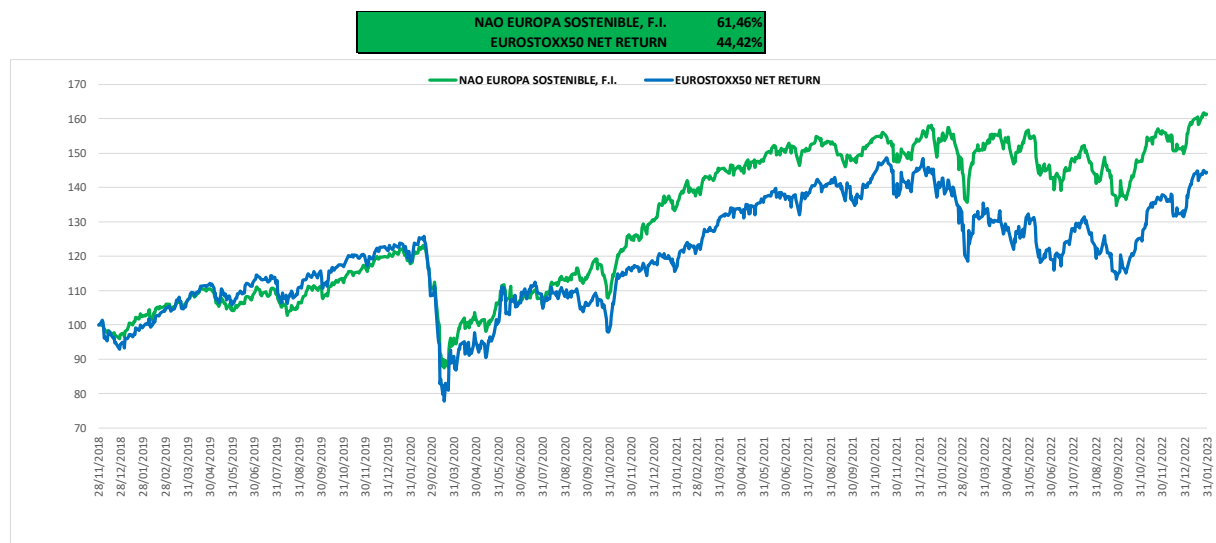
beneficiarse, entre ellos el de los artículos de lujo, las empresas de materiales de construcción y el sector industrial.

Las caídas del año pasado han supuesto un atractivo punto de entrada para los inversores a largo plazo. Enero trajo subidas de los activos de riesgo al ralentizarse la inflación. Sin embargo, sigue habiendo retos que considerar. El final de la política de confinamiento en China y una economía europea sorprendentemente fuerte debido a la bajada de los precios del gas pueden impulsar los beneficios empresariales. Sin embargo, una mejora en las perspectivas de crecimiento podría causar una inflación persistente y una política monetaria más estricta por parte de los bancos centrales. El 2023 podría ser un mal año para la economía, pero un buen año para los mercados, ya que las noticias negativas parecen haber sido descontadas. Estaremos atentos a la temporada de resultados para ver si se confirma esta hipótesis.

En Europa, el Euro Stoxx 50 sube un 9,75 %, el colectivo alemán 8,65 %, el francés 9,40 % y el italiano un 12,20 %. Por su parte, en Estados Unidos, destaca el S&P 500 con una revalorización del 6,18 % y el Nasdaq del 10,62 %.

En el año, la rentabilidad de NAO es del 7,73 % en comparación con el 9,88 % 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 10,90 % vs 13,96 % 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	0,48%	6,22%	9,19%	9,57%	5,01%	7,73%	61,46%	12,15%	36,23%	10,83%
Benchmark	0,25%	8,05%	15,26%	13,54%	2,30%	9,88%	44,42%	9,19%	20,34%	6,35%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Europa Sostenible, F.I. Clase D	10,90%	15,87%	17,64%
Benchmark	13,96%	21,96%	24,47%

	R/σ	Desde inicio	3Y
NAO Europa Sostenible, F.I. Clase D	0,77%	0,77%	0,61%
Benchmark	0,42%	0,42%	0,26%

La rentabilidad de **NAO** acumulada desde el inicio supera el **+61,46%**.

La rentabilidad del **benchmark** acumulada desde el inicio supera el **+44,42%**.

ESTRUCTURA DE LA CARTERA - NAO EUROPA SOSTENIBLE

La cartera ha terminado el mes con una exposición a renta variable del 92,75%, ligeramente superior a la del diciembre. Las cinco primeras posiciones del fondo a cierre de mes son: **ING, ASML, Bankinter, Novartis y Intesa Sanpaolo**. Las diez primeras posiciones representan un 51,3% de la cartera.

10 Principales posiciones

Instrumento financiero	A. Geográfica	% Patrim
ING Groep NV	Países Bajos	7,6%
ASML Holding NV	Países Bajos	6,9%
Bankinter SA	España	5,5%
Novartis AG	Suiza	5,4%
Intesa Sanpaolo SpA	Italia	5,1%
Allianz SE	Alemania	5,0%
Legrand SA	Francia	4,6%
Mondi PLC	Reino Unido	4,3%
Inditex SA	España	4,1%
Yara International ASA	Noruega	4,0%
TOTAL		52,4%

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	16,3%
Francia	14,5%
España	13,4%
Suiza	10,8%
Otros	37,7%

WOLTERS KLUWER

Una de las últimas empresas en entrar en cartera, sustituyendo a Roche, ha sido Wolters Kluwer. Es una empresa holandesa de tecnología e información que brinda soluciones altamente especializadas para profesionales en los campos de la salud, el derecho, las finanzas y la contabilidad. Con una amplia gama de productos y servicios, la empresa disfruta de una ventaja competitiva y unas fuertes barreras de entrada en el sector, debido a la necesidad de que los datos sean de la mayor calidad posible y estén adaptados a una regulación cambiante. En los últimos años, se ha centrado en reconvertir su modelo de negocio, centrándose en diseñar y comercializar herramientas de software que se integran en el flujo de trabajo de sus clientes. A su vez, está invirtiendo en tecnologías como la inteligencia artificial y el aprendizaje automático para mejorar aún más su oferta. Además, la empresa está trabajando en soluciones basadas en la nube para brindar una mayor flexibilidad y accesibilidad de sus productos a los clientes. Debido a la reconversión, menos del 10% de sus ingresos provienen del papel.

Financieramente, ha mostrado un desempeño sólido en los últimos años. El ingreso ha crecido a una tasa compuesta anual de aproximadamente el 4% desde el 2016, impulsado principalmente por el crecimiento orgánico. El margen operativo ha mejorado ligeramente, alcanzando el 21,2% en 2021 y se espera que mejore más debido a la digitalización del negocio. El flujo de efectivo libre también ha sido fuerte, con un crecimiento anualizado desde 2016 de alrededor del 7%, esto le ha permitido realizar adquisiciones estratégicas y devolver dinero a los accionistas a través de dividendos y recompra de acciones. La compañía está muy poco endeudada con una ratio Deuda Neta/EBITDA cercana a las 1,43 veces.

Los principales catalizadores de crecimiento son su posición líder en soluciones clínicas, la oportunidad de aprovechar la reforma fiscal global en el sector de la contabilidad fiscal, los aumentos de precios debido a la inflación y la fortaleza de su balance, que ofrece la posibilidad de realizar fusiones y adquisiciones.

ESG

Wolters Kluwer ha adoptado una postura proactiva en cuanto a la sostenibilidad y ha lanzado una nueva estrategia trienal llamada ENGAGE para el periodo 2021-2023. La estrategia se enfoca en seis áreas clave, incluida la reducción de su impacto ambiental. Para alcanzar este objetivo, la empresa ha tomado medidas como limitar los viajes de negocios, usar energías renovables, consolidar y externalizar centros de datos, optimizar el espacio de oficinas y adoptar soluciones basadas en la nube.

El programa Green Is Green (GIG), iniciado en 2019, es liderado por voluntarios en más de 40 oficinas con el objetivo de fomentar la sostenibilidad y el compromiso de los empleados. La empresa tiene una baja dependencia de productos impresos y está constantemente reduciendo este segmento. En colaboración con EY, lanzó una herramienta llamada Enablon para la gestión y reporte de soluciones ESG basadas en la nube.

Además, se ha aumentado el peso de ESG en las evaluaciones de desempeño a ejecutivos, del 5% al 10%, incluyendo métricas como diversidad, madurez en ciberseguridad y reducción de servidores físicos. Esto ha contribuido a reducir la huella de carbono de la empresa.

En cuanto a la gobernanza, Wolters Kluwer cuenta con un Consejo 100% independiente y cualificado, una política sólida de presentación de informes y una política contra el soborno y la corrupción. El tipo impositivo es adecuado a los ingresos regionales y la ubicación de la empresa.

Finalmente, en las primeras semanas de la pandemia de Covid, la empresa gestionó eficazmente la salud y seguridad de los empleados, permitiendo que el 95% de los trabajadores pudiera teletrabajar. Los empleados están altamente comprometidos con un 84% declarándolo así en la última encuesta de satisfacción. La dirección cuenta con diversidad de género, con el 39% de directivos y el 50% de directores de división siendo mujeres. La rotación de empleados es baja, del 7%.

H2MED Y EL FUTURO DE LOS CARBURANTES

SERGIO LUJÁN

Para este primer comentario de 2023, dedicaremos esta sección a hacer una pequeña actualización sobre uno de los temas tratados en anteriores comentarios. Concretamente, hablaremos de las últimas novedades del *BarMar*, un proyecto que se puso en marcha durante la segunda mitad del año pasado como respuesta a la debilidad estructural del modelo energético adoptado por varias de las grandes potencias europeas y como futuro canalizador del output de hidrógeno verde hacia el continente.

El Hidrógeno, del cual hablamos mucho en el anterior comentario, es uno de los materiales que son empleados en la actualidad para dar energía en los procesos productivos y en el consumo. Concretamente, el hidrógeno se clasifica dentro de los carburantes, un grupo de materiales que suele ser aplicado a los procesos mediante su combustión y que tradicionalmente ha servido para resolver problemas de todo tipo, como por ejemplo, producir frío y calor, cocinar, fundir metales, impulsar el movimiento de los vehículos de motor por tierra, aire y mar, o generar otros tipos de energía. En el contexto que nos ocupa, una de las mayores ventajas que tiene este elemento respecto al resto de los combustibles es que puede obtenerse a través de tecnologías generadoras de energía limpia y renovable, lo cual lo convierte en una alternativa de energía verde 100% alineada con un proyecto de economía sostenible. Este hidrógeno se obtiene de la electrólisis del agua, un proceso que consiste básicamente en extraer átomos de H²¹ de moléculas de agua² aplicando electricidad de origen renovable. Esta tecnología es de lo más interesante, puesto que permite conseguir carburante de manera casi ilimitada y sin apenas emisiones de gases nocivos para la atmósfera ni sustancias radioactivas. Además, es importante tener en cuenta que, a día de hoy, todavía hay muchos procesos que no se pueden llevar a cabo utilizando electricidad y precisan de combustible, una necesidad hasta ahora cubierta con materiales contaminantes aunque necesarios hasta la fecha como son el petróleo, el gas y el carbón. Pensemos en que el motor eléctrico está mucho más cerca de ser aplicable a los coches que a los aviones y a los barcos.

Volviendo al tema del *BarMar*, la última novedad que se conoce es que Alemania se ha unido al proyecto promovido en un inicio por España y Francia, no obstante, podemos observar una ligera pero significativa diferencia en el tono de los representantes gubernamentales de los estados implicados. *BarMar*, el canal submarino que se construiría entre Barcelona y Marsella para transportar hidrógeno verde y más coyunturalmente gas natural desde España hacia el resto de Europa, finalmente formará parte de un proyecto más grande denominado *H2med*³ y solamente transportará hidrógeno (como ya anunciaron, limpio). Algunos vinculan este cambio

¹ Hidrógeno.

² Recordemos que el agua es H₂O (2 átomos de hidrógeno y 1 de oxígeno).

³ Ver imagen posterior.

repentino de matices al escepticismo que ha mantenido Francia desde el inicio de los diálogos mantenidos en relación con la puesta en marcha del proyecto, y atribuyen la posición férrea de Macron al temor de que la llegada del stock de gas argelino al mercado energético europeo más allá de España pudiera hacerle la competencia a sus empresas.



El hidrógeno verde también es el futuro, y la aprobación de *H2med*, junto con las favorables condiciones climáticas (sol y viento) propias de los países del sur de nuestro continente, supone para España una gran oportunidad para desmarcarse y convertirse en la piedra angular de la estrategia energética europea. Además, otra buena noticia es que muy probablemente será Enagás, una de las compañías que tenemos en cartera, quien juegue el papel clave en la operativa y en la construcción de la infraestructura. Veremos cómo va evolucionando el asunto.

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*